

Horn, Ernst-Jürgen

Working Paper — Digitized Version

Ordnungs- und wettbewerbspolitische Herausforderungen durch die Globalisierung der Finanzmärkte

Kiel Working Paper, No. 687

Provided in Cooperation with:

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Horn, Ernst-Jürgen (1995) : Ordnungs- und wettbewerbspolitische Herausforderungen durch die Globalisierung der Finanzmärkte, Kiel Working Paper, No. 687, Kiel Institute of World Economics (IfW), Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/47053>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Kieler Arbeitspapiere

Kiel Working Papers

Kieler Arbeitspapier Nr. 687

Ordnungs- und wettbewerbspolitische Herausforderungen
durch die Globalisierung der Finanzmärkte

von

Ernst-Jürgen Horn

Mai 1995



Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel
The Kiel Institute of World Economics

ISSN 0342 - 0787

Institut für Weltwirtschaft
Düsternbrooker Weg 120
24105 Kiel

Kieler Arbeitspapier Nr. 687

Ordnungs- und wettbewerbspolitische Herausforderungen
durch die Globalisierung der Finanzmärkte

von

Ernst-Jürgen Horn

Mai 1995

GM 585

Für Inhalt und Verteilung der Kieler Arbeitspapiere ist der jeweilige Autor allein verantwortlich, nicht das Institut.

Da es sich um Manuskripte in einer vorläufigen Fassung handelt, wird gebeten, sich mit Anregung und Kritik direkt an den Autor zu wenden und etwaige Zitate vorher mit ihm abzustimmen.

Inhaltsverzeichnis	Seite
I. Problemstellung und Untersuchungsgang.....	1
II. Elemente der Risikovorsorge in den Rahmenbedingungen des europäischen Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen.....	5
1. Vorbemerkungen.....	5
2. Das Kreditwesen	8
a. Zweite Bankrechtskoordinierungs-Richtlinie	9
b. Eigenmittel-Richtlinie.....	12
c. Die Solvabilitäts-Richtlinie.....	16
3. Die Versicherungsmärkte	20
a. Zur Problematik.....	20
b. Wichtige Maßnahmen der versicherungswirtschaftlichen Harmonisierung	22
4. Die Wertpapiermärkte	26
III. Ansätze zur Gestaltung eines internationalen Ordnungsrahmens für die Finanzmärkte	29
IV. Schlußbemerkungen.....	35
Anhang A - Finanzinnovationen.....	39
Anhang B - Glossarium zu neuen Finanzinstrumenten.....	42
Literaturverzeichnis.....	45

Ordnungs- und wettbewerbspolitische Herausforderungen durch die Globalisierung der Finanzmärkte*

I. Problemstellung und Untersuchungsgang

Im Gefüge der volks- und weltwirtschaftlichen Verflechtung wird den Finanzmärkten in traditioneller Sicht eine dienende Funktion zugeschrieben: An ihnen werden - im Idealfall bestmöglichst - all jene Finanzgeschäfte abgewickelt, die für einen reibungslosen Ablauf der Entwicklung im güterwirtschaftlichen Bereich, insbesondere für eine optimale Allokation der Ressourcen, erforderlich sind. Die Finanzmärkte sind aber auch seit jeher durch Eigenheiten geprägt, die unter Umständen dazu führen können, daß realwirtschaftliche Abläufe gestört werden; im Extremfall kann das zu krisenhaften Entwicklungen führen. So wird die entscheidende Ursache für die Weltwirtschaftskrise der dreißiger Jahre vielfach in Funktionsmängeln der Finanzmärkte gesehen. Nach den überkommenen Grundsätzen der Sozialen Marktwirtschaft ist es eine zentrale Aufgabe des Staates, die Funktionsweise der Märkte zu sichern und Mißbräuchen im Wettbewerb vorzubeugen oder bereits entstandenen abzuwehren. Die Erfahrungen aus der Weltwirtschaftskrise haben dann nicht zuletzt dazu beigetragen, daß die Finanzmärkte im Konzept der ordoliberalen Ordnungspolitik von Anfang an unter die sogenannten Ausnahmebereiche eingeordnet wurden, was seinerzeit faktisch ohnehin nur der gängigen Praxis in anderen Industrieländern entsprach.

Heutzutage herrscht ein erheblich gewandeltes Bild von den Finanzmärkten vor, nicht in bezug auf ihre letztendlich dienende Funktion für die Gütermärkte, wohl aber in bezug auf die Notwendigkeit und das entsprechende Ausmaß für die staatliche Regulierung der Finanzmärkte. Die internationale Verflechtung der Finanzmärkte ist in den zurückliegenden Jahrzehnten sehr rasch vorangeschritten. Für diesen Prozeß haben insbesondere die Liberalisierung und Deregulierung an den nationalen Finanzmärkten, die Innovationen bei Finanzdienstleistungen (Bank for International Settlements [1986]) sowie die stark fallenden Transaktionskosten im Zuge der rapiden Fortschritte bei den Informationstechnologien eine maßgebliche Rolle gespielt. Im Ergebnis stehen die nationalen Finanzmärkte, die früher durch eine nationale Marktregulierung in besonderem Maße ge- und behütet worden waren, heute in einem intensiven internationalen Wettbewerb, der sich als ein Standortwettbewerb zwischen den nationalen Finanzplätzen beschreiben läßt. Angesichts der vorherrschenden Entwicklungstendenzen an den Finanzmärkten, der Globalisierung des Finanzgeschäfts

*Dieser Beitrag entstand im Rahmen des Forschungsprojekts "Verwirklichung und Perspektiven der Sozialen Marktwirtschaft," das von der Bertelsmann-Stiftung, der Heinz Nixdorf Stiftung und der Ludwig-Erhard-Stiftung gefördert wird.

einerseits und des Abbaus beziehungsweise der schwindenden Wirksamkeit nationalstaatlicher Marktaufsicht andererseits, stellt sich die Frage, ob und inwieweit nicht die Einführung eines internationalen Ordnungsrahmens für das Geschehen an den Finanzmärkten geboten erscheint.

Indem die nationalen Finanzmärkte zusammenwachsen, kann eine solche staatliche Aufgabe zunehmend nur noch auf internationaler Ebene geleistet werden. Von den offenkundig gegebenen kriminalpolitischen Bezügen einmal abgesehen, die nicht im Vordergrund einer ökonomischen Betrachtung zu stehen pflegen, erscheinen vor allem die folgenden Gesichtspunkte bedeutsam:

- *Der ordnungspolitische Aspekt:* Die vermutete Gefahr eines Marktversagens bildete traditionell das wichtigste Motiv für die Regulierung nationaler Finanzmärkte. Bei den international verflochtenen Finanzmärkten von heute gibt es einerseits vielfältige Ausgleichs- und Sicherungsmechanismen, die möglichen örtlichen Marktstörungen vorbeugen können. Andererseits sind die nationalen Finanzmärkte aber auch anfälliger für Störungen von außen geworden.
- *Der wettbewerbspolitische Aspekt:* Die Wettbewerbsaufsicht des Inlandes endet an der Landesgrenze. Internationale Finanzgeschäfte können aber in erheblichem Maße auf das Geschehen an den inländischen Märkten einwirken. Damit stellt sich die Frage nach der Notwendigkeit, Wettbewerbsregeln und eine Wettbewerbsaufsicht auf internationaler Ebene einzuführen.
- *Der steuerpolitische Aspekt:* Die Globalisierung der Finanzmärkte erleichtert es den Steuerpflichtigen, die inländische Steuerlast auf Kapitalerträge oder Vermögen zu vermeiden, indem Kapitalanlagen an ausländischen Finanzplätzen gehalten werden. Eine zentrale Frage in diesem Zusammenhang ist, ob und inwieweit es internationaler Übereinkommen über die Kapitalbesteuerung und die Besteuerung von Finanzdienstleistungen bedarf.
- *Der geld- und währungspolitische Aspekt:* Bei international offenen Finanzmärkten ist es für die zuständigen Instanzen eines Landes vergleichsweise schwierig, einen eigenständigen Kurs in der Geldpolitik zu verfolgen und auch durchzusetzen. Um diesem Problem abzuhelpfen, bietet sich das Instrument der internationalen Politikkoordination an.

Zusammengenommen ergibt sich aus diesen Fragestellungen die Relevanz einer Analyse zu den Erfordernissen einer internationalen Ordnung für die Finanzmärkte. Die Lösungsmöglichkeiten, die bezüglich der Finanzmärkte im Programm der Europäischen Union zur Verwirklichung des Binnenmarktes gewählt worden sind, können bei einer solchen Analyse als ein Beispiel dafür herangezogen werden, ob und inwieweit internationale öffentliche Güter in den erfaßten Bereichen überhaupt bereitgestellt werden können oder sollten.

Um neue, vornehmlich auf das Finanzgeschäft zielende Marktregulierungen zu begründen, kommt es offensichtlich darauf an, ob und inwieweit dadurch ein drohender Schaden abgewendet werden kann. Dabei sind stets auch die Kosten, die Marktregulierungen immer mit sich zu bringen pflegen, in Betracht zu ziehen. Im Kern geht es hier um recht alte Fragen, wenn auch in neuem Gewande, nämlich um stabilisierende oder destabilisierende Wirkungen der Spekulation, insbesondere in bezug auf den seit einer Reihe von Jahren außerordentlich rasch expandierenden Märkten für Finanzderivate.¹ Das Problem stellt sich im nationalen Rahmen, was eine möglicherweise destabilisierende Wirkung der Terminmärkte auf die Basismärkte, von denen Finanzderivate letztlich "abgeleitet" sind, anlangt, aber auch im internationalen Rahmen, vor allem in bezug darauf, wie Währungen am Markt im Verhältnis zu den ökonomischen Grundlagen für die Paritäten tatsächlich, unter den Bedingungen eines freien internationalen Kapitalverkehrs, bewertet werden und welche Freiheitsgrade für eine autonome nationale Geldpolitik noch bestehen.

Was neuerdings unter dem Signum einer angeblichen Verselbständigung der Finanzmärkte von der realen Güterwelt zunehmend wieder als Problem gesehen wird, stellt im Grunde nur die Wiederkehr eines alten Themas, nämlich der These vom Spielkasinocharakter der Finanzmärkte, dar. Die Finanzintermediation, deren Geschäft die Transformation von Größen, Fristen und - wohl am wichtigsten - von Risiken im Verhältnis zwischen Finanzkapitalgebern und -nehmern ist, findet inzwischen sicherlich an stark international verflochtenen Märkten statt; sie ist zudem, was auch eine wesentliche Voraussetzung für die Globalisierung des Finanzgeschäfts gewesen ist, im Zeitablauf aufgrund stark sinkender Transaktionskosten erheblich billiger geworden. Das alles sollte an sich der Allokationseffizienz im güterwirtschaftlichen Bereich zum Nutzen gereichen, weil Finanzkapital zu geringeren Kosten beschafft und Finanzrisiken zu geringeren Kosten abgesichert werden können. Aber viele Beobachter sehen hier ein finanzwirtschaftliches Paradoxon: Die sinkenden Kosten für die finanzwirtschaftlichen Geschäfte könnten zunehmend den güterwirtschaftlichen Bereich destabilisieren. So machen etwa Verfechter einer Regulierung der Finanzmärkte - so seit langem Tobin [1978, 1984] - geltend, daß Finanzspekulation erstens als solche zu billig und zweitens weithin zum Selbstzweck, losgelöst von den Gegebenheiten oder den Grundlagen der Gütermärkte, geworden sei. So gebe es "zuviel" Finanzspekulation, und die destabilisierenden Wirkungen auf die

¹ Bei derivativen Finanzprodukten geht es, obwohl darin auch diverse Finanzinnovationen bei Kassageschäften eingeschlossen sind (z. B. in bezug auf "repackaging" oder "securitization" von Einlagen des Publikums bei Finanzintermediären), im wesentlichen um Swap-, Options- und andere Finanztermingeschäfte, für deren konkrete Ausgestaltung mittlerweile eine kaum noch zu überschauende Vielfalt an den Märkten besteht (vgl. Anhänge A ["Finanzinnovationen"] und B ["Glossarium zu neuen Finanzinstrumenten"] sowie Bank for International Settlements [1986] und Group of Thirty [1993]).

Gütermärkte - als wichtigstes Beispiel pflegt in diesem Zusammenhang die Rolle der internationalen Währungsspekulation aufgeführt zu werden - stellen ein zunehmendes Schadenspotential dar. Im Anschluß an solche Überlegungen wird dann häufig gefolgert, daß es gelte, "Sand ins Getriebe" der nationalen und internationalen Finanzmärkte zu schaufeln, vor allem durch neue Marktregulierungen, etwa in Form von künstlich durch den Staat verteuerten Transaktionskosten. Vorhaben dieser Art sind allerdings offensichtlich nur schwer wirkungsvoll in die Tat umzusetzen, wenn dabei an der Regel eines freien internationalen Kapitalverkehrs nicht gerüttelt werden soll [Eichengreen, Tobin, Wyplosz 1994; Garber, Taylor, 1994; Kenen, 1994].

Der These von einer möglichen destabilisierenden Wirkung der Finanzmärkte auf die Gütermärkte scheint allerdings auf den ersten Blick eine einfache Überlegung entgegenzustehen: In welchem Maße auch immer das Volumen der Transaktionen an bestimmten Finanzmärkten im Vergleich zum Geschehen an den Gütermärkten aufgebläht erscheinen mag, so gibt es doch in jeder Kette von Finanzierungs- und Sicherungsgeschäften letzte Gläubiger und letzte Schuldner, die das Risiko dieser Geschäfte tragen, und damit, in der Sprache der Finanzwelt, eine sogenannte offene Position eingegangen sind. Da es hier wie auch sonst im Wirtschaftsleben so etwas wie einen "free lunch" unter Wettbewerbsbedingungen nicht zu geben pflegt, erübrigt sich im Grunde die Frage, ob an den Finanzmärkten "zuviel" gehandelt werde. Eine ganz andere Frage ist allerdings, und dieser Aspekt ist sehr bedeutsam, ob und inwieweit vom Geschehen an den Finanzmärkten, das von den jeweiligen Akteuren ja auf eigenes Risiko betrieben wird, Nebenwirkungen an den Gütermärkten ausgehen, die dort für an den Finanzgeschäften selbst unbeteiligte Dritte Nutzen oder Schaden stiften können.

Im folgenden soll zunächst die Frage behandelt werden, wie die Regelungen zur Verwirklichung des europäischen Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen unter dem Aspekt einer gesamtwirtschaftlichen Risikovorsorge zu bewerten sind. Hierbei handelt es sich um ein großes Experiment, in dem souveräne Staaten den Versuch unternehmen, einen gemeinsamen Markt für Finanzdienstleistungen zu schaffen. Dieser Versuch ist nicht zuletzt auch deshalb von besonderem Interesse, weil hier erstmals seit den Zeiten des Goldstandrds vor dem Ersten Weltkrieg wieder, hier natürlich nur zwischen den beteiligten Staaten, Voraussetzungen für einen freien internationalen Wettbewerb bei Finanzdienstleistungen geschaffen worden sind oder noch geschaffen werden sollen, etwa in bezug auf bislang noch ausstehende Regelungen für Wertpapier-Dienstleistungen. Die hierbei gefundenen Lösungen sind aber von einem allgemeinen Interesse für die künftige Gestaltung einer internationalen Ordnung für den Verkehr mit Finanzdienstleistungen. Auf den Punkt gebracht geht es hierbei um die Frage, ob und inwieweit es ausreicht, nach dem Ursprungslandprinzip zu verfahren - jede Finanzdienstleistung, die in einem Land nach dortigem Recht und Gesetz angeboten wird, darf danach auch in anderen Ländern angeboten und vertrieben werden -, oder ob und

inwieweit es internationaler Regelungen und gegebenenfalls einer entsprechenden internationalen Behörde bedarf, um den internationalen Verkehr bei Finanzdienstleistungen unter die Obhut der Staatenwelt zu nehmen. Im anschließenden Abschnitt werden die Möglichkeiten zur Gestaltung eines internationalen Ordnungsrahmens für die Finanzmärkte behandelt, die geeignet erscheinen, die im Gefolge von Deregulierung, Innovationen bei Finanzprodukten und gesunkenen Transaktionskosten neu eingetretenen Systemrisiken einzugrenzen. Abschließend werden dann die Ergebnisse der vorangegangenen Diskussion zusammengefaßt.

II. Elemente der Risikovorsorge in den Rahmenbedingungen des europäischen Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen

1. Vorbemerkungen

Der Sektor der finanziellen Dienstleistungen gehörte in der Bundesrepublik wie auch in den meisten anderen Mitgliedstaaten der Europäischen Gemeinschaft (offizieller Name seit dem 01. Januar 1995: Europäische Union) traditionell zu den am stärksten regulierten Wirtschaftsbereichen [Büschgen, 1989]. Die historisch gewachsenen Regulierungssysteme in den einzelnen Mitgliedstaaten unterschieden sich allerdings teilweise beträchtlich. Voneinander abweichende Aufsichtsnormen wurden durchweg nicht wechselseitig als gleichwertig anerkannt. Der internationale Kapitalverkehr unterlag, selbst im Verhältnis zwischen Mitgliedstaaten, vielfach erheblichen staatlichen Auflagen und Beschränkungen. Eine weitgehende wechselseitige Durchdringung und Verflechtung der nationalen Finanzmärkte konnte so innerhalb der Europäischen Gemeinschaft lange Zeit nur in nicht oder nur schwach regulierten Bereichen, die es auch gab, stattfinden, zum Beispiel auf den Märkten für Rückversicherungen und für die Versicherung von Großrisiken. Ansonsten blieb für den Wettbewerb zwischen den Finanzintermediären aus verschiedenen Mitgliedstaaten nur die Möglichkeit der Niederlassungsfreiheit im Ausland, die im großen und ganzen allerdings in der Europäischen Gemeinschaft von Anfang an gewährleistet war. Die Niederlassungsfreiheit, also die Freiheit, in anderen Mitgliedstaaten Tochtergesellschaften zu gründen oder sich an ansässigen Finanzintermediären zu beteiligen oder diese zu übernehmen, bedeutete aber auch stets, dann dort den Regeln der jeweils geltenden Aufsichtsnormen unterworfen zu sein (striktes Tarifinlandsprinzip im Gegensatz zum Ursprungslandprinzip).

Die Verwirklichung des Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen, ursprünglich im Gründungsvertrag der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) eingeschlossen,² wie sie in den zurückliegenden Jahren Gestalt angenommen haben, fußt im wesentlichen auf drei Grundsätzen:

- gemeinschaftliche Mindestnormen für die nationale Regulierung von ansässigen Finanzdienstleistungen durch die Mitgliedstaaten,
- wechselseitige Anerkennung der nationalen Regulierungsnormen, so daß Finanzunternehmen in anderen Mitgliedstaaten nach heimischem Recht zugelassene Finanzprodukte in Verkehr bringen dürfen, und
- Freiheit des Zahlungs- und Kapitalverkehrs.

