



Munich Personal RePEc Archive

The Capital Market Union - a dubious vision

Gabrisch, Hubert

Wiesbaden Institute for Law and Economics

29 June 2016

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/72287/>

MPRA Paper No. 72287, posted 30 Jun 2016 02:13 UTC

Die Kapitalmarktunion: eine zweifelhafte Vision

von Hubert Gabrisch (Wien und Halle a. d. Saale)

Abstract: *This essay examines critically the latest concept of the EU-Commission to establish a capital market union for the European Union. It finds that the overarching goals of stimulating stagnation of EU-wide financing by facilitating cross-border securitization and making financial markets more resilient might fail. Facilitated securitization might raise systemic risks through a deteriorated risk transformation in the banking sector, imperfect risk transfer (also abroad), and excessive leverage. It creates new liquidity glut completely separate from the needs of the real economy. In addition, this concept is in contradiction to the year-long efforts to install proper regulation and controls to European financial markets. The essay favors the regulation-and-control attempt combined with far going EU-reforms of the financial sector.*

1. Vorbemerkungen

Der freie Kapitalverkehr gehört neben dem freien Waren- und Dienstleistungsverkehr und der Arbeitnehmerfreizügigkeit zu den vier Grundfreiheiten in der Europäischen Union (EU), die ihren Binnenmarkt konstituieren. Beschränkungen des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs sind lt. Art. 63 des Vertrags über die Arbeitsweise der Union verboten, wenn auch unterschiedliche nationale Regulierungen der Finanzmärkte und der Besteuerung der Finanzintermediäre erlaubt sind. Auch wirkt die Existenz verschiedener Währungen in der EU abschirmend gegen die Übertragung von externen Finanzschocks auf eine nationale Volkswirtschaft. Was sich in der EU und mehr noch im Euroraum wie im globalen Kontext gezeigt hat: Die Liberalisierungen des Kapitalverkehrs – etwa durch die 2004 verabschiedete und 2007 in Kraft getretene EU-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (kurz MiFID I) und bereits davor auch unilaterale Aktionen¹ - lösten dynamische Veränderungen im Finanzsektor aus, die Produkte, Märkte und Finanzunternehmen umfassen. Seitdem zeigt sich ein Trend zu hybriden Kapitalmärkten, die sich durch die Auflösung der traditionellen Grenze zwischen bankbasierter Kreditfinanzierung und marktbasierter

¹ In Deutschland die Liberalisierung der gesetzlichen Regelungen von Kapitalanlagegesellschaften und Investmentfonds sowie die Verabschiedung des Gesetzes über die Unternehmensbeteiligungsgesellschaften von 1987, ferner die Börsengesetznovelle von 1986 und 1989, die die Voraussetzungen für die Computer- und Terminbörse schufen, sowie das Erste (1990), Zweite (1994), Dritte (1998) und Vierte (2002) Finanzmarktförderungsgesetz mit seinen weitreichenden strukturellen Reformen. All dies diente der Integration der deutschen Finanzmärkte in die internationale Entwicklung.

Eigenkapitalfinanzierung. Diese Erosion wird weitgehend von wenig, gar nicht oder anders regulierten Derivaten, darunter Verbriefungen vorangetrieben. Ein Effekt hybrider Kapitalmärkte war in der EU und mehr noch im Euroraum bis 2007 die Konvergenz der langfristigen Zinsen und Renditen für Länder, Regionen und Finanzprodukte, die nicht notwendigerweise auch einer Konvergenz der realen Risiken entsprach. In der Eurozone hat sich dies zunächst in günstigen Finanzierungsbedingungen für eine Reihe von Mitgliedsländern in Leistungsbilanzdefiziten, aber auch eine verschlechterten Wettbewerbsposition und Überschuldung des privaten Sektors gegenüber den Banken niedergeschlagen (Gabrisch 2015). Dadurch wurden die Banksysteme dieser Länder besonders empfindlich gegenüber externen Schocks wie dem Zusammenbruch des US-amerikanischen Immobilienmarktes Rückgang der mittel- und langfristigen Finanzierung von Investitionen und Innovationen war indes nicht nur angebotsseitig durch einen Mangel an Liquidität im Finanzsektor verursacht, sondern auch und mit zunehmender Dauer der Krise durch einen allgemeinen Verlust an Vertrauen von Unternehmen und privaten Haushalten über ihre wirtschaftliche Zukunft, dem alle Regierungen nur durch rigide Sparprogramme entgegen zu treten glaubten.