Das Programm ist im Kern in hohem Maße - insoweit spiegelt es wohl auch den Zeitgeist während seiner Entstehungsgeschichte wieder - bestimmt durch Annahmen und Erwartungen über die vermutete Vorteilhaftigkeit einer Deregulierung der Finanzmärkte. Die Aufsichtsfunktion der Regierungsbehörden wird weithin auf eine Finanzaufsicht (Bonitätsaufsicht) und eine Mißstandsaufsicht beschränkt; vormals bestehende Vorabkontrollen, wie zum Beispiel bei der Produktaufsicht, entfallen oder werden gelockert. Die in dieser Hinsicht im einzelnen getroffenen Gemeinschaftsregelungen sind naturgemäß zugeschnitten auf die jeweiligen Segmente der Finanzmärkte, für die sie entworfen worden sind. Von besonderem Interesse ist dabei aber durchgehend der Gesichtspunkt, ob und inwieweit und auf welche Weise die neuen gemeinschaftlichen Mindestnormen bei der Marktaufsicht nicht nur den innergemeinschaftlichen Wettbewerb zu fördern geeignet sind, sondern auch eine angemessene Risikoversorge, insbesondere was Systemrisiken anlangt (einzelwirtschaftliche Konkurse müssen selbstverständlich vorkommen dürfen, weil das zum Wesen wettbewerblich verfaßter Märkte gehört), gewährleisten können. In diesem Zusammenhang sollen im folgenden die zentralen EG-Richtlinien für das Kreditwesen, das Versicherungswesen und das Börsenwesen betrachtet werden.

Um diese neuen Regulierungssysteme beurteilen zu können, erscheint es angebracht, die Kernelemente der früheren, im wesentliche rein nationalstaatlichen Marktaufsicht zum Vergleich heranzuziehen. Bei den in der Vergangenheit üblichen staatlichen Regulierungen von Finanzdienstleistungen kann man unterscheiden zwischen Gründen, Zielen und Ansatzpunkten, wobei es naturgemäß Schnittmengen geben wird, weil es für Ziele Gründe

² Das ergibt sich im Verbund der Bestimmungen über die Freizügigkeit für Arbeitskräfte (Art. 48 ff), über die Niederlassungsfreiheit (Art. 52 ff) sowie über die Freiheit des zahlungs- und Kapitalverkehrs (Art. 59 ff). Bis zum Inkrafttreten der Einheitlichen Europäischen Akte (ABl. EG, L 386, 29.06.87) waren jedoch in der Praxis keine wesentlichen Fortschritte der europäischen Integration bei Finanzdienstleistungen erzielt worden.

geben sollte und die Ansatzpunkte staatlicher Markteingriffe notwendig von den Gründen wie von den Zielen abhängen. Versucht man trotzdem einmal, die drei genannten Gesichtspunkte getrennt voneinander zu betrachten, so ergeben sich folgende Schwerpunkte:

Die *Ziele für staatliche Markteingriffe* hat man zuallererst danach zu beurteilen, ob damit öffentliche Güter bereitgestellt werden sollen und können. Was die Finanzmärkte anlangt, so geht es diesbezüglich vor allem darum, daß

- von den Finanzmärkten keine destabilisierenden Wirkungen auf die Sicherheit der Währungen ausgehen sollten,
- inhärente Systemrisiken, zum Beispiel bei Schiefagen prominenter Marktteilnehmer oder bei Panikreaktionen des Publikums, abgewendet oder beherrscht werden können, und
- die Finanzmärkte effizient in dem Sinne funktionieren, daß bei Vorliegen asymmetrischer Informationsstände, im Verhältnis zwischen Finanzintermediären und Publikum, aber auch im Verhältnis zwischen verschiedenen Finanzintermediären, die jeweils Unwissenderen dadurch keinen Schaden erleiden.

Die *Gründe für staatliche Markteingriffe* an den Finanzmärkten lassen sich, vom Gesichtspunkt der öffentlichen Güter abgesehen, wie folgt umschreiben:

- Das Publikum könne die Qualität bestimmter Finanzprodukte und -dienstleistungen häufig nur schwer beurteilen.
- Eine bestehende Marktmacht von bestimmten Finanzintermediären könne das Publikum generell benachteiligen.
- Es mangle schon den Finanzintermediären, aber erst recht dem Publikum, an Anreizen, finanzwirtschaftlich relevante Informationen zu sammeln und auch zu verbreiten.

Von den Überlegungen über Ziele und Gründe staatlicher Markteingriffe bei Finanzdienstleistungen führt dann der Gedankengang folgerichtig zu den konkreten Ansatzpunkten staatlicher Maßnahmen, die immer auch daraufhin zu überprüfen sind, ob und inwieweit sie erklärten Zwecken tatsächlich zu dienen und erklärten Mißständen tatsächlich abzuhelfen geeignet sind. Orientiert man sich an dem Muster überkommener Regulierungssysteme, so sollten diese vor allem

- den Spielraum für zulässige Geschäftsarten bei den Finanzintermediären einschränken,
- die Liquidität der - bestehenden - Finanzintermediäre sichern und
- die Preise zugelassener Finanzprodukte staatlicher Aufsicht und Kontrolle unterwerfen.

Es ist wohl kaum überraschend, daß bei den Gründen wie bei den Zielen für staatliche Markteingriffe die Vorstellung von der Gefahr eines Marktversagens an den Finanzmärkten

vorherrschend zu sein scheint. Es gibt aber auch bei allen staatlichen Markteingriffen die Gefahr des Staatsversagens. Wenn Marktwettbewerb immer auch ein Entdeckungsverfahren beinhaltet [v. Hayek, 1968], so geraten alle Vorschriften zur Reglementierung des Wettbewerbs an die Finanzmärkten, die nicht streng darauf beschränkt sind, öffentliche Güter bereitzustellen, sogleich unter Begründungszwang. Die alten Regulierungssysteme, die unter dem Eindruck der Weltwirtschaftskrise der dreißiger Jahre, des Protektionswettkampfs der folgenden Jahre und schließlich unter dem Eindruck der Bedingungen des Zweiten Weltkrieges entstanden waren, griffen offensichtlich über solche Grunderfordernisse weit hinaus. Heute stellt sich die Frage neu, was solche Grunderfordernisse einer Marktregulierung zum Inhalt haben sollten.

2. Das Kreditwesen

Vor der Umsetzung der EG-Richtlinien zur Harmonisierung des Bankenrechts in nationales Recht³ konnte eine Bank aus einem Mitgliedstaat nicht ohne weiteres Finanzprodukte in andere Mitgliedstaaten exportieren oder dort Niederlassungen betreiben. Dem stand die übliche Praxis der nationalstaatlichen Regulierung der Märkte entgegen. Eine solche Bank benötigte vielmehr die Genehmigung durch alle anderen einschlägigen Aufsichtsbehörden, wenn sie in allen Mitgliedstaaten am Markt vertreten sein wollte [Kommission der Europäischen Gemeinschaft, 1990, S. 7] Um diese Hindernisse im Marktzugang zu überwinden und die Bankenaufsicht in den Mitgliedstaaten der EG zu vereinheitlichen, versuchte die Kommission in einem ersten Anlauf im Jahre 1972, das Bankenaufsichtsrecht für die Mitgliedstaaten in einem einzigen Schritt insgesamt auf eine gemeinsame Grundlage zu verpflichten, die mit einem umfassenden europäischen Kreditwesengesetz geschaffen werden sollte. Dieses ehrgeizige Unterfangen scheiterte jedoch an divergierenden Interessen der Mitgliedstaaten, und dabei nicht zuletzt daran, daß eine Reihe von Mitgliedstaaten sich seinerzeit noch nicht auf das Prinzip eines freien Zahlungs- und Kapitalverkehrs verpflichtet sehen wollte.

Später hat die EG bezüglich der Verwirklichung eines Binnenmarktes im Kreditwesen neue Wege⁴ eingeschlagen, bei denen nun wieder die Integrationsziele stufenweise angestrebt worden sind.⁴ Bezeichnend für die neue Vorgehensweise war die 1977 beschlossene Erste Bankrechtskoordinierungs-Richtlinie (ABl. EG, Nr. L 322, 17.12.1977). Darin wurden lediglich bestimmte Mindeststandards festgelegt, die ein Kreditinstitut erfüllen mußte, um

³ Dieser Prozeß ist derzeit (Anfang 1995) noch nicht abgeschlossen. Im Falle Deutschlands müssen zum Beispiel noch insbesondere die Kapitaladäquanz-Richtlinie, die die zulässigen Marktrisiken bei Geschäften mit Wertpapieren und Derivaten regelt, sowie die EG-Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie selbst in nationales Recht umgesetzt werden. Das soll in einer Sechsten Novelle zum Kreditwesengesetz (KWG) geschehen, für die mit den Vorarbeiten begonnen worden ist.

⁴ Eine Übersicht über die hierbei gewählten Ansätze gibt etwa Rehm (1989).

durch die nationale Bankaufsicht zugelassen zu werden. Dazu gehörten insbesondere (Art. 3, Abs. 2):

- Vorhandensein von Eigenkapital,
- ausreichendes Mindestkapital,
- mindestens zwei verantwortliche Leiter (vier-Augen-Prinzip im Geschäftsverkehr),
- Vorlage eines Geschäftsplans.

Ferner wurde der Grundsatz der Kontrolle durch das Herkunftsland erstmals in Ansätzen festgeschrieben. Eine Bedürfnisprüfung für die Errichtung von Kreditinstituten und deren Zweigstellen entfiel. Auf weitere Zwischenschritte bei der Koordinierung des Bankrechts bis zum großen Durchbruch, der mit den im Weißbuch zur Vollendung des Binnenmarktes von 1985 umschriebenen und in den folgenden Jahren verwirklicht wurde, erzielt worden ist, sei hier nicht weiter eingegangen. Die folgende Darstellung des Binnenmarkt-Programms konzentriert sich zudem auf die drei entscheidenden Maßnahmen [Gaddum, 1988, S. 121], nämlich die Zweite Bankrechtskoordinierungs-Richtlinie, die Eigenmittel-Richtlinie und die Solvabilitäts-Richtlinie, die den Kern der Bankrechtsharmonisierung bilden.⁵

a. **Zweite Bankrechtskoordinierungs-Richtlinie⁶**

Bei der Schaffung eines gemeinsamen Marktes für Bankdienstleistungen fällt der Zweiten Bankrechtskoordinierungsrichtlinie eine Schlüsselrolle zu. Mit dieser Richtlinie will die Kommission die notwendigen Voraussetzungen für die Niederlassungs- und Dienstleistungsfreiheit verankern. Zentraler Baustein des gemeinsamen Bankenmarktes ist die Einführung einer einheitlichen Banklizenz. Zukünftig sind Kreditinstitute nach der einmaligen Zulassung durch das Land ihres Hauptsitzes berechtigt, auch in anderen Mitgliedstaaten Zweigstellen zu eröffnen, ohne auf die Genehmigung der Aufsichtsbehörden des Gastlandes angewiesen zu sein. Ebenso dürfen die Gesellschaften grenzüberschreitend einer Reihe von Interessen nachgehen, die im Anhang der Richtlinie aufgeführt werden:

⁵ In deutsches nationales Recht umgesetzt zum 1. Januar 1993 durch die Vierte Novelle des KWG. Vgl. Deutsche Bundesbank, "Die Vierte Novelle des Kreditwesengesetzes - ein weiterer Schritt zum europäischen Bankenmarkt". Monatsbericht, Januar 1993, S. 35-42. Ferner: Deutsche Bundesbank, "Grundsätze über das Eigenkapital und die Liquidität der Kreditinstitute". Monatsbericht, März 1993, S. 49-63. Hinzuzufügen ist noch, daß die Fünfte Novelle zum KWG (die zum 1. Januar 1996 in Kraft treten soll) die Konsolidierungs-Richtlinie und die Großkredit-Richtlinie in deutsches Recht umsetzt. Vgl. Deutsche Bundesbank, "Die Fünfte Novelle des Kreditwesengesetzes. Ein weiterer Schritt zur Harmonisierung der europäischen Bankenaufsichtsregelungen". Monatsbericht, November 1994, S. 59-67.

⁶ "Zweite Richtlinie vom 15. Dezember 1989 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute und zur Änderung der Richtlinie 77/780 EWG" (ABl. EG, Nr. L 386, 30.12.1989).

Genannt werden beispielsweise die Entgegennahme von Einlagen und anderen rückzahlbaren Geldern; Ausleihungen und Dienstleistungen zur Durchführung des Zahlungsverkehrs, aber auch Maklergeschäfte im Interbankenmarkt oder das Portfoliomanagement. Jedes Geschäft, zu dem das Kreditinstitut im Heimatland berechtigt ist und welches in der Liste aufgeführt ist, kann auch im Gastland ausgeübt werden, selbst wenn die dort beheimateten Institute zu dem gleichen Geschäft nicht autorisiert sind.

Zukünftig ist das Ursprungsland für die Gesamtaufsicht verantwortlich. Seine Aufsichtsbehörden sollen die finanzielle Solidität, besonders die Solvenz des Kreditinstituts einschließlich der im EG-Raum bestehenden Niederlassungen, überwachen. Allerdings sind in der Richtlinie auch Ausnahmefälle zu finden, auf deren Grundlage die Liberalisierung des Marktzutritts wieder eingeschränkt werden kann, so zum Beispiel dadurch, daß die "zuständige Behörde des Aufnahmemitgliedstaats ... unbeschadet ihrer eigenen Kontrollbefugnisse weiterhin ... auf eigene Initiative in Dringlichkeitsfällen nachprüfen [kann], ob die Tätigkeit eines Kreditinstituts ... gesetzeskonform ausgeübt wird, den Grundsätzen einer ordnungsgemäßen Verwaltung und Buchführung entspricht und einer angemessenen internen Kontrolle unterliegt" (ABl. EG, Nr. L 386, 30.12.1989, S. 3). Den Aufsichtsbehörden des Gastlandes bleibt es in jedem Fall vorbehalten, Maßnahmen zur geldpolitischen Steuerung und Liquiditätsüberwachung zu ergreifen (ebenda, S. 2).

Die Zweite Bankrechtskoordinierungs-Richtlinie umfaßt im wesentlichen Regelungen für das Einlagen- und Kreditgeschäft. Diese Geschäftsarten machen den Kern einer - auf die Erste Bankrechtskoordinierungs-Richtlinie, die insoweit dem Konzept eines Trennbankensystems verpflichtet war, zurückgehenden - eng gefaßten Definition einer "Bank" aus, wie sie auch den übrigen EG-Richtlinien zur Bankenaufsicht zugrundeliegt. Dies hat zur Folge, daß die Geschäfte der Universalbanken nur teilweise und die Geschäfte von Spezialinstituten - z.B. von solchen, die nur das Wertpapiergeschäft betreiben ("Wertpapierhäuser") und die nach dem überkommenen Funktionskatalog des § 1 KWG wie Kreditinstitute behandelt werden - von der Koordinierungsrichtlinie gar nicht erfaßt werden. Die Notwendigkeit zusätzlicher Richtlinien, beispielsweise für das Wertpapiergeschäft oder für den Hypothekarkredit, vergrößert jedoch den Harmonisierungsaufwand. Zudem entstehen unter Umständen Wettbewerbsverzerrungen zwischen Universalbanken und Spezialbanken, etwa wenn an Wertpapiergeschäfte schwächere Eigenkapitalanforderungen als an Bankkredite gestellt werden würden.

Für die Zulassung eines Kreditinstituts fordert die Zweite Koordinierungsrichtlinie (Art. 4) ein Mindestanfangskapital in Höhe von 5 Millionen ECU, das in Zukunft für neue Institute auch nicht unterschritten werden darf. Allerdings kann ein Mitgliedstaat diesen Wert für besondere Kategorien von schon bestehenden Kreditinstituten auf 1 Million ECU reduzieren. Diese Ausnahmebestimmung kommt etwa im Falle Deutschlands vielen kleineren Sparkassen

und genossenschaftliche Kreditinstituten entgegen, denen andernfalls aufgrund ihrer geringen Eigenmittelausstattung die Zulassung entzogen werden müßte.

Die Richtlinie sieht ferner vor (Art. 12), den Wert des Beteiligungsbesitzes von Banken an einzelnen Unternehmen im nicht-finanziellen Sektor, die keine Bank- oder Versicherungsgeschäfte betreiben, auf 15 vH des Eigenkapitals dieser Banken zu begrenzen. Insgesamt soll die Summe aller dieser Beteiligungen 60 vH des Eigenkapitals des Kreditunternehmens nicht übersteigen. Angewandt auf deutsche Verhältnisse bringen diese Normen Einschnitte in die traditionell enge Verflechtung zwischen Banken und Industrieunternehmen mit sich. Die Gründe, die eine solche Einschränkung aus bankaufsichtlicher Sicht rechtfertigen könnten, sind allerdings schwer auszumachen. Eventuelle Risiken, die aus Beteiligungen erwachsen mögen, finden bereits bei den Solvabilitätskoeffizienten (unten, S. 16) und der Großkreditregelung Berücksichtigung.

Weiterhin regelt die Zweite Bankrechtskoordinierungs-Richtlinie die Beziehungen zu Ländern, die nicht Mitglied der EG sind (Art. 8 und 9). Die Verwirklichung des Binnenmarktes hat mancherorts die Befürchtung geweckt, dieser Markt werde zwar nach innen hin liberalisiert, zugleich aber nach außen hin abgeschottet. Die Bestimmungen der Richtlinie sehen in der Tat eine unterschiedliche Behandlung von in der EG schon niedergelassenen Banken aus Drittländern und solchen Kreditinstituten vor, die in der EG erst nach Vollendung des Binnenmarktes tätig werden wollen:

- War ein Kreditinstitut aus einem Drittland bislang noch nicht mit einer Tochtergesellschaft im EG-Raum vertreten, bedarf seine Zulassung der Genehmigung. Diese Genehmigung unterliegt einem aufwendigen bürokratischen Prüfungsverfahren. So teilen die Mitgliedstaaten der Kommission alle Zulassungen mit, die sie einer direkten oder indirekten Tochtergesellschaft von Drittlandsunternehmen erteilen. Zudem melden die Mitgliedstaaten der Kommission alle Schwierigkeiten, auf die ihre Kreditinstitute bei der Niederlassung oder der Ausübung von Bankgeschäften in einem Drittland stoßen. Stellt die Kommission fest, daß Kreditinstitute der Gemeinschaft in einem Drittland keine Inländerbehandlung erfahren, ihnen also nicht der effektive Marktzugang und gleiche Wettbewerbsmöglichkeiten wie den dortigen inländischen Kreditinstituten geboten werden, so kann die Kommission beim Rat um ein Mandat für Verhandlungen nachsuchen, die die Beseitigung der Diskriminierung herbeiführen sollen. Eine Abschottung gegenüber Wettbewerbern, die den Zugang zum europäischen Binnenmarkt suchen, ist also möglich nach dem Kriterium mangelnder Reziprozität beim Marktzugang. Auch ist zu befürchten, daß die Möglichkeiten zur Beschränkung oder Aussetzung von Zulassungsanträgen den Drittländern einen Vorwand liefert, ihrerseits den grenzüberschreitenden Bankdienstleistungsverkehr zu behindern.

- Haben Kreditinstitute aus Drittländern bereits vor Inkrafttreten der Richtlinie eine Tochtergesellschaft in einem EG-Staat gegründet, so gelten für diese Tochtergesellschaften die gleichen Bedingungen wie für die in der EG beheimateten Institute. Für die Tochtergesellschaften gelten die Vorteile der einmaligen Banklizenzierung auch unabhängig davon, ob ihre Heimatstaaten einen entsprechenden Marktzugang für EG-Kreditinstitute gewähren.

Ein Urteil über die Zweite Bankrechtskoordinierungs-Richtlinie sollte insbesondere den Liberalisierungsimpuls einer einheitlichen Banklizenz würdigen. Diese einheitliche Banklizenz ist Basis für die Niederlassungs- und Dienstleistungsfreiheit, die die Integration eines EG-weiten Bankenmarktes verwirklichen hilft. Freilich haben die Mitgliedstaaten die gegenseitige Anerkennung der nationalen Aufsichtsbestimmungen und die Herkunftslandkontrolle nur unter der Bedingung akzeptiert, daß die Bankaufsicht in den anderen EG-Staaten einem "angemessenen" Mindestniveau entspricht. Über den Umfang eines Mindestniveaus existieren allerdings auseinandergehende Vorstellungen, die Kompromißlösungen hinsichtlich des Umfangs der Regulierung erfordern. So relativieren zum Beispiel neue, dem deutschen Recht bislang unbekannt Normen, die etwa die Vorschriften über die Zulassung, die Geschäftstätigkeit und die Aufsicht harmonisieren, den Liberalisierungsgehalt der Richtlinie.

b. Eigenmittel-Richtlinie

Die Richtlinie des Rates über die Eigenmittel der Kreditinstitute (ABl. EG, Nr. L 124, 05.05.1989, S. 16-20) reguliert eine zentrale Größe im Ordnungsrahmen des Bankwesens - nämlich das Eigenkapital.⁷ Eine ausreichende Eigenkapitalausstattung sicherzustellen, ist ein traditionelles Hauptanliegen der Bankenaufsicht. Aus deren Blickwinkel erfüllt das bankbetriebliche Eigenkapital mehrere Funktionen [Büschgen, 1989]:

- Die Garantie- und Haftungsfunktion (Gläubigerschutzfunktion);
- Die Funktion des intertemporären Gewinn- und Verlustausgleichs;
- Die Funktion als Errichtungsgrundlage;
- Die Funktion als Bemessungsgrundlage für die Begrenzung des Geschäftsvolumens.

Entscheidend ist nun, welche Bilanzpositionen eine Bank als Eigenkapital geltend machen kann. Definiert eine nationale Bankenaufsicht den Eigenkapitalbegriff sehr eng, so wird - durch die Multiplikatorwirkung der Strukturnorm bedingt - auch das risikobehaftete

⁷ Zur erfolgten Umsetzung in nationales Recht vgl. Deutsche Bundesbank, "Grundsätze über das Eigenkapital und die Liquidität der Kreditinstitute". Monatsbericht., März 1993, S. 49-63.

Geschäftsvolumen der von ihr überwachten Banken entsprechend begrenzt sein. Gestehen andere Mitgliedstaaten ihren Banken eine großzügigere Abgrenzung des Eigenkapitals zu, so können die Banken dort bei sonst gleichen Umständen ihr Kreditgeschäft stärker ausdehnen als die inländischen Banken.

Um im grenzüberschreitenden Bankenmarkt Wettbewerbsverzerrungen zu vermeiden, wird mit der Eigenmittel-Richtlinie der Versuch unternommen, das haftende Eigenkapital in allen EG-Staaten einheitlich zu definieren. Die EG-Eigenmittel-Richtlinie geht - wie auch schon das deutsche KWG seit jeher - nicht von einem einheitliche Oberbegriff für das Eigenkapital aus, sondern zählt, nach dem Enumerationsprinzip, abschließend alle berücksichtigungsfähigen Komponenten des Eigenkapitals auf. Allerdings bleibt es den einzelnen Mitgliedstaaten überlassen, alle oder nur einige dieser Eigenkapitalbestandteile zu verwenden oder niedrigere Obergrenzen für die als zulässig angesehenen Beträge festzulegen.

Die Auswahl dessen, was aus der Perspektive der Bankenaufsicht zu dem haftenden Eigenkapital zu zählen ist, orientiert sich im Grundsatz an seinen Funktionen als Risikokapital. Nur solche Mittel sollen als haftendes Eigenkapital anerkannt werden, die

- (i) voll eingezahlt sind,
- (ii) am Verlust aus dem laufenden Geschäft teilnehmen,
- (iii) dem Kreditinstitut dauerhaft zur Verfügung stehen und
- (iv) im Konkursfall nachrangig behandelt werden.

Anhand dieser Kriterien kann man die einbezogenen "Eigenmittel" qualitativ unterscheiden bezüglich folgender Komponenten:

- Basismittel;
- ergänzende Eigenmittel, wobei diese wegen ihrer geringeren "Qualität" maximal bis zur Höhe der Basiseigenmittel anrechenbar sein sollen. Darüber hinaus wird die Einbeziehung bestimmter Bestandteile der ergänzenden Eigenmittel auf 50 vH der Basiseigenmittel begrenzt.

Als Basismittel gelten, wie schon vorher auch nach deutschem Recht üblich: Eingezahltes Kapital und Kapitalrücklagen sowie Gewinnrücklagen und Gewinnvortrag. Anders verhält es sich mit den ergänzenden Eigenmitteln - sie umfassen zu einem erheblichen Teil Elemente, die dem überkommenen deutschen Bankaufsichtsrecht fremd sind. Bei diesen ergänzenden Eigenmitteln geht es im wesentlichen um folgenden Positionen:

- Neubewertungsrücklagen (Art. 2 Abs. 1 Ziff. 3 Eigenmittel-Richtlinie): Reserven durch Unterbewertung entstehen, wenn der aktuelle Marktpreis eines Aktivums über dem auf

historischen Anschaffungskosten beruhenden Buchwert liegt. Würden die unterbewerteten Aktiva veräußert, stünden diese Reserven als Risikokapital für laufende Geschäfte zur Verfügung. Die EG-Eigenkapitalrichtlinie sieht daher die Bilanzierung von sogenannten Neubewertungsrücklagen vor und zählt sie zum ergänzenden Eigenkapital. Eine solche Aktivierung noch nicht realisierter Gewinne birgt allerdings offensichtlich Gefahren in sich:

Sinkende Marktwerte von Aktiva, etwa von Wertpapieren, reduzieren die Neubewertungsreserven und parallel hierzu die ergänzenden Eigenmittel. Um die bankaufsichtlichen Normen einzuhalten, wäre eine Bank unter diesen Umständen zum Abbau ihres Aktivgeschäfts oder zur Aufnahme von zusätzlichem Eigenkapital gezwungen.

- Wertberichtigungen (Art. 2 Abs. 2 Nr. 5 Eigenmittel-Richtlinie): Wertberichtigungen sind ein wesentliches Instrumente der bilanziellen stillen Risikovorsorge. Die Eigenmittelrichtlinie sieht die Möglichkeit vor, Wertberichtigungen im Sinne des Art. 37 Abs. 2 EG-Bankbilanz als ergänzende Eigenmittel anzurechnen. Hierbei geht es vor allem um Pauschalwertberichtigungen auf Forderungen an Banken und Kunden, Schuldverschreibungen sowie Aktien und andere nicht verzinsliche Wertpapiere, die nicht zum Handelsbestand zählen und nicht wie Anlagevermögen bewertet werden. Mögliche stille Reserven aus der Risikovorsorge können so als haftendes Eigenkapital ausgewiesen werden.
- Sonstige Bestandteile (Art. 3 Abs. 1 Eigenmittel-Richtlinie): Als ergänzende Eigenmittel sind auch solche Mittel anrechenbar, über die die Bank frei verfügen kann, um normale geschäftliche Risiken abzudecken. Sie müssen aus den internen Unterlagen ersichtlich sein, in ihrer Höhe von der Geschäftsleitung festgestellt, von unabhängigen Buchprüfern geprüft, den zuständigen Aufsichtsbehörden offengelegt und ihrer Überwachung unterworfen sein. Ein wichtiges Beispiel ist das Genußrechtskapital. Genußrechtskapital könnte künftig - sofern andere ergänzende Eigenmittel bankaufsichtlich ausgespart bleiben - bis zur Hälfte der Basiseigenmittel als haftendes Eigenkapital anerkannt werden (bisher bis zu 25 vH nach deutschem Recht).

In dem Ausmaß, in dem zusätzliche Eigenmittelbestandteile bei den Normen der Bankenaufsicht Anerkennung finden, verbreitert sich, rein buchhalterisch betrachtet, die Eigenkapitalbasis der Kreditinstitute. Damit steigt das Potential zur Kreditschöpfung bei sonst gleichen Umständen, und das letztendlich im System vorhandene Risikokapital zur Deckung

von Schieflagen sinkt,⁸ zumindest relativ im Verhältnis zu den abzudeckenden Risiken, aber der Wettbewerb zwischen Banken wird vermutlich zunehmen. Welche Auswirkungen von einer solchen erweiterten Definition des Eigenkapitals zu erwarten sind, hängt natürlich in hohem Maße von anderen Normen der Bankaufsicht ab, die wiederum auf diesem Eigenkapitalbegriff fußen. Damit sind insbesondere Regeln für die Einlagensicherung, Vorschriften über die Begrenzung zulässiger Aktivgeschäfte (das betrifft insbesondere die Solvabilitätsregeln) und die Einflußmöglichkeiten der Zentralbank angesprochen.

Ein staatliches System der direkten oder indirekten Einlagensicherung setzt auf Regulierung und nimmt es dem Bürger ab, sich selbst über die Sicherheit seiner Bankeinlagen informieren zu müssen. Ohne ein Verlustrisiko befürchten zu müssen, kann der Sparer jener Bank sein Vermögen anvertrauen, die ihm die höchsten Renditen bietet. Diese Regelung beeinflusst den Preiswettbewerb zwischen den Banken bei Einlagen. Eine staatliche oder staatlich garantierte Einlagensicherung, die nicht nach rein versicherungswirtschaftlichen Grundsätzen konstruiert ist und auch entsprechend funktioniert, bedingt gewissermaßen eine staatliche Regulierung der Bankensolvabilität aus dem Aktivgeschäft, weil die Banken das Risiko ihrer Einlagen und Auslagen nicht marktgerecht versichern müssen. Hier offenbart sich einmal mehr eine häufig anzutreffende Logik staatlicher Intervention: An eine einmal gegebene Garantie der Einlagen schließt sich eine Wirkungskette an, an deren Ende ein erneuter Bedarf an staatlicher Regelung anderswo stehen kann.

Bei der Kritik an einer weniger restriktiven Definition der Eigenmittel sollte jedoch deren wettbewerbsstimulierenden Effekte nicht übersehen werden. Aufgrund der erweiterten Eigenkapitalbasis sehen sich Banken in die Lage versetzt, großzügiger Kredite vergeben zu können. Wollen alle Kreditinstitute ihr Kreditgeschäft ausdehnen, intensiviert sich zwangsläufig der Wettbewerb unter ihnen. Zum einen wirkt sich dies auf den Preis der Kredite aus. Wenn ein erhöhtes Kreditangebot auf eine unveränderte Kreditnachfrage trifft, werden die Zinsen sinken. Mehr Wettbewerb bringt dem Bankkunden aber auch qualitative Vorteile. Besserer Service, größere Produktvielfalt sind nicht-preisliche Wettbewerbsfaktoren, die den Wünschen der Bankkunden entgegenkommen. Aber es ist auch zu bedenken, daß bei der erweiterten Eigenkapitaldefinition kumulative Prozesse beim Kreditvolumen eher möglich erscheinen als bei einer engeren Definition. Dadurch können erhöhte Systemrisiken eintreten, zumal in Situationen, wenn die Marktpreise wichtiger Gruppen von Aktiva, wie von Immobilien oder Wertpapieren, im Durchschnitt stark fallen.

⁸ Das ergibt sich allein aus dem Umstand, daß vorher nicht dem Eigenkapital zurechenbare Positionen, bei denen aber Eigenkapitaleigenschaften zu vermuten sind, nunmehr dem Eigenkapital auch formal zugerechnet werden können.

c. Die Solvabilitäts-Richtlinie⁹

In engem Zusammenhang mit der Eigenkapitalrichtlinie steht die Richtlinie über die zulässigen Solvabilitätskoeffizienten, die die Grenzen erlaubter Geschäftstätigkeiten oder Risiken umschreiben, die Kreditinstitute eingehen dürfen sollen. Der Solvabilitätskoeffizient setzt die Eigenmittel in Beziehung sowohl zu den bilanzwirksamen als auch zu den außerbilanziellen Geschäften. Dem unterschiedlichen Risikogehalt der einzelnen Aktivpositionen wird insofern Rechnung getragen, als ihnen Risikograde zugeordnet werden, die als prozentuale Gewichte ausgedrückt sind. Die Risikogewichte reichen von 0 vH über Stufen von 10 vH, 20 vH, 50 vH bis zu 100 vH.

Zur Berechnung des Solvabilitätskoeffizienten ist in zwei Schritten vorzugehen. Zunächst wird der Bilanzwert jedes Aktivums mit dem zugeordneten Risikogewicht multipliziert. So werden normale Kredite an Nichtbanken im EG-Bereich und im übrigen Ausland mit 100 vH, Kredite an Regierungen eines EG-Staates mit 0 vH oder Forderungen an multilaterale Entwicklungsbanken mit 20 vH gewichtet. Auf weitere Beispiele zur Gewichtung risikobehafteter Bankaktiva sei an dieser Stelle nicht weiter eingegangen (vgl. im einzelnen Art. 6 bis 8 Solvabilitäts-Richtlinie).

Daneben erfaßt die Solvenzrichtlinie auch ausgewählte *nicht bilanzwirksame* Geschäfte. Damit trägt sie der dynamischen Entwicklung des außer-bilanziellen Geschäfts Rechnung, die sich durch die weltweit in Gang befindlichen strukturellen Veränderungen auf den Finanzmärkten ergeben.¹⁰ Vergleichbar mit der Vorgehensweise bei den bilanzwirksamen Aktiva werden bestimmte außerbilanzielle Engagements in Risikokategorien mit unterschiedlichen Anrechnungssätzen eingeteilt. Außerbilanzmäßige Geschäfte mit hohem Kreditrisiko, wie z. B. Termingeschäfte mit Aktivpositionen, sind in voller Höhe zu veranschlagen. Geschäfte mit mittlerem Kreditrisiko wie beispielsweise unwiderrufliche Kreditsicherungsgarantien, werden zu 50 vH angerechnet. Geschäfte mit niedrigerem Kreditrisiko, wie z.B. nicht in Anspruch genommene Kreditfazilitäten, werden mit 0 vH gewichtet, also gänzlich vernachlässigt (Art. 10 Abs. 1 Solvabilitäts-Richtlinie sowie deren Anhänge I bis III).

⁹ ABl. EG, Nr. L 386, 30.12.1989, S. 14 ff. Die Richtlinie über den Solvabilitätskoeffizienten für Kreditinstitute sollte bis zum 01.01.1991 in nationales Recht umgesetzt werden.

¹⁰ Vgl. Deutsche Bundesbank, "Grundsätze über das Eigenkapital und die Liquidität der Kreditinstitute". Monatsbericht, März 1993, S. 49-63. - Deutsche Bundesbank, "Off-balance-sheet activities of German banks". Monatsbericht, Oktober 1993, S.45-67. - Deutsche Bundesbank, "Finanzkonglomerate und ihre Beaufsichtigung". Monatsbericht, April 1994, S. 49-61. - Ferner: Deutsche Bundesbank, "Geldpolitische Implikationen der zunehmenden Verwendung derivativer Finanzinstrumente". Monatsbericht, November 1994, S. 41-57.

Die so gewichteten bilanzwirksamen Aktiva und außerbilanziellen Geschäfte werden addiert und in einem zweiten Schritt zu den Eigenmitteln in Bezug gesetzt. Dabei muß die Summe der Eigenkapitalelemente mindestens 8 vH der Summe der gewichteten Risikoaktiva betragen.

$$\frac{\text{Eigenmittel}}{\text{risikogewichtete Aktiva und außerbilanzielle Geschäfte}} \times 100 \geq 8 \text{ vH}$$

bzw.

$$\text{risikogewichtete Aktiva und außerbilanzielle Geschäfte} \leq 12,5 \times \text{Eigenmittel}$$

Die Solvabilitäts-Richtlinie knüpft an das aus dem alten Eigenkapitalgrundsatz I des deutschen KWG bekannte Prinzip gewichteter Risikoaktiva an, wobei allerdings der Katalog der Risikoaktiva, die mit Eigenkapital zu unterlegen sind, deutlich erweitert worden ist und künftig alle Aktivpositionen sowie den größten Teil der schwebenden Geschäfte enthält. Grundsatz I bestimmte ursprünglich, daß "die Kredite und Beteiligungen eines Kreditinstituts ... das 18fache des haftenden Eigenkapitals nicht übersteigen sollen" (Deutsche Bundesbank, 1990).¹¹ Das bedeutet eine Heraufsetzung der Kennziffer um 44 vH (von 5,56 vH, dem Kehrwert des 18fachen, auf 8 vH). Zudem sollen nunmehr auch "Marktpreisrisiken" bei schwebenden Geschäften (aus Devisengeschäften, Zinstermin- und Zinsoptionsgeschäften, Termin- und Optionsgeschäften sowie aus sonstigen Preisrisiken) auf 42 vH des haftenden Eigenkapitals begrenzt werden. Bei diesen Marktpreisrisiken geht es im wesentlichen um die zulässige Höhe offener Positionen bei Geschäften mit erfaßten Finanzderivaten im außerbilanziellen Geschäft, die nicht durch simultane Gegengeschäfte abgesichert sind. Damit sollen Adressenausfälle, die auf Dritte zurückwirken könnten, vermieden werden.

Im Vergleich zum ursprünglichen deutschen Eigenkapitalgrundsatz I bringt die Solvabilitäts-Richtlinie verschiedene Neuerungen:

¹¹ Die Kredite und Beteiligungen eines Kreditinstituts sollen das 18fache des haftenden Eigenkapitals nicht übersteigen. Berechnungstechnisch abzuziehen sind die Wertberichtigungen, die passiven Rechnungsabgrenzungsposten aus Gebührenabgrenzung im Teilzahlungsverkehr und die Posten wegen der Erfüllung oder der Veräußerung von Forderungen aus Leasingverträgen bis zu den Buchwerten der diesen zugehörigen Leasinggegenständen. Diese neue Obergrenze des Zwölfeinhalbfachen wurde in der Vergangenheit von den deutschen Kreditinstituten unter den alten Aufsichtsnormen schon durchweg annähernd erfüllt.

— Veränderung in der Struktur der Risikogewichte:

Gegenüber dem Grundsatz I verändern sich einzelne Anrechnungssätze. Auf die geänderten Belastungen werden die Kreditinstitute mit einer Verlagerung ihrer Aktivitäten reagieren. Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, daß die Forderungen an Kreditinstitute mit Sitz in einem anderen europäischen Land sowie Forderungen an die Zentralregierung eines anderen europäischen Landes (oder faktisch im Zuge der Umsetzung in nationales Recht zumeist auch gegenüber der Zentralregierung anderer Mitgliedstaaten der OECD) zukünftig genauso behandelt werden wie entsprechende Forderungen gegenüber deutschen Banken bzw. gegenüber der Bundesregierung. Damit wird die staatlich vorgegebene Privilegierung, die zuvor auf das Inland begrenzt war, auf sämtliche EG-Länder ausgedehnt.