Zusammen mit den fiskalischen Konsolidierungskursen auf nationaler Ebene haben die politischen Institutionen der EU – Rat, Ministerrat, Kommission, Parlament und auch die Europäische Zentralbank (EZB) – auf jeweils ihre Weise Anstrengungen zur Reform des institutionellen Gefüges der Union mit den Zielen unternommen, die Währungsunion aufrechtzuerhalten, die Zahlungsunfähigkeit ihrer schwächsten Mitgliedsstaaten zu verhindern und die gesamte Union robuster gegenüber finanziellen Schocks aufzustellen.² Dazu gehört auch das jüngste Projekt der Schaffung einer Kapitalmarktunion. Der Anstoß dazu ging von der Rede Jean-Claude Junckers zur Eröffnung der Plenartagung des Europäischen Parlaments 2014 aus. Sie findet sich sodann im „Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion“ vom Februar 2015 (EU-Kommission 2015a) und im sog. Fünf-Präsidenten-Bericht zur „Vollendung der Wirtschafts- und Währungsunion“ vom Juni 2015 wieder (EU-Kommission 2015b) und nahm mit dem Aktionsplan der EU-Kommission vom September 2015 (EU-Kommission 2015c) weitere Gestalt an. Der Aktionsplan präzisiert die Ziele und enthält einen Plan zur Umsetzung wichtiger Maßnahmen bis 2017. Das Ziel der Kapitalmarktunion ist die Wiederbelebung der mittel- und langfristigen Finanzierung in der EU von den

² Die Website <https://www.ecb.europa.eu/mopo/eaec/ecopolicy/html/index.en.html> listet viele Reformen auf und bietet Links zum Quellenmaterial.

angebotsseitigen Voraussetzungen für Finanzierung her. Ihr Kernstück ist die Stärkung marktbasierter Unternehmensfinanzierung über die Förderung von Aktien, Risikokapital und anderem Beteiligungskapital und die Ausweitung der Kreditvergabekapazität des Bankensektors durch die Förderung von Verbriefungen - paradoxerweise also jenen Finanzmarktprodukten, die zum Auslöser der globalen Finanzkrise und nachfolgend der Großen Rezession und der Krise des Euroraums wurden. Einen wesentlichen Beitrag soll die Förderung der grenzüberschreitenden Finanzierung durch den Abbau der eingangs erwähnten Unterschiede in den nationalen Regulierungen und Besteuerungen leisten. Dadurch wird die spannende Frage aufgeworfen, ob die Kapitalmarktunion dazu geeignet ist, eine Wiederbelebung der Finanzierung unter den Bedingungen hybrider Kapitalmärkte ohne erneute Steigerung der systemischen Risiken zu sichern.

In der wissenschaftlichen Fachwelt ist die Anzahl der Stellungnahmen ziemlich übersichtlich. Es handelt sich meistens um kürzere und wohlwollende³ Kommentare ist⁴, deren Perspektive sichtlich *nicht* auf dieses Spannungsverhältnis gerichtet ist. Verón und Wolff (2016) bieten zwar eine ausführlichere Besprechung, aber ihr Thema ist die Sequenzierung und Implementierung der Kapitalmarktunion, die sie als eine willkommene politische Initiative begrüßen, weil Krisen durch verstärktes internationales „*risk sharing*“ abgemildert würden.

Diese Studie wählt eine andere Vorgehensweise, weil sie diese These, die implizit oder explizit den bisherigen Stellungnahmen zugrundeliegt, in Frage stellt. Sie richtet die Aufmerksamkeit auf die Krisenanfälligkeit hybrider Kapitalmärkte. Dazu wird im zweiten Abschnitt der Bewertungsrahmen für das Konzept der Kapitalmarktunion definiert, ausgehend von den Kategorien der Unsicherheit und des Risikos. Eine aufgeblähte Risikoteilung kann demzufolge die Krisenanfälligkeit einer Volkswirtschaft verstärken, und zwar durch Ansteckung und Übertragung von Zahlungsausfällen(= Schocks). Damit wird eine, wenn auch nicht neue, so doch andere Perspektive geschaffen, die den Weg für Alternativen zur oder Ergänzungen der Kapitalmarktunion eröffnet. Im dritten Abschnitt werden die Kernelemente bzw. die „Philosophie“ des Aktionsplan der Kommission diskutiert. Im vierten Abschnitt wird dem Konzept der Kapitalmarktunion das Konzept einer rigorosen und umfassenden

³ Eine Ausnahme sind Stockhammer und Reissl (2016).

⁴ Eine Reihe dieser Kommentare findet sich auf der CEPS-Website <https://www.ceps.eu/topics/capital-markets-union>. Zusätzlich: Valiante 2016.

Regulierung der Kapitalmärkte gegenübergestellt, das über die seit ungefähr 2009 verfolgten, aber halbherzigen Anstrengungen in der EU hinausgeht. Der letzte Abschnitt fasst zusammen.

Die Schlussfolgerungen lauten:

- Die These von einem vollständigen mikroökonomischen Risikotransfer durch Derivate, insbesondere Verbriefungen, wie sie die Kapitalmarktunion behauptet, ist eine Illusion, deren Verfolgung die gesamtwirtschaftlichen Risiken erhöht.
- Die Kapitalmarktunion steht im Konflikt mit der bisherigen Politik der Regulierung und Kontrolle. Diese – konsequent verfolgt – würde die Beschneidung hybrider Kapitalmärkte zur Folge haben, während die Kapitalmarktunion Restriktionen eher zu überwinden gedenkt.
- Eine ausschließlich am Finanzierungsangebot ansetzende Initiative reicht nicht aus, um die Finanzierung von Investitionen und Innovationen wieder zu beleben; sie ist möglicherweise sogar kontraproduktiv. Notwendig ist eine koordinierte fiskalpolitische Initiative, die Vertrauen und Stabilität wiederherstellt und die Nachfrage nach Finanzierung fördert.