— Ausdehnung der Bankenaufsicht auf das außerbilanzielle Geschäft:

Im Vorgriff auf die anstehende Umsetzung der EG-Solvenzrichtlinie hatte das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen die Eigenkapitalgrundsätze I und Ia seinerzeit schon mit Wirkung vom 1. Oktober 1990 geändert. In der Tendenz zeigte sich schon damals, daß bislang nicht regulierte Bankgeschäfte stärker kontrolliert werden sollten. Durch den Grundsatz I sollten neben den Buchkrediten und Beteiligungen künftig auch Adressenausfallrisiken aus Finanz-Swaps, Termingeschäften und Optionsrechten mit Eigenkapital zu unterlegen sein.¹²

Die Solvabilitäts-Richtlinie bringt aber auch zusätzliche Restriktionen mit sich. Sie weist die Banken an, mehr Risikopositionen als bislang mit Eigenkapital abzudecken. Rechentechnisch vergrößert sich der Wert des Zählers des Solvenzcoeffizienten. Generell gilt: Je umfassender risikobehaftete Geschäfte erfaßt werden, desto restriktiver wirken die Vorschriften der Solvenznorm. Festzuhalten bleibt aber auch, daß die Eigenkapital-Richtlinie und die Solvabilitäts-Richtlinie in entscheidenden Punkten offensichtlich einander entgegenlaufenden Interessen dienen sollen, denn die Eigenkapital-Richtlinie erweitert in die Definition des als anerkannt geltenden haftenden Eigenkapitals.

An dieser Stelle sei auf eine generelle Problematik der Bankaufsichtsnormen verwiesen: Die Eigenmittel- wie auch die Solvenz-Richtlinie werden den aufsichtsrechtlichen Rahmen für Kreditinstitute wesentlich beeinflussen. Doch ist der Bankenmarkt nur ein Teil des zukünftig gemeinsamen Finanzmarktes, in dem die Kreditinstitute mehr denn je in Konkurrenz mit Wertpapierhäusern sowie "non-" und "near-banks" stehen [Kluge, 1990, S. 184]. Unterliegen ihre Geschäfte abweichenden aufsichtsrechtlichen Regelungen, womöglich unterschiedlicher

¹² Mittlerweile geändert durch die Vierte und Fünfte Novelle zum Kreditwesengesetz. Die in Vorbereitung befindliche Sechste Novelle zum Kreditwesengesetz, mit der die Kapitaladäquanz-Richtlinie und die Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie der EG in nationales Recht umgesetzt werden sollen, wird die einschlägigen Regelungen in wesentlichen Teilen neu fassen und ergänzen.

Aufsichtsbehörden, ergeben sich zwangsläufig Diskriminierungen. Banken werden gegebenenfalls ihr Wertpapiergeschäft ausgliedern, wenn für Wertpapierhäuser weniger strenge Aufsichtsnormen gelten, als sie im Kreditsektor festgelegt werden. Zudem ist in diesem Zusammenhang zu bedenken, daß die Finanzgeschäfte von Nicht-Banken - hiermit sind vor allem große Produktions- und Handelsunternehmen angesprochen, deren Finanzgeschäfte nicht der Bankenaufsicht unterliegen, weil sie nicht in der Rechtsform einer Bank geführt werden - ganz ähnliche Probleme aufwerfen können, zumal bei Geschäften mit Finanzderivaten "außerhalb der Bilanz", wie die Geschäftstätigkeit von Banken in der Abgrenzung durch den Gesetzgeber.

Ein liberaler EG-Bankenmarkt ist ohnehin nicht mit einem System des "Laissez-faire, laissez-aller" gleichzusetzen. Ergänzende Mindestanforderungen an zentrale Aufsichtsgrößen wie Eigenkapital und Liquidität sollen allerorten die Qualifikation der lizenzierten Kreditinstitute sicherstellen. Doch schränkt der neue Binnenmarkt die nationale Souveränität bei der Gestaltung der Rahmenbedingungen erheblich ein. Der Wettbewerb der Aufsichtssysteme steckt den einzelstaatlichen Sondervorstellungen Grenzen.

Der EG-Bankenmarkt ist ein integraler Bestandteil des europäischen Finanzraums. Zwangsläufig stehen die Kreditinstitute nicht nur untereinander im Wettbewerbsverhältnis. In zunehmendem Maße erhalten sie Konkurrenz durch andere Finanzintermediäre, wie beispielsweise durch Versicherungen, Kreditkartengesellschaften und Investmentfonds, aber auch durch Nicht-Banken.¹³ Sind die Richtlinien auf einzelne Branchen zugeschnitten, treten branchenspezifische Diskriminierungen auf. Zusätzliche Probleme ergeben sich bei der Beaufsichtigung der sogenannten Finanzkonglomerate, die unterschiedliche Dienstleistungen (Bank- Wertpapier- und Versicherungsgeschäfte) anbieten.¹⁴ Unterliegt die Kontrolle der Tätigkeit von Allianz-Unternehmen verschiedenen Aufsichtsbehörden, deren Arbeiten nicht koordiniert ist, ergeben sich Möglichkeiten der Umgehung aufsichtsrechtlicher Regelungen, beispielsweise indem Eigenkapital unter verschiedenen Aufsichtsnormen "mehrfach" genutzt werden könnte.

¹³ Die Liberalisierung der Finanzmärkte hat auch auf mancherlei Weise Erscheinungsformen der sogenannten Disintermediation mit sich gebracht. Das bedeutet, daß Geschäftsfelder zwischen vormals wohl abgegrenzten Bereichen der Finanzintermediation bestreitbare Märkte werden oder daß Nicht-Finanzintermediäre, zumal große Unternehmen aus Handel, Industrie oder Dienstleistungen auf die Dienste der überkommenen Finanzintermediäre verzichten können oder mit eigenen Aktivitäten in diese Bereiche eindringen. Damit ist insbesondere das Bankgewerbe angesprochen: Wenn sich den guten Adressen zunehmend Kreditquellen an der Börse und den Anlegern attraktive Alternativen zu Bankeinlagen eröffnen, drückt das auf die Zinsmarge und fördert einen Prozeß der nachteiligen Risikoselektion bei den vergebenen Bankkrediten.

¹⁴ Vgl. Deutsche Bundesbank, "Finanzkonglomerate und ihre Beaufsichtigung". Monatsbericht, April 1994, S. 49-61.

3. Die Versicherungsmärkte

a. Zur Problematik

Der im EWG-Vertrag vorgesehene Abbau von Integrationshemmnissen im innergemeinschaftlichen Dienstleistungsverkehr betrifft neben den Banken noch eine zweite Anbietergruppe von Finanzprodukten, nämlich die Versicherungen. Die Realisierung eines gemeinsamen europäischen Versicherungsmarktes kam zunächst jedoch nur schleppend voran. Nur im Bereich der traditionell international ausgerichteten Rückversicherung erging im Jahre 1964 eine Liberalisierungsrichtlinie zur Abschaffung diskriminierender Regelungen.¹⁵ Erst in den siebziger Jahren wurden Richtlinien zur Verwirklichung der Niederlassungsfreiheit auf dem Gebiet der Schaden-¹⁶ und Lebensversicherung¹⁷ erlassen worden. Für Versicherungsunternehmen war damit der Weg geebnet worden, in allen EG-Staaten Tochtergesellschaften oder Zweigniederlassungen zu eröffnen, wobei sie sich dem Genehmigungsverfahren des betreffenden Landes zu unterwerfen hatten und die dort geltenden Aufsichtsnormen einhalten mußten. Danach durften ausländische Versicherer nicht mehr gegenüber den im Inland ansässigen Wettbewerbern diskriminiert werden.¹⁸ Die Niederlassungsfreiheit gewährleistete also die Gleichbehandlung von Niederlassungen und Agenturen von In- und Ausländern durch das nationale Recht; sie stellte aber keine vollständige Liberalisierung dar. Denn neben der Marktzugangsregulierung, die durch die Richtlinien zur Verwirklichung der Niederlassungsfreiheit modifiziert wurde, kamen Preis- und Qualitätsregulierungen zur Anwendung. Art und Umfang dieser Regulierungen unterschieden sich von Land zu Land teilweise so erheblich, daß sie den Wettbewerb durch ausländische Anbieter selbst dann behindern konnten, wenn jenen ein unbeschränktes Niederlassungsrecht eingeräumt wurde.

¹⁵ Vgl. Richtlinie des Rates zur Aufhebung der Beschränkungen der Niederlassungsfreiheit auf dem Gebiet der Rückversicherung und Retrozession (64/2251/EWG), ABl. EG, 25.02.1964, S. 878 ff.

¹⁶ Vgl. Richtlinie des Rates zur Aufhebung der Beschränkungen der Niederlassungsfreiheit auf dem Gebiet der Direktversicherung mit Ausnahme der Lebensversicherung (73/24/EWG, ABl. EG, Nr. L 228, 16.08.1973, S. 20 ff.).

¹⁷ Vgl. Erste Richtlinie des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften über die Aufnahme und Ausübung der Direktversicherung (Lebensversicherung) (79/267/EWG), ABl. EG, 13.03.1979, S. 1 ff.).

¹⁸ Nach wie vor bestanden freilich Einschränkungen der Niederlassungsfreiheit. Roth (1990, S. 94) verweist beispielsweise darauf, daß es den Unternehmen im Rahmen ihrer Standortwahl freistehen sollte, zwischen den Niederlassungsformen - Zweigniederlassung, Agentur, Tochterunternehmen - zu wählen. Doch das "deutsche Versicherungsaufsichtsgesetz beschränkt in § 106 Abs. II VAG für ausländische Versicherer die Tätigkeit auf Niederlassungen unter Ausschluß von Agenturen ...". Nach seiner Ansicht bedürfte die unterschiedliche Behandlung von Agenturen und Zweigniederlassungen einer Rechtfertigung durch ein Allgemeininteresse, das kaum erkennbar ist.

In Deutschland etwa stießen ausländische Versichererunternehmen auf ungewohnte Qualitätsregulierungen, die eng mit der Überwachung der preislichen Dimension eines Versicherungsvertrages verzahnt sind. Um das Preis/Leistungsverhältnis auf dem faktisch - unter staatlicher Aufsicht - kartellierten Versicherungsmarkt zu überwachen, wurden nicht nur die Versicherungsprämien beaufsichtigt. Das Augenmerk fiel darüber hinaus auf die Leistungen der Versicherer, die in den Vertragsbedingungen festgelegt wurden. So lagen jeder Versicherungsleistung Allgemeine Versicherungsbedingungen (AVB)¹⁹ zugrunde, die der Genehmigung bedurften. Nach Schmidt, Frey (1983, § 10 Randnummer 1) sind AVB definiert als "Vertragsbestimmungen, die einer Vielzahl von Versicherungsverträgen ohne Rücksicht auf die individuelle Verschiedenheit der einzelnen Risiken zugrunde gelegt werden sollen". Als Referenzmaßstab für die Beurteilung der Versicherungsbedingungen diente das Versicherungsvertragsgesetz²⁰ sowie allgemeine "Grundsätze der Aufsichtspraxis", nämlich Vollständigkeit, Übersichtlichkeit und Einheitlichkeit" [Deregulierungskommission, 1990, S. 52]. Zusätzlich hatte ein Anbieter von Kfz-Haftpflichtversicherungen die Bestimmungen des Pflichtversicherungsgesetzes²¹ zu beachten.

In der Tendenz wirkten die verschiedenen gesetzlichen Bestimmungen in Richtung einer weitgehenden Standardisierung der Versicherungsleistungen. Kfz-Versicherungen sind hinsichtlich der Vertragsbedingungen homogene Produkte. Vor diesem Hintergrund erwies es sich für ausländische Versicherungsanbieter als schwer, attraktive Preise und auf dem Heimatmarkt bewährte Produktinnovationen in Marktanteile und Prämienvolumen umzumünzen. Daher gingen von dem Regulierungswerk des deutschen Versicherungssektors insofern protektionistische Wirkungen aus, wie die Niederlassungen ausländischer Anbieter ihre Geschäftsaktivitäten nicht bis zum optimalen Umfang ausdehnen konnten. Möglicherweise schieden sie bald aus dem Markt aus bzw. potentielle Wettbewerber betraten ihn erst gar nicht.

Trotz der aufgezeigten Problematik sollte nicht vergessen werden, daß das Recht auf freie Standortwahl einen wesentlichen Baustein des europäischen Versicherungsmarktes darstellt. Nach der Transformation der EG-Richtlinien ins nationale Recht haben einige EG-Staaten die rechtliche Diskriminierung ausländischer Versicherungsunternehmen zurückgenommen.²² Inzwischen nutzen die einzelnen Anbieter die geschaffenen Freiräume, indem sie überall im

¹⁹ Ausnahmen von der generellen Genehmigungspflicht bestehen lediglich für die von der Transportversicherung verwendeten AVB (§ 5 Abs. 6 VAG):

²⁰ Gesetz über den Versicherungsvertrag (VVG) vom 20. Mai 1908 [Wirtschaftsgesetze, 1990].

²¹ Gesetz über die Pflichtversicherung für Kraftfahrzeughalter vom 5. April 1965 [Wirtschaftsgesetze, 1990].

²² Seit 1975 gibt es in der Bundesrepublik Deutschland bei der Zulassung von Versicherern aus anderen EG-Staaten keine "Bedürfnisprüfung" mehr. Siehe hierzu Finsinger et al. (1985).

Gemeinsamen Markt über Niederlassungen - wenn auch zu den Bedingungen des Aufnahmelandes - ihre Versicherungsleistungen anbieten. Mehr noch wäre den Unternehmen mit dem Abbau von Hemmnissen des Dienstleistungsverkehrs geholfen; doch hier blieben die Fortschritte vergleichsweise gering. Die Dienstleistungsfreiheit geht im Grundsatz über das bloße Recht auf freie Niederlassung hinaus. Sie räumt dem Versicherer das Recht ein, von seinem Dienstsitz aus Risiken abzudecken, die sich in einem anderen EG-Mitgliedstaat befinden. Ohne Einschaltung einer Niederlassung hätte er die Möglichkeit, grenzüberschreitende Versicherungsgeschäfte zu betreiben. Der Integration des europäischen Versicherungsmarktes leistete es erheblichen Vorschub, wäre für den Abschluß einzelner Verträge nicht mehr eine Zulassung notwendig und könnte der Versicherer auf seine eigenen Vertragsbedingungen zurückgreifen, statt die von der Aufsichtsbehörde des Tätigkeitslandes genehmigten Allgemeinen Versicherungsbedingungen verwenden zu müssen (Roth, 1990, S. 87). Auch bestehen vereinzelt rechtliche Bestimmungen, die den Austausch von Assekuranzprodukten explizit untersagen.

Um den freien Dienstleistungsverkehr zwischen den Gemeinschaftsstaaten zu verwirklichen, stützt sich die EG-Kommission auf eine Vorgehensweise, die derjenigen bei der Schaffung eines gemeinsamen Bankenmarktes ähnelt. Die folgende Darstellung berücksichtigt schwerpunktmäßig die jüngeren Richtlinien zur Verwirklichung der Dienstleistungsfreiheit.

b. Wichtige Maßnahmen der versicherungswirtschaftlichen Harmonisierung

Bei der Koordinierung der aufsichtsrechtlichen Regelwerke haben die EG-Behörden von einer einheitlichen Regelung, die auf alle Segmente des Versicherungsmarktes anzuwenden ist, abgesehen. In mehreren Schritten hat der Rat für die Bereiche Rückversicherung,²³ Schadensversicherung und Lebensversicherung getrennte Richtlinien erlassen - trotz der möglichen Überlappungen zwischen ihnen.

Die zweite Koordinierungsrichtlinie 'Schaden'²⁴ aus dem Jahre 1988 zielt auf die Verwirklichung des freien Dienstleistungsverkehrs im Bereich der Schadensversicherung. In

²³ Auf die Rechtsharmonisierung des Rückversicherungsgeschäfts soll im weiteren nicht eingegangen werden. Bereits 1964 gab eine Richtlinie den Anstoß zur Beseitigung der Hindernisse, die der freien Standortwahl und dem uneingeschränkten Dienstleistungsverkehr entgegenstanden. Da nur wenige Hindernisse existierten und die Aktivitäten im Vergleich zu Direktversicherungen schwächer kontrolliert wurden, bestätigte das Gemeinschaftsrecht die bis dato ohnehin bestehenden Rahmenbedingungen des traditionell international ausgerichteten Rückversicherungsmarktes. Siehe hierzu Pool (1990, S. 15).

²⁴ Kurzform für: Zweite Richtlinie des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften für die Direktversicherung (mit Ausnahme der Lebensversicherung) und zur Erleichterung der tatsächlichen Ausübung des freien Dienstleistungsverkehrs sowie zur Änderung der Richtlinie 73/239/EWG (ABl. EG, Nr. L 172, 4.7.1988, S. 1-14).

den Erwägungen der Richtlinie heißt es, daß für EG-Versicherer "eine unterschiedliche Behandlung je nachdem, ob das Unternehmen in dem Mitgliedstaat, in dem die Dienstleistung erbracht wird, niedergelassen ist oder nicht, unzulässig ist". zukünftig soll es dem Versicherer freistehen, in einem anderen Mitgliedsland Risiken abzudecken, ohne daß er dazu der Zulassung (und erst keiner Niederlassung) im Dienstleistungsland bedarf. Der dortigen Aufsichtsbehörde muß der Versicherer lediglich eine Bescheinigung seiner Sitzlandbehörde über die Mindestsolvabilitätsspanne und über die Zulassung zum Versicherungsgeschäft außerhalb des Sitzlandes vorweisen. Weitere Bestimmungen der Richtlinie verdeutlichen die Verlagerung der Aufsichtszuständigkeit zum Sitzland. So muß sich das Versicherungsunternehmen seine Vertragsbedingungen und Tarife nicht mehr erneut durch die Behörden in anderen Mitgliedstaaten genehmigen lassen. Ferner fällt dem Sitzland die alleinige Regelungskompetenz für die technischen Reserven zu.

Allerdings bleibt die Dienstleistungsfreiheit zunächst auf Verträge über Großrisiken beschränkt. Ein Großrisiko liegt in verschiedenen Schadensversicherungen und der Allgemeinen Haftpflichtversicherung vor, wenn der Versicherungsnehmer zwei der drei folgenden Merkmale aufweist: Bilanzsumme 12,4 Mio. ECU, Nettoumsatz 24 Mio. ECU und durchschnittliche jährliche Beschäftigte 500. Ab 1. Januar 1993 sollen diese Grenzwerte halbiert werden, so daß dann auch kleinere Unternehmen die Angebote ausländischer Versicherer wahrnehmen können. Schadenfälle bei Krediten und Kautionen sowie Transportrisiken (unabhängig von ihrer Größen), gelten immer als Großrisiken. Bei der Deckung aller anderen Risiken, also im Massengeschäft mit Individualkunden, glaubt man jedoch aus Gründen des Verbraucherschutzes, den freien Dienstleistungsverkehr stärker beschränken zu müssen. Für die Versicherung von Massenrisiken kann (nicht: muß) das Land, in dem die Dienstleistung erbracht wird, eine behördliche Zulassung verlangen. Für seine Zulassung hat das Unternehmen eine Bescheinigung seines Sitzlandes bezüglich der Solvabilitätsspanne, der Zulassung zum Auslandsgeschäft und zum Geschäft der einzelnen Versicherungszweige vorzulegen. Ferner muß ein Tätigkeitsplan genehmigt werden, der die Art der Risiken, die Allgemeinen Versicherungsbedingungen, die Tarife und Formblätter beinhaltet.

Die Zweite Schadensversicherungsrichtlinie markiert einen Durchbruch bei der Konzeption einer EG-einheitlichen Versicherungsaufsicht. Denn sie verwirklicht - vorerst zwar nur bei der Versicherung von Großrisiken - die Herkunftslandkontrolle und die gegenseitige Anerkennung der Aufsichtsstandards. Nunmehr können größere Unternehmen, deren Risiken über den gesamten Binnenmarkt verstreut liegen, sich mit einem einzigen Vertrag absichern. Damit entfallen Transaktionskosten, die andernfalls bei Aushandeln von jeweils unterschiedlichen Versicherungsmodalitäten in den einzelnen EG-Staaten entstünden.

Das Programm zur Öffnung der Märkte spart den Bereich der Pflichtversicherung nicht aus. Hier sind mitgliedstaatliche Bestimmungen, die zur Erfüllung der Versicherungspflicht einen inländischen Vertragspartner vorschreiben, abzuschaffen. Was dies für die Wettbewerbsverhältnisse auf dem bislang gut abgeschotteten deutschen Versicherungsmarkt bedeutet, kann das Beispiel der Kfz-Haftpflichtversicherung²⁵ illustrieren. Spätestens seit dem 1. Juli 1994 können Versicherungsanbieter aus allen Ländern der EG ihre Policen in Deutschland vertreiben und auch für sich werben. Das zusätzliche Angebot ausländischer Versicherer intensiviert den Wettbewerb, was die Prämien unter Druck setzen dürfte. Zugleich können aber auch die Kosten der Versicherer sinken, zum Beispiel weil sie nicht mehr zur Unterhaltung eines eigenen Niederlassungsnetzes gezwungen sind.

Bei der individuellen Lebensversicherung soll ebenfalls die Dienstleistungsfreiheit verwirklicht werden. Die Verteilung der Aufsichts Kompetenzen zwischen Sitz- und Dienstleistungsland bestimmt sich nach einem abweichenden Konzept. Danach ist zwischen Verträgen, bei denen der Versicherungsnehmer aus eigenem Antrieb eine Versicherung in einem anderen Mitgliedstaat abschließt, und allen anderen Lebensversicherungsverträgen zu unterscheiden. Kommt der Vertrag auf Initiative des Versicherers zustande, gilt die Kontrolle im Herkunftsland des Versicherungsnehmers.²⁶ Geht die Initiative vom Versicherungsnehmer aus, gilt die Aufsicht im Herkunftsland der Versicherung. Als Initiator gilt der Kunde, wenn er den ersten Kontakt zu dem Versicherungsanbieter aufgenommen hat oder wenn der Vertrag in dem Mitgliedstaat des Versicherers abgeschlossen wird, ohne daß es einen Kontakt im Herkunftsland des Versicherungsnehmers gegeben hat. Diese Regelung schränkt einen ausländischen Versicherungsanbieter dahingehend ein, daß er im Dienstleistungsland weder Kundenwerbung noch allgemein auf seine Tätigkeit bezogene Werbung betreiben darf. Will ein Versicherer im Ausland nicht auf diese Maßnahmen verzichten und auf diesem Wege Kunden akquirieren, so muß er sich der Aufsicht des betreffenden Landes unterwerfen. Dann gilt für ihn also nicht mehr der Grundsatz, daß seine europaweite Vertriebstätigkeit lediglich der Aufsicht durch sein Sitzland unterliegt. In Anlehnung an die Zweite Koordinierungsrichtlinie 'Schaden' kann das Land, in dem die Dienstleistung erbracht wird, die Aufnahme des

²⁵ Vorschlag für eine Richtlinie des Rates, insbesondere im Hinblick auf Kraftfahrzeughaftpflichtversicherungen zur Änderung der Ersten Richtlinie 73/239/EWG des Rates und der Zweiten Richtlinie 88/357/EWG des Rates zur Koordinierung der die direkte Schadensversicherung (mit Ausnahme der Lebensversicherung) betreffenden Rechts- und Verwaltungsvorschriften, zur Erleichterung des freien Leistungsverkehrs im Versicherungswesen und zur Änderung der Richtlinie 73/23/EWG, EG Dok. KOM (88) 791 endg., 19.12.1988.

²⁶ Ähnlich dem Verfahren für Großrisiken in der Schadensversicherung bedarf das Unternehmen nicht mehr der Zulassung des Tätigkeitslandes. Statt dessen müssen die Lebensversicherungsunternehmen nur Unterlagen vorlegen, die Bescheinigungen der zuständigen Behörden des Sitzlandes über die Solvabilitätsspanne, über die Zulassung zum Auslandsgeschäft und über die Zulassung zu den einzelnen Versicherungssparten erhalten.

Versicherungsgeschäfts von einer behördlichen Zulassung abhängig machen. Objekt der Prüfung sind u.a. die Bescheinigungen über die Solvabilitätsspanne und der Geschäftsplan. Auch behalten es sich die Behörden des Sitzlandes des Versicherungsnehmers vor, die AVB, Tarife sowie die verwendeten Formblätter zu genehmigen. Insofern bleibt das Prinzip der Tätigkeitslandaufsicht erhalten.

Um sich über das ganze Spektrum der in den einzelnen Mitgliedstaaten verfügbaren Versicherungsprodukte zu informieren, kann der Versicherungsnehmer einen Makler einschalten. Das sieht in der Praxis dann so aus, daß ein deutscher Kunde sich an einen in der Bundesrepublik tätigen Makler mit der Bitte wendet, ihm eine britische Lebensversicherung zu besorgen. Vor Abschluß des Vertrages hat der Versicherungsnehmer gegenüber dem Makler zu erklären, daß er den ausländischen Versicherungsschutz ausdrücklich wünscht und daß er sich der Folgen (ausländische Aufsichtsregeln etc.) bewußt ist. Weiterhin soll das Recht, innerhalb von dreißig Tagen eine auf diesem Wege abgeschlossene Lebensversicherung widerrufen zu können, den Verbraucher vor den Folgen einer vorschnellen Unterschrift schützen. In Deutschland werden die neuen Möglichkeiten für den Versicherungsnehmer erst nach einer bis zu dreijährigen Übergangszeit gelten. Diese Zeitspanne ist dem deutschen Gesetzgeber gesetzt, um dem Regelwerk der Versicherungsaufsicht an das Gemeinschaftsrecht anzupassen.

Seit Verabschiedung der Einheitlichen Europäischen Akte ist bei der für lange Zeit festgefahrenen Verwirklichung der Dienstleistungsfreiheit neue Dynamik zu beobachten. Für eine größere Beweglichkeit im Gesetzgebungsprozeß sorgte u. a. die geänderte Auffassung, daß die nationalen Vorschriften nicht mehr vollständig zu harmonisieren sind.²⁷ Statt dessen soll der Sitzlandkontrolle und der gegenseitigen Anerkennung nationaler Regeln, die auf einem Mindestniveau zu harmonisieren sind, größere Bedeutung eingeräumt werden. In Zukunft sollen die Versichere selbst und ihre Kapitalanlagen strengen Sicherheitsregeln des Sitzlandes der Gesellschaft genügen, nicht aber ihre Preise und Produkte. An die deutsche Adresse richtet sich die Aufforderung, die staatliche Kontrolle der Tarife und die Bedingungsaufsicht für Versicherungen abzubauen.

Bei der individuellen Lebensversicherung sieht die Richtlinie die Dienstleistungsfreiheit aber nur für jene Verträge vor, bei denen der Versicherungsnehmer aus eigenem Antrieb, beispielsweise durch Einschaltung eines Maklers, eine Versicherung mit einem Unternehmen in einem anderen Mitgliedstaat eingeht. Nur in diesem Fall hat die nationale Versicherungsaufsicht davon auszugehen, daß der Verbraucherschutz auch durch die Kontrolle der Behörden im Sitzland des Versicherers gewährleistet ist. Kommt das

²⁷ Darüber hinaus beeinflußt natürlich die Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs die Regelung der Dienstleistungsfreiheit.

Versicherungsverhältnis durch aktive Schritte von Seiten des Anbieters zustande, so unterliegt der ausländische Versicherer der Tätigkeitslandkontrolle. Folglich bleiben ihm die doppelten Genehmigungsverfahren sowohl im Heimatland als auch durch die deutsche Aufsicht nicht erspart.

Mit Umstrukturierungen der Vertriebswege ist zu rechnen. Bislang verfügt nahezu jedes Unternehmen über eine Absatzorganisation von eigenen Vertretern, was hohe Kosten verursacht. Denkbar wäre eine Kostenreduktion dadurch, daß die flächendeckend nebeneinander angelegten Vertriebsnetze der deutschen Versicherer abgebaut werden [Kanthack, 1987, S. 31]. Eine Alternative hierzu ist der Vertrieb durch Makler und andere unabhängige Vermittler. Es ist zu vermuten, daß diese den Versicherungsschutz besser an den Wünschen der Verbraucher ausrichten können, als es die Agenten zu leisten vermögen, die durch Ausschließlichkeitsverträge an einzelne Versicherungen gebunden sind. Zudem passen unabhängige Vermittlertätigkeiten in das Konzept eines gemeinsamen Marktes, in dem der Individualkunde angesichts eines europäischen Angebots an Versicherungsleistungen einen entsprechend gestiegenen Informationsbedarf aufweist.

4. Die Wertpapiermärkte

Mit dem Ziel, für einen gemeinsamen Finanzmarkt die notwendigen Voraussetzungen zu schaffen, sind die Organe der Europäischen Gemeinschaft auch im Bereich des Wertpapier- und Börsenrechts gesetzgeberisch tätig geworden. Unabdingbar für eine engere Verzahnung der bislang segmentierten Wertpapiermärkte ist der Abbau der Hindernisse, die der Freiheit der innergemeinschaftlichen Kapitalbewegungen entgegenstanden. Insofern fällt der im Jahre 1988 erlassenen Richtlinie zur Liberalisierung des Zahlungs- und Kapitalverkehrs²⁸ eine Schlüsselstellung zu, schafft sie doch erst die elementare Voraussetzung für speziellere Koordinierungsmaßnahmen auf dem Wertpapiersektor. Die Mehrzahl der Wertpapierrichtlinien richtet sich nicht an einen geschlossenen Kreis von Finanzintermediären, wie es bei den Koordinierungsmaßnahmen für den Banken- und den Versicherungssektor der Fall war. In den Ländern der Europäischen Gemeinschaft betreibt nicht eine homogene Unternehmensgruppe das Wertpapiergeschäft. So liegt das Wertpapiergeschäft in Ländern, in denen das Universalbankensystem dominiert, im wesentlichen in den Händen der Geschäftsbanken. Anders verhält es sich in Ländern mit einem Trennbankensystem: Hier sind spezialisierte Dienstleister am Wertpapiermarkt aktiv, wie zum Beispiel die britischen 'Security Houses'. Eine Reihe von Wertpapierrichtlinien orientiert sich eher an dem

²⁸ Richtlinie des Rates vom 24. Juni 1988 zur Durchführung von Artikel 67 des Vertrages (88/361/EWG), ABl. EG, Nr. L 178, 8.7.1988, S. 5. Bis zum 1. Juli 1990 waren alle noch zulässigen Beschränkungen der Kapitalverkehrsfreiheit, beispielsweise bei Geldmarktitteln und beim Halten von Auslandskonten, zu beseitigen. Nur für Portugal, Spanien, Griechenland und Irland wurde eine Übergangsfrist bis Ende 1992 vereinbart.

funktionalen Gesichtspunkt, die verschiedenen Abläufe im Zusammenhang mit dem Wertpapiergeschäft stärker im europäischen Verbund aneinander anzugleichen. So betreffen die Koordinierungsvorhaben einzelne Aspekte des Wertpapiergeschäfts, wie beispielsweise die Emission, Verwahrung, Verwaltung oder den Handel von Finanztiteln innerhalb und außerhalb der Börsen.

Seit Inkrafttreten der Einheitlichen Europäischen Akte liegt den Maßnahmen zum Börsen- und Wertpapierbereich die gleiche Integrationsidee zugrunde, wie es im Fall der Banken und Versicherungen zur Anwendung kommt: Harmonisierung der für unabhängig erachteten Mindeststandards bei der staatlichen Marktaufsicht, wechselseitige Anerkennung nationalstaatlicher Aufsichtsnormen sowie Sitzlandkontrolle und -aufsicht. Der nachfolgende Abschnitt gibt die wesentlichen Gemeinschaftsmaßnahmen im Bereich des Wertpapiersektors wieder.

Bereits vor Verabschiedung der EEA hatte der Rat eine Reihe von Börsenrichtlinien erlassen, die eine Harmonisierung gemeinsamer Grundregeln für den Ablauf des Wertpapiergeschäfts in den einzelnen EG-Staaten bezweckten:

- Die Richtlinie aus dem Jahre 1979 beabsichtigte, einheitliche Zulassungsbedingungen von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse herzustellen.²⁹ Sie listet Kriterien für die Börsennotierung auf, wie z.B. Mindestgröße und Existenzdauer der emittierenden Gesellschaft oder die erforderliche Streuung des Aktienkapitals. Ferner sind die börsennotierten Gesellschaften dazu verpflichtet, unverzüglich neue, den Kurs der Anteilsscheine beeinflussende Entwicklungen dem Publikum mitzuteilen.³⁰
- Die Richtlinie aus dem Jahre 1980 über den Börsenprospekt intendierte eine vereinheitlichte Publizitätspflicht der Emittenten bei Zulassung ihrer Wertpapiere zum amtlichen Handel.³¹ Der Börsenprospekt soll den Anlegern ein fundiertes Urteil über die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der emissionswilligen Unternehmen geben.
- Die Richtlinie von 1982 über die regelmäßigen Informationspflichten börsennotierter Gesellschaften ergänzt die beiden vorangegangenen Richtlinien.³² Sie verpflichtet börsennotierte Gesellschaften dazu, halbjährlich mindestens Angaben über ihren Nettoumsatz und das Ergebnis vor und nach Steuern zu berichten.

²⁹ Vgl. ABl. EG, Nr. L 66, 16.03.1979, S. 21.

³⁰ Umfangreiche Bestimmungen für die Zulassung sowie ein Katalog der Pflichten der Gesellschaft finden sich im Anhang der Richtlinie.

³¹ Vgl. ABl. EG, Nr. L 100, 17.04.1980, S. 1.

³² Vgl. ABl. EG, Nr. 48, 20.02.1982, S. 26.

Alle drei Richtlinien traten Mitte 1983 in Kraft. Augenfälliges Ergebnis ihrer Transformation ins deutsche Recht ist die novellierte Börsenzulassungsverordnung, die u.a. durch die Einführung eines neuen Marktsegments (des geregelten Freiverkehrs) mittleren und kleinen Unternehmen den Börsenzugang erleichtern sollte. Die Retrospektive zeigt freilich, daß die getroffenen Maßnahmen zwar zu einer gemeinschaftsweiten Angleichung der Börsenzulassungsbedingungen und Offenlegungspflichten führten, doch fehlte ihnen "jegliches Element einer grenzüberschreitenden Anerkennung der in anderen Mitgliedstaaten geübten Praktiken" [Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen, 1990, S. 8].

Für mehr Markttransparenz sollte die Richtlinie über die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichenden Informationen sorgen.³³ Sie ergänzte die Richtlinie über die Zulassungsbedingungen von Wertpapieren zur Börsennotierung dahingehend, daß ein Anteilseigner die Gesellschaft innerhalb von sieben Kalendertagen über seinen Geschäftsanteil informieren muß, wenn sein Aktienbesitz 10 vH, 20 vH, 1/3, 50 vH oder 2/3 des gezeichneten Kapitals über- oder unterschreitet. Diese Information ist von dem betroffenen Unternehmen an seine Aktionäre weiterzuleiten.

Der Koordinierung der Vorschriften über Insider-Geschäfte galt eine weitere Richtlinie.³⁴ Die Sanktionierung von Insider-Geschäften soll verhindern, daß Personen (sogenannte Primär-Insider), die aufgrund ihrer Stellung in oder zu einem Unternehmen gegenüber den übrigen Marktteilnehmern über kursbestimmende Informationsvorsprünge verfügen, diese am Markt ausnutzen können.³⁵ Auch Insidern zweiten Grades (sogenannte Sekundär-Insider), die Information von Primär-Insidern ausnutzen, wird der Handel mit den entsprechenden Wertpapieren untersagt. Die nunmehr seit Mai 1993 vorliegende Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen soll die Rahmenbedingungen des gemeinsamen Marktes für den Wertpapierhandel regeln.³⁶ Wertpapierhäuser, die in ihrem Herkunftsmitgliedstaat zugelassen sind, sollen künftig auch in anderen Mitgliedstaaten Zweigstellen eröffnen oder die Dienstleistung grenzüberschreitend erbringen dürfen, ohne auf eine entsprechende Zulassung des Aufnahmelandes angewiesen zu sein. Der Zugang zu den Finanzmärkten aller anderen

³³ Vgl. ABl. EG, Nr. L 348, 17.12.1988, S. 62.

³⁴ Vgl. ABl. EG, Nr. L 334, 18.11.1989, S. 30.

³⁵ Als Insider-Information gilt nach Artikel 6 der Richtlinie eine nicht öffentlich bekannte, präzise Information über Emittenten von Wertpapieren, bzw. über das Wertpapier selbst, von der angenommen werden kann, daß sie bei ihrer Offenlegung geeignet wäre, den Kurs dieser Wertpapiere erheblich zu beeinflussen. Zu einer grundsätzlichen Diskussion der Frage, unter welchen Bedingungen Wertpapiermärkte als "informationseffizient" gelten können, vgl. Grossman und Stiglitz (1976, 1980).

³⁶ Diese Richtlinie soll bis zum 1. Juli 1995 in nationales Recht umgesetzt werden und Ende 1995 in Kraft treten.

Mitgliedstaaten wird danach auch allen Nichtbank-Wertpapierfirmen eröffnet, sofern sie bestimmte Voraussetzungen erfüllen, die denen der Zweiten Bankkoordinierungsrichtlinie ähneln. Eine ausländische Wertpapierfirma hätte dabei selbstverständlich auch in Zukunft die Geschäftsregeln des Mitgliedstaates zu beachten, in dem es seine Tätigkeit ausübt. Diese Regeln waren jedoch dahingehend zu modifizieren, daß sie Anbieter aus anderen Mitgliedstaaten nicht diskriminieren. Die neue Kapitaladäquanz-Richtlinie legt zugleich eine angemessene Eigenkapitalfundierung für das Wertpapiergeschäft von Wertpapierhäusern und Kreditinstituten fest.