1. Unsicherheit, „systemische Risiken“ und die europäischen Kapitalmärkte

„Philosophie“ der Kapitalmarktunion: einzelwirtschaftliche Risikoteilung

Im ersten Kapitel des Aktionsplans für eine Kapitalmarktunion der EU-Kommission heißt es (alle Zitate EU-Kommission 2015c: 3; ähnlich auch Seiten 20 und 21): *„Die Kapitalmarktunion soll Investitionen und Wachstum in Europa durch eine Wiederbelebung der Finanzierung fördern, gekoppelt mit einer besseren Risikoteilung, damit „EU-Bürger und -Unternehmen bei Bankenschrumpfungen künftig weniger verwundbar sind“*. Es heißt weiter: *„Stärker integrierte Kapitalmärkte werden zu Effizienzgewinnen führen und die Fähigkeit Europas, Wachstum zu finanzieren, erhöhen.“*

Es ist schwerlich zu verkennen, dass die zitierten Stellen den Rückgang an Finanzierung ausschließlich angebotsseitig erklären. Die durch den Fiskalpakt von 2012 und die den Euro-Krisenländern auferlegten fiskalischen und sozialpolitischen Sparprogramme, die europaweit zu einem Ausfall an Nachfrage nach Finanzierung geführt haben, finden keine Erwähnung. Daran ändert auch die sog. Investitionsoffensive der EU-Kommission nichts, die in Kapitel 3

des Aktionsplans aufgeführt wird. Sie hebt die restriktiven Effekte nationaler Sparprogramme nicht auf. Unter dieser Bedingung erscheinen die Hoffnungen, mit einem öffentlichen Kapitaleinsatz von 20 Mrd. Euro eine Hebelwirkung von ca. 300 Mrd. Euro privaten Kapitals auszulösen, eher illusorisch.

Vielmehr handelt es sich im Aktionsplan um jenes Argumentationsmuster, mit dem die Wirtschaftstheorie seit ca. 30 Jahren der Wirtschaftspolitik den Legitimationsrahmen für die Liberalisierung und Integration der Kapitalmärkte lieferte. So schrieb Michael Kreile 2002 in der Zeitschrift „Das Parlament“ zur Rechtfertigung für die damaligen Finanzmarktliberalisierungen durch die deutsche und europäische Politik: *„Finanzmärkte haben die Funktion, Ersparnisse in Investitionen zu verwandeln, und bewirken, sofern sie von nationalen Kapitalverkehrsbeschränkungen befreit sind, die effiziente Allokation von Kapital in der Welt“* (Kreile 2002: 2). Dieser Anschauung folgend haben dann auch viele Regierungen, darunter die deutsche und prominent die US-amerikanische, Finanzinvestitionen durch die Deregulierung oder die Einführung von Steuerprivilegien für Kapitalgewinne und Spekulationsgewinne gegenüber Gewinneinkommen aus realer Produktion Finanzinvestitionen gefördert haben – unterstützt durch die Förderung einer kapitalgedeckten privaten Altersvorsorge gegenüber einer öffentlich abgesicherten. In einem Klima zunehmender Volatilitäten auf den Finanzmärkten und zunehmender Unsicherheiten über die mittel- und langfristige Entwicklung von Löhnen und Einkommen richtete sich das Investitionsverhalten der Unternehmen verstärkt auf liquiditätssichernde Finanzanlagen zu Lasten von Investitionen in den produktive, aber illiquiden Kapitalstock.

Obwohl die vergangenen 30 Jahre auch die Geschichte von sich häufiger und stärker abspielenden Finanzkrisen ist, sind auch heute viele Kollegen der wirtschaftswissenschaftlichen Profession tief davon überzeugt, dass die Anfälligkeit gegenüber Krisen und die Stärke von Krisen in monetären Marktwirtschaften durch Risikoteilung und –transfer verringert werden kann. Und insofern beurteilen sie den angestrebten Abbau bestehender regulativer Grenzen im europäischen Kapitalverkehr positiv: *“A substantial body of literature provides evidence that well-integrated and deep capital markets can spread country and region-specific risk, thereby smoothing the impact of deep recessions on consumption and investment.”* (Verón und Wolff 2016: 16). Diesen unbeirrbareren Glauben transportieren sie nach wie vor in die wirtschaftspolitischen Entscheidungsgremien. Sie übersehen, dass in den europäischen Staaten mit sehr hohen

Graden an Finanzintermediation die globale Finanzkrise die stärksten sozialen, wirtschaftlichen und politischen Verwüstungen angerichtet hat, nämlich in Spanien, Portugal und Irland.⁵ Sie übersehen ferner, dass der Abbau von Beschränkungen im europäischen Kapitalverkehr ja nicht bei null beginnt, sondern dass Risikoteilung, auch grenzüberschreitend, seit Jahrzehnten gängige Praxis ist. Ohne Diagnose der tieferen Ursachen der verschiedenen regionalen und globalen Finanzkrisen der Vergangenheit, insbesondere der globalen Finanzkrise, der Großen Rezession und der Euro-Schuldenkrise kann nun nicht mehr *volens nolens* angenommen werden, die Effizienz der Finanzmärkte würde nun durch die Expansion grenzüberschreitender Kapitalströme und der damit verbundenen Risikoteilung, die ja nur ein Euphemismus für die gelungene Abwälzung eines Risikos ist, erhöht.

Angesichts der auch heute noch grundlegenden Arbeiten zu Risiko und Wahrscheinlichkeit von Keynes (1921) und Knight (1921) grenzt allein schon die Verwendung des Begriffs „Risiko“ in einem gesamtwirtschaftlichen Kontext an Irreführung der Behörden. Risiko ist immer ein Einzelrisiko und basiert auf Erfahrung und Mathematik, und die Wahrscheinlichkeit eines Forderungsausfalls kann für einen bestimmten Zeitraum berechnet und verglichen werden. Banken haben Risiken traditionell durch genaue Kenntnis ihrer Schuldner minimiert, wobei langfristige Beziehungen zu ihnen und die damit verbundene Gewinnung von Informationen (allein schon durch Kenntnis der Kontobewegungen) eine erhebliche Rolle gespielt haben. Banken wie auch Finanzanleger generell können auf Grundlage dieser Erfahrungen Risikomodelle verwenden, um zu ermitteln, welche Verlusthöhe eine Forderung oder ein Portfolio von Forderungen innerhalb eines gegebenen Zeitraums mit einer gegebenen Wahrscheinlichkeit nicht überschritten wird. Aber diese *value-at-risk*- und ähnlichen Modelle sind kein gesamtwirtschaftlicher Ansatz.

Knight wie auch Keynes haben aber auch Risiko von Unsicherheit abgegrenzt. Unsicherheit ist bei beiden im Unterschied zum Risiko nicht numerisch kalkulierbar, denn es liegt kein Erfahrungswissen vor. In den numerischen Risikomodellen eines einzelnen Investors kommt Unsicherheit nicht vor. Eine einzelwirtschaftliche Risikoabwägung auf Basis konventionellen

⁵ Gemessen wird die sog. Tiefe der Finanzintermediation mit dem Verhältnis des Forderungsbestands des Finanzsektors (Kreditbanken, Zentralbank, Mutual Funds, Pensions- und Versicherungsunternehmen) zum Bruttoinlandsprodukt. Im Eurogebiet (11 Länder) lag dieser Indikator 2012 bei etwa 200 %, für Irland bei 780 %, Spanien 270 %, Portugal 240 %. Griechenland war Ausreißer nach unten mit 137 %, die Niederlande nach oben mit 400 %. Berechnet mit Zahlen der FRED International Databank.

Wissens mag im Finanzsektor zwar zu einzelwirtschaftlicher Risikominderung und damit zu Kostensenkungen beitragen. Es wäre aber eine Illusion zu glauben, dass die Summe der einzelwirtschaftlichen Handlungen auch einer gesamtwirtschaftlichen Risikominderung entspräche. Hier liegt hier ein grundsätzliches intellektuelles Missverständnis vor, wenn man davon überzeugt ist, einzelwirtschaftliche Risikominderung durch unendliche Risikoteilung mildere die Krisenanfälligkeit der monetären Marktwirtschaft. Hierin finden wir die Quelle für die Vernachlässigung einer fiskalpolitisch aktiven Regierung zur Stabilisierung von Vertrauen – eine Vernachlässigung, die ihren Legitimationsrahmen in Theorien zum Vorrang individuell-privater Aktivitäten unter allen Umständen findet.

In der *General Theory* von Keynes ist das Konzept der Unsicherheit von zentraler Bedeutung: „*About these matters there is no scientific basis on which to form any calculable probability whatever. We simply do not know*” (Keynes 1937: 214). Gleichwohl kommt es zu Entscheidungen in Unternehmen und Banken, was Keynes wie folgt erklärt: „*Knowing that our own individual judgment is worthless, we endeavor to fall back on the judgement of the world which is perhaps better informed*” (Keynes 1937: 2014). Die Investitionsentscheidung eines Wirtschaftssubjekts beruht also bei zunehmender Langfristigkeit nicht auf individuellem Wissen oder Erfahrung, sondern auf dem Treibsand einer „*konventionellen Beurteilung*“. Es ist leicht zu erkennen, dass das Phänomen des Herdenverhaltens, welches in den Bewegungen auf Börsen und anderen Finanzmärkten eine große Rolle spielt, dem sehr nahe kommt. Aber dann wird die Frage aufgeworfen, inwieweit das Konzept der Kapitalmarktunion unter den Bedingungen des Fehlens einer fiskalpolitischen Verantwortung für Stabilität und Vertrauen die Gefahr erhöht, dass die Techniken unendlicher Risikoteilung gesamtwirtschaftlich destabilisierende Effekte besitzen. Eine Antwort darauf wird durch den Blick auf einige hervorstechende Merkmale moderner Finanzmärkte gegeben.