III. Ansätze zur Gestaltung eines internationalen Ordnungsrahmens für die Finanzmärkte

Der Ordnungsrahmen des angestrebten Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen in der EU liegt mittlerweile weitgehend vor. Die erforderliche Umsetzung der einschlägigen Richtlinien in nationales Recht ist bisher trotz mancherlei Überschreitungen gesetzter Fristen im großen und ganzen doch recht zügig erfolgt. Es handelt sich hierbei gewissermaßen um einen ersten großen Feldversuch, in dem eine Gruppe souveräner Staaten anstrebt, nationale Regulierungssysteme (in einer Art "Club-Lösung") gemeinsamen Regeln zu unterwerfen und die nationalen Märkte untereinander unter dem Dach des gemeinschaftlichen Ordnungsrahmens für den Wettbewerb von außen zu öffnen.³⁷ Die grundlegenden Ordnungsprinzipien, nämlich

- die Freiheit des grenzüberschreitenden Zahlungs- und Kapitalverkehrs,
- die wechselseitige Anerkennung nationaler Normen bei der Produkt- und Unternehmensaufsicht gemäß gemeinsamen Mindeststandards sowie
- die Offenheit der Märkte für den Wettbewerb aus anderen Mitgliedstaaten,

scheinen inzwischen fast zu Selbstverständlichkeiten geworden zu sein, was vor der Initiative des Binnenmarktprogramms so wohl weithin nicht ohne weiteres erwartet worden war. Allerdings ist das Binnenmarktprogramm für Finanzdienstleistungen in mancherlei Hinsicht bemerkenswert altmodisch in dem Sinne, daß es gewissermaßen die verschiedenen

³⁷ Ein bedeutsamer Nebeneffekt der Schaffung des Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen betrifft die damit verbundenen Regeln für die Anbieter aus Drittländern (Buck, 1994). Im Grundsatz behält sich die Europäische Union durchweg vor, nach dem Reziprozitätsprinzip zu verfahren; das bedeutet, daß Anbieter aus Drittländern im Wirtschaftsraum der EU den gleichen Rechten und Pflichten unterliegen sollen wie europäische Anbieter in dem betreffenden Drittland. Das hat Besorgnisse geweckt, daß - in Analogie zu der vielfach zu beobachtenden protektionistischen Auslegung der Bestimmungen über Schutzklauseln in der internationalen Handelsordnung (seit dem 01.01.1995 World Trade Organisation in der Nachfolge des General Agreement on Tariffs and Trade) - der Reziprozitätsvorbehalt eingesetzt werden könnte, um den europäischen Binnenmarkt vor Wettbewerb von außen abzuschirmen ("Festung Europa").

Teilmärkte in diesem Bereich, sozusagen gemäß den Vorgaben der seinerzeit bestehenden Strukturen in den nationalen Regulierungssystemen, Stück für Stück abarbeitet, aber neueren Entwicklungen bei Finanzprodukten und -intermediären, insbesondere was derivative Finanzprodukte und die zunehmende Verwischung vormals bestehender institutioneller Grenzen zwischen verschiedenen Sparten in der Finanzintermediation wie auch zwischen Finanzintermediären - im ursprünglichen Sinne - und Finanzaktivitäten des früher sogenannten Publikums anlangt, noch recht wenig Rechnung trägt.³⁸

Betrachtet man einmal die wesentlichen strukturellen Veränderungen an den nationalen und internationalen Finanzmärkten über das letzte Jahrzehnt oder noch weiter zurück, so scheinen insbesondere folgende Gesichtspunkte wesentlich (Gowland, 1990):

- Die Bedeutung der (Geschäfts-)Banken in der Wirtschaft schwindet. Spareinlagen werden tendenziell durch konkurrierende Anlageformen obsolet, das Vorhalten von Zweitstellennetzen verliert aufgrund des technischen Fortschritts an Bedeutung. Die Banken geraten zunehmend in eine Klemme der sie betreffenden Disintermediation: sowohl die guten Kreditkunden wie auch die guten Einleger wandern ab.
- Der Kapitalmarkt und der Geldmarkt verschmelzen miteinander. Das bedeutet, daß vormals klar geschiedenen Sparten im Bankensystem, zum Beispiel zwischen Hypothekenbanken, Geschäftsbanken, Wertpapierhäusern, Sparkassen oder Bausparkassen, verschwimmen. Durch die zunehmende "securitization" von Einlagen wie Krediten verschwimmen zudem die Unterschiede zwischen einer Bankfinanzierung und einer Kapitalmarktfinanzierung.
- Finanzintermediäre lassen sich nicht mehr nur unter den traditionellen Branchenbezeichnungen fassen. Faktisch sind zum Beispiel Handelsunternehmen

³⁸ Eine gewisse Ausnahme bilden diesbezüglich die oben dargestellten Regeln der Solvabilitäts-Richtlinie, die den Banken vorschreiben, bestimmte, dort definierte Risiken aus dem außerbilanziellen Geschäft mit Eigenkapital zu unterlegen. Treibende Kraft bei der Weiterentwicklung der Aufsichtsnormen für den Handel mit Finanzderivaten sind bisher entsprechende Absprachen unter dem Dach der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (der Zentralbank der nationalen Zentralbanken) gewesen (in erster Linie der Baseler Ausschuß für Bankenaufsicht der Zehnergruppe). Darüber hinaus befassen sich eine Reihe weiterer internationaler Gremien mit der Weiterentwicklung der Aufsichtsnormen für die Finanzmärkte, so die Internationale Vereinigung der Wertpapieraufseher (IOSCO), der Beratende Bankenausschuß der EU, der EU-Versicherungsausschuß und eine informelle Gruppe von Banken-, Versicherungs- und Wertpapieraufsehern ("Tripartite-Group") [Deutsche Bundesbank, 1994a]. All diese Bemühungen zielen vornehmlich darauf ab, die Aufsichtsnormen für Finanzintermediäre den heutigen Gegebenheiten anzupassen. Aber das ist gewissermaßen der einfachere Teil der Übung. Der schwierigere Teil besteht in einer Aufsicht über offene Positionen, die Nicht-Finanzintermediäre (Unternehmen oder Private) an den Finanzmärkten eingehen dürfen sollen.

mittlerweile mit ihren Kredit-Kauf-Systemen, häufig in der Rechtsform einer Bank, selbst in die Rolle von großen Finanzintermediären hineingewachsen.

- Der Preiswettbewerb auf den Finanzmärkten hat sich verschärft. Anders gewendet sind allerorten überkommene Kartellverhaltensweisen, die sich unter den Bedingungen früherer staatlicher Vorschriften für Soll- und Habenzinsen oder durch andere Marktregulierungen unausweichlich eingestellt hatten, aufgebrochen worden.
- Der Wettbewerb auf den Finanzmärkten ist international geworden. Nationale Gewinnhochburgen, die unter dem Einfluß nationaler Regulierungssysteme haben ent- und bestehen können, werden unter dem Einfluß des internationalen Wettbewerbs geschliffen.
- Es haben sich viele neue Finanzmärkte entwickelt. Das betrifft vor allem früher nicht handelbare Anlagen (zum Beispiel aufgrund der "securitization" von Einlagen oder Krediten) und viele andere neue Märkte für Finanzderivate.
- Die Maßnahmen einzelner Länder zur Deregulierung ihrer Finanzmärkte haben starke Rückwirkungen auf die Regulierungspolitik in anderen Ländern gehabt.
- Die Preisschwankungen an den organisierten Wertpapiermärkten und an den Devisenmärkten haben zugenommen. Der Tatbestand als solcher scheint klar zu sein, über die möglichen Ursachen wird allerdings nach wie vor kontrovers diskutiert.³⁹

Zusammengenommen hat der Strukturwandel, der in den zurückliegenden Jahren an den Finanzmärkten stattgefunden hat und dem eine Deregulierung nationaler Ordnungssysteme teils den Weg geebnet, teils aber auch nur mehr oder weniger konstatierend begleitet hat, deutlich gemacht, daß sich die Bedingungen wie auch die Notwendigkeiten für eine staatliche Marktaufsicht erheblich gewandelt haben. Was die - tatsächlichen oder vermuteten - Notwendigkeiten anlangt, so stellt sich naturgemäß die im Kern ordnungspolitische Frage, welche öffentlichen Güter eine staatliche oder internationale Aufsicht der Finanzmärkte denn bereitstellen soll und auch kann unter den heutigen Gegebenheiten. Diesbezüglich scheinen vier Gesichtspunkte besonders bedeutsam zu sein:

- Erstens sollen die Finanzmärkte - ihrer ursprünglichen, dienenden Funktion gemäß - nicht destabilisierend auf die realwirtschaftliche Entwicklung wirken. Die Preisbildung an den Finanzmärkten sollte demgemäß die realwirtschaftlichen Grundlagen der gehandelten

³⁹ Zu einer Diskussion möglicher Erscheinungsformen und Ursachen sogenannter "funktionsloser" Preis- oder Kursschwankungen an Wertpapier- und Devisenmärkten vgl. etwa Horn [1994]. Probleme dieser Art stellen sich naturgemäß entsprechend bezüglich der Funktionsweise der internationalen Rohstoffmärkte. Zu theoretischen Erklärungsansätzen für eine - anscheinend funktionslose - Marktvolatilität vgl. etwa Shiller (1989) sowie De Long, Shleifer, Summers und Waldmann (1990).

Finanztitel widerspiegeln. Insbesondere in anbetracht der großen, scheinbar funktionslosen Wechselkursschwankungen in den letzten Jahrzehnten ist häufig nach neuen ordnenden staatlichen Markteingriffen zur "Zähmung" der Devisenmärkte, was hier naturgemäß ein Regime von internationalen Aufsichtsnormen erfordern würde, verlangt worden.

- Zweitens hat die Entwicklung der Märkte für Finanzderivate allem Anschein nach neue Systemrisiken mit sich gebracht (Deutsche Bundesbank, 1993c, 1994a), die teils im Grunde vorübergehender Natur sein mögen und nur gewissermaßen Kosten der Lernprozesse im Umgang mit neuen Finanzprodukten widerspiegeln, die teils aber auch darauf zurückzuführen sein mögen, daß überkommene Aufsichtsnormen zur Begrenzung von Marktrisiken an den Finanzmärkten bislang noch nicht hinlänglich auf diese neuen Märkte übertragen worden oder neue Aufsichtsnormen, die auf diese Märkte zugeschnitten sind, noch nicht geschaffen worden sind.
- Drittens wird, insbesondere was die Schaffung eines Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen in der EU anlangt, häufig als Kritik vorgebracht, daß es überhaupt an einem ordnungspolitischen Konzept für die Entwicklung der Finanzmärkte mangle (Assmann, 1993). Eine solche Frage auch nur zu stellen, heißt zugleich, die Notwendigkeit eines besonderen Ordnungskonzepts für die Finanzmärkte zu bejahen. Das Binnenmarktprogramm, so wird bemängelt, laufe im wesentlichen nur auf die Etablierung eines gemeinsamen Regulierungsdurchschnitts hinaus, enthalte aber kaum Antworten auf neue ordnungspolitische Fragen, wie sie sich heute stellen.
- Viertens geht es um die Frage, ob und inwieweit die neueren Entwicklungen an den Finanzmärkten die Wirksamkeit der nationalen Geldpolitik einschränken und welche Antworten darauf gefunden werden könnten, um die Handlungsfähigkeit der nationalen Geldpolitik wieder zu stärken (Bank for International Settlements, 1994b; Deutsche Bundesbank, 1994b).

Unter allen vier Gesichtspunkten scheinen einfache Antworten auf die aufgeworfenen Fragen nicht leicht zur Hand zu sein. Eine in Betracht zu ziehende Kur sollte je stets den Kriterien genügen, für sich genommen wirksam zu sein (neue Aufsichtsnormen sollten nicht durch die Marktteilnehmer umgangen und damit ausgehebelt werden können) und zudem auch Nutzen, zumindest mehr Nutzen als Schaden, zu stiften. Wenn es darum geht, nicht nur tatsächliche oder vermutete Unzulänglichkeiten in der Funktionsweise der Finanzmärkte aufzuzeigen und gegebenenfalls auch empirisch nachzuweisen, sondern darüber hinaus Wege im Vergleich zu heute zu überlegenen Rahmenbedingungen für die Finanzmärkte herauszuarbeiten, herrscht in der einschlägigen Literatur offenkundig fast durchweg eine gewisse Ratlosigkeit. Das wirft natürlich die naheliegende Frage auf, was man überhaupt von Diagnosen eines "Mißstandes" halten soll, wenn aber zugleich im Dunklen bleibt, wie sich ein besserer Zustand denn

gestalten ließe. Hierzu seien im folgenden einige Anmerkungen zu den oben genannten vier bedeutendsten Unzulänglichkeiten bei der Funktionsweise und der ordnungspolitischen Gestaltung der heutigen Finanzmärkte angebracht.

- Was die Schwankungen an den Devisenmärkten anlangt, so gibt es offensichtlich zwei extreme Möglichkeiten für die internationale Wirtschaftspolitik, nämlich alles zu lassen, wie es derzeit ist, oder ein System von festen Wechselkursen anzustreben.⁴⁰ Da letzteres Ziel, von regionalen Blockbildungen vielleicht abgesehen, völlig unrealistisch sein dürfte, konzentrieren sich Reformvorschläge auf die Verteuerung (durch Besteuerung) internationaler (grenzüberschreitender) Finanztransaktionen [Eichengreen, Tobin, Wyplosz, 1994; Garber, Taylor, 1994; Kenen, 1994]. Die Erfolgsaussichten einer solchen Strategie werden allerdings selbst von ihren Befürwortern skeptisch beurteilt, da bei freiem internationalen Kapitalverkehr die Umgehungsmöglichkeiten Legion sind und Beschränkungen des internationalen Zahlungs- und Kapitalverkehrs unter Umständen und dann so wohl nicht gewollt zurück in ein Regime der Devisenzwangswirtschaft führen könnten. Was diesbezüglich an Maßnahmen diskutiert wird, kann man auf einen realistischen Kern zurückführen, daß nämlich die Regeln für grenzüberschreitende Finanztransaktionen, auch solche mit Finanzderivaten, den Regeln für die Unterlegung offener Positionen durch haftendes Eigenkapital unterworfen werden, wo das bislang noch nicht der Fall sein sollte (Bank for International Settlements, 1994a, 1994b). Letzteres betrifft wohl insbesondere internationale Finanzgeschäfte von Produktionsunternehmen und des sonstigen Publikums, die nicht durch die bestehende Staatsaufsicht für Banken, Wertpapierhäuser und Versicherungen erfaßt werden.
- Aufgrund der geradezu explodierenden Märkte für Finanzderivate haben sich fraglos neue Systemrisiken eingestellt (Group of Thirty, 1993). Systemrisiken sind, im Prinzip wie seit eh und jeh, Adressenausfallrisiken, die im Falle ihres Eintritts, weil sie von anderen Marktteilnehmern falsch bewertet (eingeschätzt) worden sind, Kettenreaktionen nach sich ziehen können. Die Staatsaufsicht über die finanziellen Sektoren hat zwar in den letzten Jahren zunehmend die Vorsorge für Risiken aus dem außerbilanziellen Geschäft in ihre Regeln aufgenommen und ist weiter dabei, hier noch vermutete Lücken zu füllen; doch bleiben bislang die Aktivitäten der nichtfinanziellen Sektoren an den Finanzmärkten in erheblichem Maße außerhalb der Reichweite und der Zugriffsmöglichkeit staatlicher Aufsichtsinstanzen für die finanziellen Sektoren.

⁴⁰ Wie innerhalb von Bundesstaaten, wie den Vereinigten Staaten und der Bundesrepublik Deutschland, neuerdings auch angestrebt zwischen den Mitgliedstaaten der Europäischen Union auf der Grundlage des Maastricht-Vertrags.

- Das ordnungspolitische Defizit, das bei der zurückliegenden Deregulierung der Finanzmärkte im allgemeinen und bei der "Durchschnittsharmonisierung" der Aufsichtsnormen im Falle der EU im besonderen beklagt wird [Assmann, 1993], läßt sich zwar im Falle der EU mit der Rechtsharmonisierung auf einen wie auch immer bestimmten Durchschnitt und des damit fürderhin innerhalb der Union weitestgehend ausgeschalteten Politikwettbewerbs in mancherlei Hinsicht gut begründen. Eine offene Frage scheint indes zu sein, ob und inwieweit Deregulierung, internationale Marktöffnung und gegebenenfalls auch regionale Harmonisierung staatlicher Aufsichtsnormen, wenn diese Maßnahmen denn den Wettbewerb national und international fördern, eines eigenständigen ordnungspolitischen Konzepts (Überbaus) bedürfen sollen, dessen Fehlen beklagt wird.

- Die geldpolitische Handlungsfähigkeit der nationalen Zentralbanken scheint in der Tat über die letzten Jahre geringer geworden zu sein. Der lange Zeit zähe Widerstand der Deutschen Bundesbank gegen eine Zulassung reiner Geldmarktfonds in Deutschland (die erst durch das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz von 1994 und damit sehr viel später als in den wichtigsten Konkurrenzländern erlaubt wurden) erklärt sich nicht zuletzt unter dem Gesichtspunkt, eine Erosion der Wirksamkeit des bestehenden geldpolitischen Instrumentariums abzuwenden. Neuerdings scheint die Deutsche Bundesbank [1994a, 1994b] eine mögliche Beeinträchtigung ihrer geldpolitischen Steuerungsmöglichkeiten durch neuere Entwicklungen an den Finanzmärkten etwas gelassener zu beurteilen. Über diesen konkreten Fall hinaus ist jedoch in Rechnung zu stellen, daß die geldpolitische Autonomie der nationalen Zentralbanken in den zurückliegenden Jahren fraglos abgenommen hat. Die Aussagekraft von Geldmengendefinitionen, als mögliche Zielgrößen der Geldpolitik, ist zum Beispiel zurückgegangen. Das Bankensystem, an dem die Maßnahmen der Geldpolitik unmittelbar ansetzen, hat in der Finanzintermediation an Bedeutung verloren (das sind die Auswirkungen der sogenannten Disintermediation). Unter diesen Umständen ist eine Diskussion darüber entstanden, welche Zielgrößen eine auf Preisniveaustabilität ausgerichtete Geldpolitik eigentlich sinnvollerweise anstreben solle und auch könne.

Zusammengenommen ergibt sich aus alledem ein eher diffuses Bild. Festzustehen scheint, daß die überkommenen Aufsichtsnormen für die Finanzmärkte, wie sie heute noch bestehen, im Vergleich zu früher an Wirksamkeit eingebüßt haben. Zugleich wird auf nationaler und internationaler Ebene eine Ausweitung der Aufsichtsnormen auf sogenannte außerbilanzielle Geschäfte mit Finanzderivaten angestrebt (Group of Thirty, 1993), soweit das nicht schon erfolgt ist. Dabei stellt sich notwendig die Frage, wie die Geschäfte von Nicht-Finanzintermediären mit Finanzderivaten, von denen gleichfalls erhebliche Systemrisiken ausgehen können, in solche neuen Aufsichtsnormen einbezogen werden könnten.