Merkmale hybrider Kapitalmärkte: Expansion des Handels mit Derivaten

Wie bereits erwähnt, wird die Liberalisierung und Integration der Finanzmärkte und die Praxis der Risikoteilung nicht erst mit Schaffung der Kapitalmarktunion einsetzen, sondern ist seit einigen Jahrzehnten weltweit und in Europa Realität. Eines der mit ihr verbundenen Phänomene ist das Entstehen hybrider Kapitalmärkte. Sie liegen vor, wenn sich bank- und marktbasierter Finanzierung analytisch nicht mehr trennen lassen. In einem hybriden System

tendieren Banken dazu, ihre Risiken vorwiegend durch den strukturierten Verkauf von Forderungstiteln in den Kapitalmarkt zu transferieren.⁶ Sie tun dies, weil Risikoteilung eine leichtere Refinanzierung als durch das traditionelle Einlagengeschäft erlaubt und sie ihre Kreditvergabekapazität durch die Entlastung von Forderungen mit höherem Risiko erweitern können (*originate-to-distribute*-Modell). Dadurch begeben sie sich auch der mit Kosten verbundenen Mühe einer eingehenden Risikobeurteilung ihrer Schuldner, so dass die Profitabilität steigt. Allerdings steigen auch die qualitativen Unterschiede im Kreditportfolio. Um das Risiko zweifelhafter Forderungen zu senken, verkaufen die Banken Teile ihres Forderungsportfolios an eigens gegründete, Zweckgesellschaften (*Special Purpose Vehicles*). Die Zweckgesellschaft verbrieft diese Forderungen, d.h. wandelt sie in handelbare Wertpapiere um (*Asset Backed Securities*), entweder als *True-Sale*- oder synthetische Transaktion. Besonders letztere, bei denen nicht die ursprüngliche Forderung den Eigentümer wechselt (also vom Kreditinstitut zur Zweckgesellschaft), sondern lediglich das Ausfallrisiko gegen Gebühr versichert wird (ein Beispiel sind Kreditderivate und *Credit Default Swaps*).⁷ Synthetische Papiere schaffen ein zusätzliches Gegenparteiausfallrisiko und die Komplexität kann insbesondere in Bezug auf den Inhalt des Kontrakts zunehmen.

Verbriefte Forderungen werden sodann von der Zweckgesellschaft gestückelt und nach Risikoklassen tranchiert, wobei in den einzelnen Tranchen der Anteil von Substandardforderungen nicht immer transparent ist. Dies ist das Prinzip der Risikoteilung - unabhängig, ob grenzüberschreitend oder nicht. Häufig sagen die Kreditinstitute „ihren“ Zweckgesellschaften zu, im Falle von Refinanzierungsschwierigkeiten mit ihren Liquiditäts- oder Kreditlinien einzuspringen, um die Attraktivität einer Verbriefung zu steigern. Bis zum Jahre 2010 mussten die Banken in der EU für diese Linien keine Eigenkapitalunterlegung

⁶ Andere, hier nicht weiter behandelte, Formen des Risikotransfers sind die Syndizierung von Krediten oder der unstrukturierte Verkauf einzelner Forderungen.

⁷ Bei der *True-Sale*-Transaktion tritt das Kreditinstitut die Forderung an die Zweckgesellschaft ab; die Verbriefung ist also bilanzwirksam. Die Zweckgesellschaft emittiert ihrerseits Geldmarktpapiere (*Asset Backed Commercial Papers*), mit denen sie den Kauf der Forderungen finanziert.⁷ Diese Geldmarktpapiere selbst werden aus der Tilgung der zugrundeliegenden Forderungen bedient. Bei einer *synthetischen* Transaktion verbleibt die zugrundeliegende Forderung in der Bilanz des Kreditinstituts,⁷ und nur das Ausfallrisiko wird an die Zweckgesellschaft verkauft. Diese erhält dafür eine Gebühr. Die Verbriefung ist also hier eine handelbare Kreditversicherung, dazu gehören *Credit Default Swaps* oder auch Kreditderivate (für eine detaillierte Darstellung siehe den Bericht der Europäischen Bankenaufsicht EBA 2015). Nach dem seit 2004 geltenden Basel-II müssen Originatoren (vorrangig Kreditinstitute) und Investoren (beispielsweise Zweckgesellschaft) alle Verbriefungspositionen mit Eigenkapital unterlegen, wobei die Anforderungen an Originatoren und Investoren differenziert sind.

bereitstellen. Die Zweckgesellschaft verkauft den tranchierten Forderungspool an Kleinanleger, Versicherungsunternehmen und andere Investoren. In der Vergangenheit wollten Kleinanleger häufig durch den Erwerb von verbrieften Forderungen ihre Altersvorsorge sichern. Andere Investoren waren stärker am Handel mit den Papieren auf nachgeordneten Märkten interessiert.

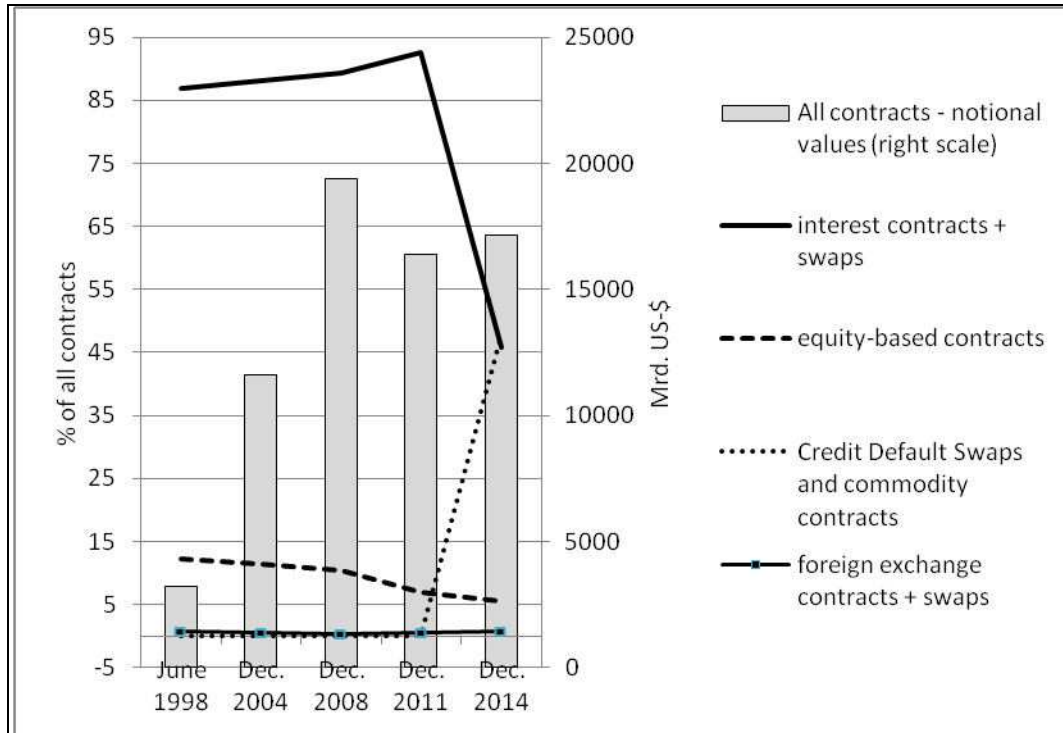
Verbriefungen gehören zu den Derivaten, d.h. Wertpapieren, deren Marktwert sich vom Marktwert anderer Wertpapiere ableitet. Verbriefungen wie auch den meisten anderen Derivaten (Futures, Optionen, Leerverkäufen) liegen in aller Regel eine ursprüngliche Forderung (Kreditvertrag, Hypothek, Anleihe, Aktie, andere Derivate) zugrunde. Ein *Credit-Default-Swap* bezieht sich auf das Ausfallrisiko einer zugrundeliegenden Staatsanleihe, ein Pfandbrief basiert auf Hypotheken, und ebenso können Risiken aus Aktien verbrieft werden. In der jüngeren Vergangenheit wurden einfache Derivate in hochkomplexe Finanzinstrumente weiter entwickelt, z.B. wenn ein Pool von Forderungen bereits Verbriefungen enthält – ein Umstand, der bereits die Kalkulation des Risikos eines einzelnen Portfolios erschwert.

Wie stark die Dynamik des globalen Handels mit Derivaten ausgefallen ist, zeigen folgende Zahlen (Gabrisch 2015: 6): Der Nennwert („*notional value*“)⁸ aller bestehenden Derivativerträge hat seit 1998 auf mehr als das Achtfache des Welteinkommens zugenommen – 1998 war es noch das Zweifache gewesen. Der Nennwert aller Devisenverträge – eine Gruppe der Derivate zur Absicherung von Währungsrisiken - überstieg die Weltexporte 1998 um das Dreifache, 2014 bereits um das Vierfache. Der europäische Verbriefungsmarkt ist nicht so umfangreich. Seine Dynamik nahm zu nachdem die EU-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (kurz MiFID I) 2007 in Kraft getreten war (Abbildung 1). Infolge der Finanzkrise und der Euro-Schuldenkrise sind die Zinssicherungsverträge eingebrochen, während die Kreditausfallversicherungen erheblich zugenommen haben. Abgenommen hat auch der Anteil der eigentumsbasierten Verbriefungen, darunter jene von Investmentfonds, die in der Vergangenheit viele Beträge von privaten Haushalten zur Altersvorsorge über Verbriefungen eingenommen haben, diese in Beteiligungen – auch Risikokapital - angelegt und die Risiken verbrieft haben. Insgesamt hat sich nach Schätzungen der EU-Kommission das Expansionsvolumen der Verbriefungen 2014 gegenüber 2007 mehr als halbiert (EU-Kommission 2015a: 12). Gleichwohl wäre es ein Missverständnis, wie im Konzept für die Kapitalmarktunion auf einen Mangel an Ersparnis zu

⁸ Ist der aktuelle, aber nicht durch Verkauf realisierte Marktwert (auch: *mark-to-market value*), der sich vom Ausgabekurs oder vom Buchwert einer Forderung unterscheidet.

schließen, da es um Liquidität geht, die der Finanzsektor unbegrenzt schaffen wie auch wieder vernichten kann.⁹

Abbildung 1: Expansion und Struktur des europäischen Derivatemarktes (notional values)



Quellen: Berechnung und Darstellung durch den Autor, basierend auf Daten der Bank for International Settlement, online, Table D5.2; BIS berichtet nur Daten für europäische entwickelte Länder, was sich indes faktisch auf die EU beschränkt.