IV. Schlußbemerkungen

Kapital kennt bekanntlich keine nationalen Grenzen und ist, einem anderen Wort zufolge, scheu wie ein Reh. Beim heutigen Stand der Kommunikationstechnik können in Sekundenschnelle Finanztransaktionen rund um den Globus abgewickelt werden. Die enge internationale Vernetzung zwischen den nationalen Finanzzentren hat allem Anschein nach stark dazu beigetragen, daß die Marktvolatilität an allen Wertpapier- und Devisenmärkten in den letzten Jahren erheblich gestiegen ist. Signale für Preis- oder Kursänderungen an einzelnen Finanzplätzen lösen simultan auch entsprechende Reaktionen an anderen Finanzplätzen aus, weil der Informationsstand, zumindest was die wichtigeren Indikatoren anlangt, sich bei den Akteuren auf den Finanzmärkten international kaum noch unterscheidet. Manche Beobachter gehen deshalb so weit, von einem globalen Herdentrieb auf den Finanzmärkten zu sprechen. Marktübertreibungen würden nicht schon in einem frühen Stadium durch Ausgleichsgeschäfte gedämpft, sondern nährten weitere Marktübertreibungen, bis endlich einmal die Welle doch kippte. Sei dem, wie es sei: Die kräftigen Kursschwankungen und die auch längerfristig anhaltenden Übertreibungen nach oben oder nach unten an den Finanz- und Devisenmärkten scheinen auch den Fachleuten Rätsel aufzugeben.

Die Möglichkeiten wie die Notwendigkeiten einer staatlichen Aufsicht über die Finanzmärkte scheinen sich auf jeden Fall in den letzten Jahrzehnten erheblich geändert zu haben. Die vormals bestehenden nationalen Aufsichtssysteme sind weithin zusammengebrochen, teils indem sie aktiv durch die Regulierungsmaßnahmen abgebaut worden sind, teils indem sie durch vielfältige Finanzinnovationen und die Globalisierung der Finanzgeschäfte, die ihrerseits durch die zunehmende Durchsetzung des Postulats eines freien internationalen Kapitalverkehrs begünstigt worden sind, von unten her, also vom Marktgeschehen her, obsolet geworden sind. Hinter den Zustand eines freien internationalen Zahlungs- und Kapitalverkehrs gibt es offensichtlich kein Zurück. Damit stellt sich die Frage, wie unter den heutigen Verhältnissen eine staatliche nationale oder internationale Marktaufsicht der Finanzmärkte beschaffen sein sollte, welchen Zielen sie dienen sollte und mit welchen Maßnahmen sie diese Ziele anstreben sollte. Dabei gilt es auch, die heute gegebenen institutionellen Rahmenbedingungen für eine Marktaufsicht in Rechnung zu stellen. Es gibt im Prinzip nur eine nationale Aufsicht, die zwar in mancherlei Hinsicht durch internationale Kooperationen zwischen nationalen Aufsichtsbehörden ergänzt wird, aber diese Aufsicht endet im Prinzip an den Landesgrenzen. Zwischen den nationalen Aufsichtsräumen gibt es gewissermaßen ein extra-territoriales Gebiet, vergleichbar mit der hohen See im Recht für die Seeschifffahrt, das sich außerhalb der Reichweite der Aufsichtsbehörden befindet. Hier besteht offensichtlich eine Analogie zur Wettbewerbspolitik, die gleichfalls auf den nationalen Raum beschränkt ist, wengleich auch hier ergänzt durch vielerlei internationale Absprachen zur Kooperation. Im Falle der Aufsicht über die Finanzmärkte kommt hinzu, daß es viele Finanzplätze gibt, die sogenannten Offshore-Plätze, an denen ohnehin auf eine stringente

Aufsicht der Finanzmärkte verzichtet wird. Angesichts der bestehenden starken Vernetzung der internationalen Finanzplätze geht von diesen Offshore-Plätzen natürlich ein starker Druck auf andere Finanzplätze aus, die Aufsichtsnormen weiter zu verringern.

Ein Ausweg, der sich unter diesen Umständen den an einer Marktaufsicht interessierten Ländern anbietet, besteht darin, sich zu einem Club zusammenzuschließen und dabei Mindestaufsichtsnormen zu bestimmen, die als für alle diese Länder für notwendig erachtet werden, um eine Destabilisierung der internationalen Finanzmärkte wie auch der nationalen Finanzmärkte zu verhindern und negative Rückwirkungen auf den Gang der realen Wirtschaft zu vermeiden. Im Binnenverhältnis läuft eine solche Club-Lösung auf eine wechselseitige Anerkennung nationaler Aufsichtsnormen hinaus. Im Außenverhältnis kann man die Aufgabe bei einer solchen Club-Lösung auch darin sehen, daß die Mitgliedsländer des Clubs ihren Einfluß geltend machen, damit Außenseiter-Finanzplätze auch Mindestaufsichtsnormen einführen und aufrechterhalten.

Aus den Erfahrungen mit dem EG-Binnenmarktprogramm für Finanzdienstleistungen kann man vor allen Dingen zweierlei Schlüsse ziehen: Der erste besteht darin, daß es offensichtlich keiner neuen internationalen Institutionen bedarf, um den grenzüberschreitenden Verkehr mit Finanzdienstleistungen zu überwachen. Im Prinzip können schlicht und einfach Vereinbarungen zwischen den Staaten das leisten, was häufig als Notwendigkeit für die Einführung einer neuen internationalen Aufsichtsbehörde angeführt wird. Zum zweiten aber, und darin zeigt sich eine gewisse Rückständigkeit bei der Verwirklichung des Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen in der EG, sollten Aufsichtsnormen nicht vergangenen Entwicklungen hinterzulaufen, sondern die Entwicklung mitzugestalten suchen. Das Binnenmarktprogramm der EG bei Finanzdienstleistungen kann man insgesamt als eine Art Vergangenheitsbewältigung einschätzen. All diese Normen sind, von geringfügigen Ausnahmen abgesehen, nicht für die Zukunft gerüstet. Man mag dies der Trägheit der Institutionen anlasten, die darunter leiden, daß der ein oder andere Mitgliedstaat sich noch nicht einmal mit dem Umstand eines freien internationalen Zahlungs- und Kapitalverkehrs befreunden kann, während andere Mitgliedstaaten bereits über die künftigen Bedingungen für das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten nachzudenken pflegen. Es gibt also eine gewisse Ungleichzeitigkeit in der Betrachtung dessen, was sich gegenwärtig abspielt, was die Mitgliedstaaten der EG unterscheidet, und zwar häufig stärker unterscheidet, als was die weltoffeneren Finanzplätze in der EG von Drittländern unterscheidet.

In bezug auf die wohl wichtigsten Problemfelder bei den Finanzmärkten heute im einzelnen, nämlich

— der Sicherung der geldpolitischen Steuerung,

- der Eindämmung der Marktvolatilität an den Wertpapier- und Devisenmärkten und
- der Eingrenzung der in den letzten Jahren neu entstandenen Systemrisiken aufgrund des explosionsartig gestiegenen Handels mit Finanzderivaten,

gibt es bislang wenig mehr als erste Ansätze zu Konzepten dafür, auf welche Weise die Ordnungsrahmen für die Finanzmärkte umgestaltet werden müßten, um den angestrebten Zielen zu dienen, ohne zugleich den großen Nutzen, den die Entwicklung an den Finanzmärkten in den letzten Jahrzehnten fraglos auch hervorgebracht hat, zu gefährden.

Für die Geldpolitik ergeben sich zum Beispiel beträchtliche neue Schwierigkeiten durch die Verbriefung von Kreditbeziehungen, die auf der ganzen Welt erheblich zugenommen hat und zu einer der wichtigsten Erscheinungen im Innovationsprozeß an den internationalen Finanzmärkten geworden ist. Eine Verbriefung der Kreditbeziehungen erhöht die Liquidität der Forderungsbestände, führt zu einer höheren Umschlaghäufigkeit an den Wertpapiermärkten und macht die Märkte insgesamt anfälliger für Stimmungsumschwünge. Für die Zentralbank wird es schwieriger, ihre geldpolitischen Zielgrößen operational abzugrenzen und die Auswirkungen ihrer geldpolitischen Schritte auf die Finanzmärkte richtig einzuschätzen.

Was die gestiegene Marktvolatilität an den Devisenmärkten anlangt, so mangelt es nicht an ad hoc-Erklärungen in dieser oder jener Marktphase, und bei allen kurzfristigen Ausschlägen nach oben oder nach unten mag vielleicht auch die alte Erklärung ausreichen, daß die Märkte eben zur Übertreibung neigten. Auch wird häufig ein angebliches Fehlverhalten der geld- und währungspolitischen Instanzen einzelner Länder als Ursache diagnostiziert. Aber bezüglich der wohl entscheidenden Frage, womit denn die in der Vergangenheit aufgetretenen großen langfristigen Schwingungen in den Wechselkursen zwischen den Währungen wichtiger Länder erklärt werden könnten, herrscht der Eindruck einer allgemeinen Ratlosigkeit vor.

Auf die neuen Systemrisiken, die aus dem Handel mit Finanzderivaten (außerhalb der Bilanz) entstehen könnten, haben die Aufsichtsbehörden gewissermaßen auf traditionelle Weise im wesentlichen damit reagiert, daß sie den Handel mit Finanzderivaten zunehmend ähnlichen Regeln über Solvabilität und Meldepflichten unterworfen haben, wie sie schon seit jeher für das bilanzielle Geschäft der Kreditinstitute gelten.⁴¹ Solche Eigenkapitalregeln gelten bislang nur für Kreditinstitute, und für diese im wesentlichen auch nur für sogenannte offene Positionen, die nicht durch Gegengeschäfte gedeckt sind. Über richtige Meßmethoden zur Feststellung solcher offenen Positionen im Handel mit Finanzderivaten wird derzeit

⁴¹ Hierzu ist anzumerken, daß Geschäfte an Terminmärkten, die - wegen der großen Hebelwirkung bei solchen Finanzinstrumenten - ein hohes Zukunftsrisiko in sich bergen können, schon seit jeher üblicherweise mit Haftungskapital zu unterlegen gewesen sind.

kontrovers diskutiert. Bei der kaum überschaubaren Vielzahl von Finanzderivaten und Kombinationen von Finanzderivaten kann es aber trotzdem immer wieder vorkommen - und ist auch in der Vergangenheit vorgekommen -, daß große Verluste entstanden sind, obwohl man sich dagegen geschützt glaubte. Davon abgesehen stellen sich vor allem noch zwei wichtige Fragen: Erstens treten auch große Unternehmen außerhalb des Finanzsektors als große Spieler an den Finanzterminmärkten auf, aus deren Geschäften auch leicht Systemrisiken erwachsen könnten. Zweitens ist zu bedenken, daß Finanztermingeschäfte idealtypisch der Absicherung von Risiken bei Basisgeschäften dienen. Werden Finanzterminkontrakte durch Auflagen der Marktaufsicht zu sehr verteuert, so vergrößert das tendenziell die Risiken, die bei den Basisgeschäften einzugehen sind.

Insgesamt betrachtet hat es nicht nur den Anschein, daß die Aufsichtsbehörden auf den Strukturwandel an den Finanzmärkten bisher nur unzureichend reagiert haben oder einfach ratlos sind, wie sie reagieren sollten. Es drängt sich auch der Eindruck auf, daß in den letzten Jahren etwas in Vergessenheit geraten ist, was die ursprünglichen Funktionen der Finanzmärkte anlangt. Dabei geht es bekanntlich vor allem um zwei Aspekte, nämlich um die Transformation der Ersparnisse in die Kapitalbildung und um die gesamtwirtschaftlich optimale Allokation von Risiken (Hellwig, 1994) bei den Adressen, die solche offenen Positionen am ehesten zu tragen vermögen (ganz im Sinne des Coase-Theorems).

Anhang A - Finanzinnovationen

Der rasche Fortschritt bei den Finanzinnovationen in den letzten Jahrzehnten hat fast revolutionäre Veränderungen in den Wahlmöglichkeiten bei den Finanzinstrumenten, die den Unternehmen und Investoren zur Verfügung stehen, mit sich gebracht. Zu einem beträchtlichen Teil hat es sich dabei um Innovationen zur Umgehung staatlicher Regulierungen an den Finanzmärkten gehandelt, zumal im Falle der Länder mit einem Trennbankensystem Geschäftsbanken dürfen, im Grundsatz zumindest, keine Wertpapiergeschäfte betreiben, und Wertpapierhäuser oder Investmentbanken sind entsprechend vom Einlagen- und Kreditgeschäfts ausgeschlossen - wie in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich.

Die Faktoren oder Zielgrößen, die hauptsächlich die Innovationen bei den Finanzinstrumenten angeregt haben, lassen sich nach zehn Kriterien eingruppiieren (Finnerty, 1992).

1. Möglichkeiten, Risiken in bestimmten Erscheinungsformen, zum Beispiel Kreditrisiken oder Liquiditätsrisiken, zu verringern oder Risiken von einem Marktteilnehmer auf andere zu verlagern, die risikofreudiger sind oder die Risiken zu geringeren Kosten tragen können;
2. Senkung der "agency costs": Es gibt einen inhärenten Interessenkonflikt zwischen dem Finanzmanagement der Unternehmen, den Aktionären (allgemeiner: den Haltern von Beteiligungskapital) und den Haltern von Schuldverschreibungen der Unternehmen; neuere Formen von Schuldverschreibungen und Finanzderivaten etwa erleichtern es den Haltern der Schuldverschreibungen von Unternehmen, sich gegen eine Verschlechterung in der Kreditwürdigkeit des Schuldners abzusichern;
3. Verringert Emissionskosten (allgemeiner: Transaktionskosten) für Wertpapiere: Hier sind etwa "roll-over"-Emissionen oder Direktplazierungen beim Publikum zu nennen;
4. Ausnutzen von Asymmetrien im Steuersystem: Die Erfindung der Null-Koupon-Anleihen wird zum Beispiel darauf zurückgeführt, daß die Bestimmungen für die Besteuerung von Kapitalerträgen in der Vergangenheit durchweg auf Koupon-Anleihen zugeschnitten waren;
5. Wandel gesetzlicher Bestimmungen und der Marktregulierung: Hierunter fallen zum Beispiel Erweiterungen oder Einschränkungen bei der Definition des Eigenkapitals von Banken, die der Anwendung der Regeln über die Solvabilität zugrunde liegen, und Veränderungen der Regeln über die Solvabilität;

6. Das Niveau und die Volatilität der Zinssätze: Finanzkapitalgeber und -nehmer können sich durch mancherlei neue Finanzinstrumente gegen ihren Erwartungen und Wünschen zuwiderlaufende Entwicklungen absichern;
7. Niveau und Volatilität von Wertpapierkursen und Wechselkursen: vielfältige Formen von Finanztermingeschäften erlauben es den Marktteilnehmern, sich gegen unerwünschte Risiken der künftigen Marktentwicklung abzusichern oder erwünschte Risiken einzugehen;
8. Neue Forschungsergebnisse auf dem Gebiet der Finanzmärkte: Die Entwicklung der Märkte für Finanztermingeschäfte und Optionen ist ganz wesentlich durch Fortschritte in der akademischen Forschung begünstigt worden, die zu Modellen und Verfahren geführt haben, die es erlauben, solche Geschäfte besser untersuchen und bewerten zu können;
9. Verbesserte Regeln für die Bilanzierung und die Gewinnermittlung: die Bilanz ist gewissermaßen das öffentliche Gesicht der Unternehmen und zugleich die Grundlage für seine Bewertung am Markt;
10. Technischer Fortschritt und andere Faktoren: Die Fortschritte in der Informationstechnik haben zu einem außerordentlichen Rückgang der Transaktionskosten an den Finanzmärkten geführt und vielfach erst den Boden für neue Finanzinstrumente bereitet.

Zusammengenommen können innovative Finanzinstrumente die Effizienz bei der Allokation des Finanzkapitals erheblich verbessern, indem sie dazu beitragen, die Liquiditätsrisiken zu verringern, die Risiken zwischen den Marktteilnehmern ökonomisch effizient zu plazieren, "agency costs" abzubauen, Emissionskosten für Wertpapiere zu senken und die Auswirkungen von Asymmetrien im Steuersystem einzuschränken.

Im folgenden sind knapp hundert Finanzinnovationen aus den letzten Jahrzehnten aufgelistet, die im Falle der Vereinigten Staaten als die wichtigsten gelten können. Es werden die amerikanischen/englischen Bezeichnungen ausgewiesen, weil es vielfach überhaupt keine entsprechenden deutschen Begriffe gibt und die amerikanischen/englischen Bezeichnungen im Zuge der Globalisierung der Finanzmärkte international üblich geworden sind. Die Ziffern in der Klammer hinter der Bezeichnung für die Finanzinnovation geben an, welche Faktoren von den zehn oben genannten in diesem Falle als bedeutsam eingeschätzt werden (zusammengestellt nach Finnerty [1992]):

Adjustable rate convertible notes (4,9)
Adjustable rate preferred stock (1,4,5,6)
Adjustable/variable rate mortgages (1,6)
All-saver certificates (5,6)
Americus Trust (1,5)
Annuity notes (10)
Auction rate capital notes (4,5)
Auction rate notes/debentures (1,2,3,6)
Auction rate preferred stock (1,4,6)
Bull and bear CDs (1,3)
Capped floating rate notes (1,6)
Collateralized commercial paper (1)
Collateralized mortgage obligations / Real estate mortgage investment conduits (1,3,5)
Collateralized preferred stock (1,4,6)
Commercial real estate-backed bonds (1)
Commodity-linked bonds (1,5,7)
Convertible exchangeable preferred stock (3,4,9)
Convertible mortgages/reduction option loans (3,6)
Convertible reset debentures (2)
Currency swaps (1,5)
Deep discount/zero coupon bonds (1,4,6)
Deferred interest debentures (1,4,5,6,10)
Direct public sale of securities (3,5)
Dividend reinvestment plan (3,4,5,10)
Dollar BLS (1,6)
Dual currency bonds (1,5)
Employee stock ownership plan (3,4,5,9,10)
Eurocurrency bonds (6)
Euronotes/Euro-commercial paper (1,3)
Exchangeable auction rate preferred stock (1,3,4,6)
Exchangeable remarketed preferred stock (1,3,4,6)
Exchangeable variable rates notes (3,6)
Exchange traded options (1,8)
Extendible notes (1,3)
Financial futures (1,8,10)
Floating rate/adjustable rate notes (1,6)
Floating rate extendible notes (1,3,6)
Floating rate, rating sensitive notes (1,2,6)
Floating rate tax-exempt notes (1,6)
Foreign-currency-denominated bonds (1,6)
Foreign currency futures and options (1,8,10)
Forward rate agreements (1,6)
Gold loans (1,7)
High-yield (junk) bonds (3,6,8)
Increasing rate notes (2)
Indexed currency option notes/Principal exchange rate linked securities (1,5,6)
Indexed floating rate preferred stock (1,4,6)
Indexed sinking fund debentures (1,3,6,10)
Interest rate caps/floors/collars (1,6)

Interest rate futures (1,6,8)
Interest rate reset notes (2)
Interest rate swaps (1,5,6)
Letter of credit/surety bond credit support (1,10)
Mandatory convertible/equity contract notes (4,5)
Master limited partnership (4)
Medium-term notes (3)
Money market notes (1,6)
Mortgage-backed bonds (1)
Mortgage pass-through securities (1,3)
Negotiable CDs (3)
Noncallable long-term bonds (1)
Options on futures contracts (1,6,8)

Paired common stock (1)
Participating bonds (1,2)
Pay-in-kind debentures (3,10)
Perpetual bonds (1,3)
Poison put bonds (2)

Puttable/adjustable tender bonds (1,3,6)
Puttable common stock (1,2,9)
Puttable convertible bonds (1,2,6)
Puttable-extendible notes (1,2,3)
Real estate-backed bonds (1)
Real yield securities (1,3,7)
Receivable-backed securities (1,10)
Remarketed preferred stock (1,4,6,10)
Remarketed reset notes (1,2,3)
Serial zero-coupon bonds (1,4,6)
Shelf registration process (3,5,6)
Single-point adjustable rate stock (1,3,4,6)

Standard & Poor's indexed notes (1,7)

Stated rate auction preferred stock (1,2,4,6)
Step-up put bonds (1,6)
Stock index futures and options (1,7,8)
Stripped mortgage-backed securities (1,5,10)
Stripped municipal securities (1,5,6)
Stripped US Treasury securities (1,4,5,6)
Synthetic convertible debt (4,9)
Tuition futures (1,7)
Unbundled stock units (1,4)
Universal commercial paper (1)
Variable coupon/rate renewable notes (1,3,5)
Variable cumulative preferred stock (1,2,3,4,6)
Variable duration notes (1,6)
Warrants to purchase bonds (1,6)
Yield curve/maximum rate notes (1,5,6)

Zero-coupon convertible debt (4,10)

Anhang B - Glossarium zu neuen Finanzinstrumenten

Cap

Obergrenze für den Zinsanstieg, der bei Finanzgeschäften mit Gleitzins-Vereinbarung zum Tragen kommen soll, beziehungsweise Obergrenze für den Kursanstieg von Wertpapieren oder Devisen bei Termin- und Optionsgeschäften ("Deckel").