Das Spektrum der Investoren in Derivate und der Handelsplätze bleibt stark diversifiziert. Nach Schätzung der EU-Kommission sind 2015 etwa 15 Mio. Instrumente auf 300 Handelsplätzen in der EU gehandelt worden (EU-Kommission 2015: 2). Diese Expansion erfolgte, nachdem die Finanzdienstleistungen in der EU im Jahre 2004 durch die MiFID-I-Richtlinie¹⁰ weitreichend liberalisiert wurden. Ihr Kernstück war die weitreichende Liberalisierung des Börsenhandels. Unter anderem wurde die „concentration rule“, die es den Mitgliedsstaaten erlaubte, den Handel mit Wertpapieren auf geregelte Börsenplätze zu beschränken aufgehoben, was dem außerbörslichen Handel (*over the counter* - OTC) den Weg bereitete. Daraus hat sich eine schier unübersichtliche Struktur von Handelsplätzen, Instituten und fehlender Transparenz entwickelt. Das hybride Finanzsystem ähnelt derzeit einem ausgetrockneten Schwamm, der auf das Wasser wartet, das ihm die Kapitalmarktunion

⁹ Ersparnis bezieht sich auf den Nichtverbrauch von realen Ressourcen, Liquidität auf finanzielle Ressourcen. Das sind – man kann es nicht oft genug wiederholen – zwei grundlegend verschiedene Dinge.

¹⁰ [Konsolidierte Text der Richtlinie 2004/39/EG](#)

liefern will, während die europäischen Behörden noch vor erhebliche Regulierungsherausforderungen gestellt sind.

Bezüglich der Banken ist zu beobachten, dass seit Beginn der Vorbereitungen auf die Europäische Währungsunion 1992 der Anteil der Einlagen aus dem nicht-finanziellen Sektor ständig gesunken ist, während der Anteil der überwiegend kurzfristigen Anlagen der nur schwach oder gar nicht regulierten Teile des Finanzsystems zugenommen hat und heute überwiegt (European Central Bank 2012: 22). Damit agieren große Teile des Finanzsektors außerhalb der Banken zwar wie diese (Kennzeichen: Fristen- bzw. Liquiditätstransformation, Risikotransfer und Kredithelung), fallen allerdings als „Schattenbanken“ nicht unter die Regulierung und Kontrolle durch die Aufsichtsbehörden, und die Zentralbank kann nicht als *Lender of Last Resort* im Falle der Illiquidität einspringen. Auch entzieht sich ihre Tätigkeit weitgehend den Bestimmungen, die für traditionelle Kapitalmärkte, insbesondere Börsen, gelten, so die deutsche Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht von einem „grauen Kapitalmarkt“ spricht, dessen Regulierung sich offensichtlich nur auf ausgewählte Konstruktionen und Geschäftsmodelle beschränken kann (Fußwinkel 2014).¹¹

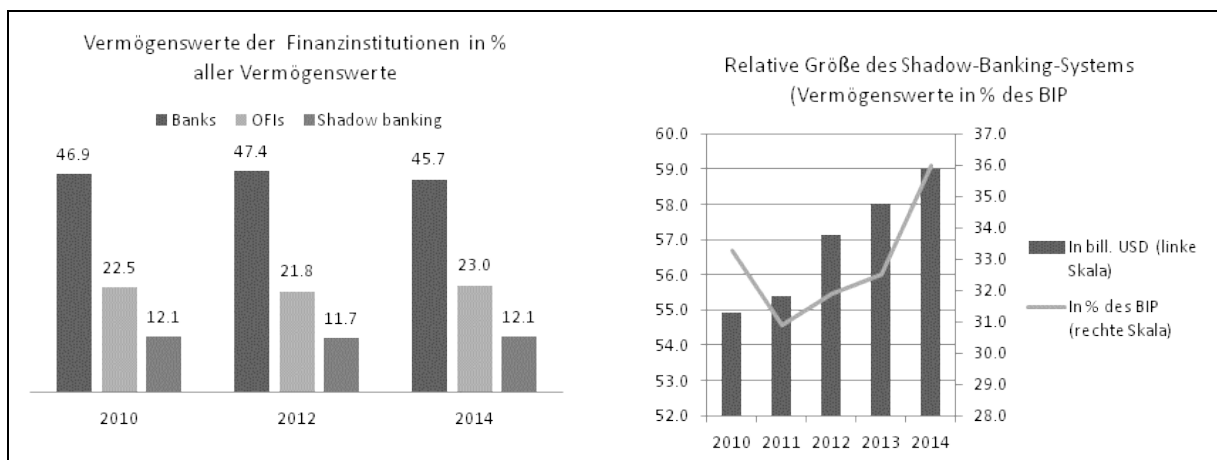
Soweit Geschäfte der Nicht-Banken (fehlende Bankenlizenz) mit einer Fristen- bzw. Liquiditätstransformation, einem Risikotransfer und einer Kredithelung verbunden sind, handelt es sich um typische Bankfunktionen. Für die EU liegen keine systematischen und vergleichbaren Schätzungen zum Schattenbankwesen vor.¹² Dagegen hat der von den G-20