Collar

Vereinbarung über eine Ober- und eine Untergrenze für die Zinsveränderung, die bei Finanzgeschäften mit Gleitzins-Vereinbarung zum Tragen kommen soll, beziehungsweise Vereinbarung über eine Ober- und Untergrenze für die Kursentwicklung von Wertpapieren oder Devisen bei Termin- und Optionsgeschäften ("Bandbreite").

Floor

Untergrenze für die Zinssenkung, die bei Finanzgeschäften mit Gleitzins-Vereinbarung zum Tragen kommen soll, beziehungsweise Untergrenze für den Kursrückgang von Wertpapieren oder Devisen bei Termin- und Optionsgeschäften ("Boden").

Derivative instruments

"Abgeleitete" Finanzinstrumente, denen eine Vereinbarung über irgendwelche anderen Finanzprodukte zugrunde liegt, zum Beispiel Swaps, Termingeschäfte oder Optionen. Finanzderivate können dazu dienen, "offene Positionen" abzusichern, Arbitragemöglichkeiten zu nutzen oder einfach zu spekulieren. Der Wert oder Preis eines Finanzderivats hängt vom Wert oder Preis des zugrunde liegenden Finanzprodukts ab ("Geschäfte über Geschäfte").

Dynamic hedging

Hierbei geht es um eine laufende Absicherung gegen im Zuge der Marktentwicklung neu entstehende offene Positionen ("dynamische Gegengeschäfte").

Financial futures

Allgemeine Bezeichnung für Finanztermingeschäfte, die sich insbesondere auf verzinsliche Wertpapiere, Zinssätze, Aktienkurse, Devisenkurse oder Indices für dieselben beziehen. Typischerweise handelt es sich um einen Kontrakt, nach dem zu einem bestimmten künftigen Termin ein bestimmtes Finanzprodukt zu einem vorher bestimmten Preis ge- und verkauft wird. Häufig sehen Finanzterminkontrakte nicht die konkrete Abwicklung des Geschäfts in den zugrundeliegenden Finanzprodukten vor, sondern erfordern lediglich einen Saldenausgleich entsprechend den Marktbedingungen am Abwicklungstermin.

Fortsetzung Anhang B

Forward rate agreement (FRA)

Dies betrifft Vereinbarungen, in denen Finanzkapitalgeber und -nehmer übereinkommen über die Bedingungen für Kreditverträge, die in der Zukunft wirksam werden sollen.

Implicit volatility

In der Volatilität eines Wertpapiers oder des Kurses irgendeines anderen Finanzprodukts spiegelt sich die am Markt bestehende Unsicherheit über die künftige Entwicklung der Marktpreise. Man kann, in einer rein theoretischen Betrachtung, darüber mutmaßen, ob und inwieweit sich aus einem am Markt beobachtbaren Optionspreis, der als "Versicherungsprämie" interpretiert werden kann, die implizite Volatilität als Preisbestandteil berechnen läßt. Das Optionspreismodell von Black und Scholes [1986] oder Varianten davon laufen auf die Aussage hinaus, daß der arbitragefreie Optionspreis unter bestimmten Bedingungen im einfachsten Fall nur von fünf Determinanten bestimmt wird, nämlich (1) vom Preis des zugrunde liegenden Finanzprodukts, (2) vom Basispreis der Option, (3) von der Restlaufzeit der Option, (4) von dem geltenden Zins für risikolose Anlagen und (5) von der Volatilität der Preisänderungen des zugrunde liegenden Aktivums.

Option

Das Recht, ein Wertpapier oder eine Devisen innerhalb einer bestimmten Frist oder am Ende einer solchen Frist zu einem vorher bestimmten Preis zu kaufen (Call-Option) oder zu verkaufen (Put-Option), das aber nicht eine Verpflichtung einschließt, ein solches Recht wahrzunehmen, macht das Wesen einer Option aus.

Warrants

Warrants ("Genussscheine") geben die Option, künftig die dieser Vereinbarung zugrunde liegenden Wertpapiere zu erwerben zu vorher ausgedachten Konditionen.

Financial swaps

Die verbreitetste Form sind Zinssatz-Swaps, bei denen Gleichtzins-Vereinbarungen und Festzins-Vereinbarungen aufeinander abgestimmt werden, um das Entstehen offener Positionen zu vermeiden.

Swaption

Dies ist eine Option auf die Durchführung von Finanzswaps.

Fortsetzung Anhang B

Securities loan

Zeitweilige Übertragung der Verfügungsrechte über Finanztitel von einem Finanzkapitalgeber an einen Finanzkapitalnehmer, bei dem sich letzterer verpflichtet, nach Ablauf der vereinbarten Frist Finanztitel identischer Art und Qualität zurückzuerstatten. Der Verleiher erhält vom Leihher eine Prämie für die zeitweilig überlassenen Finanztitel, der Leihher kann die überlassenen Finanztitel nutzen, um zum Beispiel eine Fristenkongruenz bezüglich seiner ausstehenden Forderungen und Verbindlichkeiten herzustellen (vorübergehend zu erwartende offene Positionen abzusichern).

Securitization

Wertpapiermäßige Unterlegung von Kreditforderungen, bei der auf Krediten oder Hypotheken basierende handelbare Wertpapiere ausgegeben werden, die am Markt verkauft oder verliehen werden können und den neuen Verfügungsberechtigten zum letzten Gläubiger bezüglich der zugrunde liegenden Kredite machen;

Repackaging

Aufspaltung der bei Kreditgeschäften sonst üblichen Bündelung ("packaging") der einzelnen Komponenten in einem Krontrakt (zum Beispiel Kreditsicherheiten, Kreditrisiken, Zinsdienst, Tilgung, Fristen beim Kapitaldienst), auf deren Grundlage dann jeweils für sich genommen, gegebenenfalls neu gebündelt mit anderen Titeln gleicher Art und Qualität, durch "securitization" handelbare Wertpapiere geschaffen werden können.

Quelle: Eigene Zusammenstellung

Literaturverzeichnis

- Akmann, Michael, "Die EG-Eigenmittelrichtlinie". In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 4, 1990, S. 186-194.
- Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften (Abl. EG), Rechtsvorschriften, Luxemburg, lfd. Jgg.
- Allen, Beth, "Information as an Economic Commodity". In: The American Economic Review, Vol. 80, 1990, Papers and Proceedings, S. 268-273.
- Andersen Consulting, Insurance in a Changing Europe 1990-95. London 1990.
- Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen (1990), Jahresbericht 1989. O. O., o. J. (Frankfurt am Main, ca. März 1990).
- Assmann, Hans-Dieter, "Die rechtliche Ordnung des europäischen Kapitalmarkts. Defizite des EG-Konzepts einer Kapitalmarktintegration durch Rechtsvereinheitlichung". In: Ordo, Band 44, 1993, S. 87-119.
- Bank for International Settlements, Recent Innovations in International Banking. Report of a Study Group established by the Central Banks of the Group of the Ten Countries. Basle 1986.
- (1994a), A Discussion Paper on Public Disclosure and Credit Risks by Financial Intermediaries. Basle 1994.
- (1994b), Macroeconomic and Monetary Policy Issues Raised by the Growth of Derivatives Markets. Basle, November 1994.
- Black, Fischer, Myron Scholes, "Teoria de valoración de opciones y fincas de empresa". In: Información comercial española: Cuadernos económicos. Vol. 32, 1986, S. 33-50.
- Buck, Petra, "Drittländerbehandlung auf dem europäischen Kapitalmarkt". In: Wolfgang Graf Vitzthum (Hrsg.), Europäische und Internationale Wirtschaftsordnung aus der Sicht der Bundesrepublik Deutschland. Baden-Baden 1994, S. 113-136.
- Büschgen, Hans E., Bankbetriebslehre. Bankgeschäft und Bankmanagement. 2., vollständig neu bearbeitete Auflage, Wiesbaden 1989.
- Cecchini, Paolo (in Zusammenarbeit mit Michel Catinat und Alexis Jacquemin), Europa '92. Der Vorteil des Binnenmarktes. Deutsche Bearbeitung: Michael Stabenow. Baden-Baden 1988.
- Crawford, Vincent, Joel Sobel, "Strategic Information Transmission". In: Econometrica, Vol. 50, 1982, S. 1431-1451.
- Degenhart, Heinrich, Zweck und Zweckmäßigkeit bankaufsichtlicher Eigenkapitalnormen. Berlin 1987.
- De Long, J. Bradford, Andrei Shleifer, Laurence H. Summers, Robert J. Waldmann, "Noise Trader Risk in Financial Markets". In: Journal of Political Economy, Vol. 98, No. 4, 1990, S. 703-738.

- Deutsche Börse AG (Hrsg.), Deutsche Börsen. Jahresbericht 1993. Frankfurt o. J. (ca. März 1994).
- Deregulierungskommission, Unabhängige Expertenkommission zum Abbau marktwidriger Regulierungen, Marktöffnung und Wettbewerb. Bonn 1990.
- Deutsche Bundesbank (1990a), Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1989. Frankfurt am Main o. J. (Stand in der Regel 01.04.1990).
- (1990b), "Die neuen Grundsätze I und Ia über das Eigenkapital der Kreditinstitute". In: Monatsberichte. Frankfurt am Main, August 1990, S. 39-46.
 - (1993a), "Die Vierte Novelle des Kreditwesengesetzes - ein weiterer Schritt zum europäischen Bankenmarkt". Monatsbericht, Januar 1993, S. 35-42.
 - (1993b), "Grundsätze über das Eigenkapital und die Liquidität der Kreditinstitute". Monatsbericht, März 1993, S. 49-63.
 - (1993c), "Off-balance-sheet activities of German banks". Monatsbericht, Oktober 1993, S. 45-67.
 - (1994a), "Finanzkonglomerate und ihre Beaufsichtigung". Monatsbericht, April 1994, S. 49-61.
 - (1994b), "Geldpolitische Implikationen der zunehmenden Verwendung derivativer Finanzinstrumente". Monatsbericht, November 1994, S. 41-57.
 - (1994c), "Die Fünfte Novelle des Kreditwesengesetzes. Ein weiterer Schritt zur Harmonisierung der europäischen Bankenaufsichtsregelungen". Monatsbericht, November 1994, S. 59-67.
- Duwendag, Dieter, (Hrsg.), Europa-Banking. Bankpolitik im Europäischen Finanzraum und währungspolitische Integration. Baden-Baden 1988.
- Eichengreen, Barry, James Tobin and Charles Wyplosz, "Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance". *The Economic Journal*, Vol. 105, 1995, pp. 162-172.
- Farny, Dieter (1989), "Erwartungen europäischer Versicherer an den Binnenmarkt". In: *Zeitschrift für die gesamte Versicherungswirtschaft*, Bd. 78, Heft 1/2, 1989, S. 67-106.
- Finnerty, John D., "Financial Engineering". In: Peter Newman, Murray Milgate, John Eatwell (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Money & Finance*. Vol. 2, London and Basingstoke, 1992, S. 56-63.
- Finsinger, Jörg, "Zur Liberalisierung des Preiswettbewerbs in der Versicherungswirtschaft". In: Hellmuth St. Seidenfus (Hrsg.), *Deregulierung - eine Herausforderung an die Wirtschafts- und Sozialpolitik in der Marktwirtschaft*. Berlin 1989, S. 129-148.
- , Julian Tapp, Elizabeth Hammond, *Insurance: Competition or Regulations? A Comparative Study of the Insurance Markets in the United Kingdom and the Federal Republic of Germany*. London 1985.

- Follak, Klaus-Peter (1988a), "Der Eigenkapitalbegriff: Eckpfeiler einer internationalen Harmonisierung der Bankenaufsicht" (Teil I). In: Bank-Archiv, Bd. 36, 1988, 6, S. 527-544.
- (1988b), "Der Eigenkapitalbegriff: Eckpfeiler einer internationalen Harmonisierung der Bankenaufsicht" (Teil II). In: Bank-Archiv, Bd. 36, 1988, 7, S. 667-682.
- Gaddum, Johann W., "Harmonisierung der Bankenaufsicht in der EG". In: Dieter Duwendag (Hrsg.), Europa-Banking. Baden-Baden 1988, S. 111-129.
- Garber, Peter M., Mark P. Taylor, "Sand in the Wheels of Foreign Exchange Markets: A Sceptical Note". The Economic Journal, Vol. 105, 1995, S. 173-180.
- Gowland, David, The Regulation of Financial Markets in the 1990's. Edward Elgar: Aldershot 1990.
- Grossman, Sanford J., Joseph E. Stiglitz, "Information and Competitive Price Systems". In: The American Economic Review, Vol. 66, 1976, S. 246-253.
- , "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets". In: The American Economic Review, Vol. 70, 1980, S. 393-408.
- Group of Thirty, Global Derivatives Study Group, Derivatives: Practices and Principles. Washington, D.C., 1993.
- Hasche-Preuße, Christine, "Europäischer Finanzraum - Perspektiven für die Kapitalmärkte, die Finanzindustrien und die Währungspolitik". In: Kredit und Kapital, 22. Jg., 1989, Heft 1, S. 138-165.
- Hawawini, Gabriel, Bertrand Jacquillat (1990), "European Equity Markets: Towards 1992 and Beyond". In: Jean Dermine (Ed.), European Banking in the 1990s. Oxford. S. 67-101.
- Hayek, Friedrich A. von, Der Wettbewerb als Entdeckungsverfahren. Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, Kieler Vorträge, 56, Kiel 1968.
- Hellwig, Martin, "Liquidity provision, banking, and the allocation of interest rate risk". European Economic Review, Vol. 38, 1994, S. 1363-1389.
- Horn, Ernst-Jürgen, Neue Entwicklungen auf dem deutschen Kapitalmarkt. Institutionen, Marktstrukturen und Marktergebnisse. Kieler Studien, 263, Tübingen 1994.
- Hübner, Ulrich, Rechtliche Rahmenbedingungen des Wettbewerbs in der Versicherungswirtschaft. Eine vergleichende Untersuchung zu den Rechtsordnungen Großbritanniens, Frankreichs, der Schweiz und der Vereinigten Staaten von Amerika. Wirtschaftsrecht und Wirtschaftspolitik, 96, Baden-Baden 1988.
- Kanthack, Eckhard, Für eine Liberalisierung des deutschen Versicherungsmarktes. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge, 132, Kiel, Mai 1987.
- Kenen, Peter B., "Capital Controls, the EMS and EMU". The Economic Journal, Vol. 105, 1995, S. 181-192.

- Kluge, Olav, "Die Mindestharmonisierung des Bankenrechts". In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Bd. 43, 1990, H. 4, S. 182-186.
- Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Vollendung des Binnenmarktes, Weißbuch der Kommission an den Europäischen Rat. KOM (85) 310 endg., Brüssel, 14.06.1985, S. 27.
- , Ein gemeinsamer Markt für Dienstleistungen. Luxemburg 1990.
- Marquardt, Jeffrey C., Financial Market Supervision: Some Conceptual Issues. Bank for International Settlements, Basle, BIS Economic Papers, 19, May 1987.
- Niethammer, Thomas, Die Ziele der Bankenaufsicht in der Bundesrepublik Deutschland. Das Verhältnis zwischen "Gläubigerschutz" und "Sicherung der Funktionsfähigkeit des Kreditwesens". Betriebswirtschaftliche Forschungsergebnisse, 93, Berlin 1990.
- OECD (1990), Financial Market Trends, No. 46, Recent Trends in the Organisation and Regulation of Securities Markets. Paris 1990.
- Pool, Bill, The Creation of the Internal Market in Insurance. Luxemburg 1990.
- Rehm, Hannes (Hrsg.), Perspektiven für den Europäischen Bankenmarkt. Bonn 1989.
- Roth, Wulf-Henning, "Grundlagen des gemeinsamen europäischen Versicherungsmarktes". In: Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Recht, 54. Jgg., 1990, Heft 1, S. 65-138.
- Rudolph, Bernd, "Capital Requirements of German Banks and the European Economic Community Proposals on Banking Supervision". In: Jean Dermine (Ed.), European Banking in the 1990s. Oxford 1990, S. 357-370.
- Schmidt, Reimer, Peter Frey, Pröbß Versicherungsgesetz. 9. Auflage, München 1983.
- Shiller, Robert J., Market Volatility. Cambridge, Mass., 1989.
- , "Speculative Prices and Popular Models". In: The Journal of Economic Perspectives, Vol. 4, No. 2, 1990, S. 55-65.
- Shleifer, Andrei, Lawrence H. Summers, "The Noise Trade Approach to Finance". In: The Journal of Economic Perspectives, Vol. 4, No. 2, 1990, S. 19-39.
- Thiessen, Friedrich, Standorttheorie für internationale Finanzzentren. Köln 1988.
- Tobin, James, "A Proposal for International Monetary Reform". In: Eastern Economic Journal, Vol. 4, 1978, S. 154-159.
- , "On the Efficiency of the Financial System". In: Lloyds Bank Review, No. 153, July 1984, S. 1-15.