¹¹ Zur Abgrenzung des Kapitalmarkts werden die einzelnen Marktsegmente oft nach den unbunten Farben weiß, schwarz und grau benannt. Der Weiße Kapitalmarkt umfasst jene Institute, Dienstleister und Versicherungsunternehmen, die in Deutschland für ihre Tätigkeiten über eine Erlaubnis nach den jeweils einschlägigen Aufsichtsgesetzen (Kreditwesengesetz (KWG), Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG), Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz (ZAG)) verfügen. Sie unterstehen einer laufenden Aufsicht. Komplementär hierzu definiert sich der illegale Schwarze Kapitalmarkt: Er zeichnet sich dadurch aus, dass seine Akteure erlaubnispflichtige Geschäfte ohne die erforderliche Erlaubnis der BaFin ausüben oder gar verbotene Geschäfte betreiben. Der Graue Kapitalmarkt dagegen ist die Summe der Marktteilnehmer und Angebote, die keine Erlaubnis der BaFin benötigen und daher auch nicht ihrer Aufsicht unterliegen. Dabei ist eine gewisse Wechselwirkung zum Weißen Kapitalmarkt zu beobachten: Je stärker dieser reguliert ist, desto häufiger weichen Anbieter auf Anlageangebote aus, die ihrer Ansicht nach nicht erlaubnispflichtig sind. Der Graue Kapitalmarkt wird in der Öffentlichkeit oft als unreguliertes Marktsegment dargestellt. Tatsächlich nimmt die BaFin aber auch hier vielfältige Aufgaben wahr (Fußwinkel 2014).

¹² Die EZB hat mit einer anderen Methodologie den Anteil des Schattenbanksektors an den Finanzvermögen des gesamten Finanzsektors in der Eurozone für 2011 auf 32,5 % geschätzt. Allerdings weicht die Schätzung methodisch von der Finanzstabilitätsrats und anderer Ansätze ab. So zählt die EZB beispielsweise die Vermögenswerte aller Pensions- und Versicherungsfonds dazu, während der Finanzstabilitätsrat nur einen Teil der Werte berücksichtigt (European Central Bank 2012, Abb. 10).

eingeschichtete Finanzstabilitätsrat versucht, seinen weltweiten Umfang zu ermitteln. Seine Schätzung beruht auf der Bestimmung ökonomischer Funktionen, die typischen Bankfunktionen außerhalb des regulären Bankensektors zugeordnet werden können. Seinen Berechnungen zufolge belief sich das weltweite *Shadow-Banking* im Jahre 2014 auf ca. 12 % der Vermögenswerte aller Finanzinstitutionen. Gemessen am globalen Bruttoprodukt hätte der Anteil der Vermögenswerte ca. 36 % im Jahre 2014 betragen, also deutlich mehr als im Jahr 2010, welches noch näher am Ausbruch der globalen Finanzkrise 2008 lag (Abbildung 2). Schattenbanktätigkeiten üben auch ansonsten regulierte Pensions- und Lebensversicherungsfonds aus, und zwar in einem nicht unbeträchtlichen Umfang.¹³ Dies dürfte vor allem auf die staatliche Förderung der kapitalgedeckten Altersvorsorge in vielen Ländern in den vergangenen 20-30 Jahren zurückgehen. Offensichtlich haben Versicherer auch auf Geschäftsmodelle von Anbietern zurückgegriffen, die unter Umgehung der Erlaubnispflicht entwickelt wurden (Walkamp 2013).

Abbildung 2: Globale Bedeutung des „Schattenbanksektors“



Quelle: Financial Stability Board (2015).

„Systemische Risiken“

Aus dieser Entwicklung lassen sich einige „systemische Risiken“ ableiten:¹⁴

¹³ Hedge Fonds argumentieren gern, dass sie keine Schattenbank seien, sondern sog. Asset-Management-Companies und deshalb nicht reguliert werden dürften. Allerdings weisen sie oft eine hohe Eigenkapitalhebelung bei öffentlich gehandelten Aktien, Krediten, Währungen und Derivativen aus.

¹⁴ Der Begriff des systemischen Risikos gaukelt dem Leser die Illusion vor, es handle sich hierbei um numerisch kalkulierbare und vergleichbare Ausfallswahrscheinlichkeiten, was jedoch falsch ist. Systemische Risiken erscheinen in keinem einzelwirtschaftlichen Risikomodell.

Verschlechterte Fristentransformation: Die Aufgabe von Kreditinstituten besteht bei der Fristentransformation darin, kurzfristig angenommene Geldanlagen in langfristige Kredite umzuwandeln. In einem von Kapitalmarkt getrennten System versuchen Banken, das Ausfallrisiko über ihre Erfahrungswerte aus den Einzahlungs- und Abhebegewohnheiten ihrer Geldanleger zu minimieren. Aber wenn Banken in einem hybriden System Zugang zu den Kapitalmärkten suchen, treten an die Stelle von weniger volatilen Spareinlagen hoch volatile Einlagen von Schattenbanken. Es verschlechtert sich die Fristentransformation zugunsten einer größeren Kredithelung. Die Gefahr eines allgemeinen *bank run* durch den Abzug von Einlagen durch Schattenbanken wächst verglichen mit einem Abzug durch Kleinanleger. Der Grund liegt darin, dass Schattenbanken zur Sicherung ihrer eigenen Zahlungsfähigkeit sensibler auf eine bedrohliche Änderung der Märkte reagieren als private Haushalte. Fristentransformation betreiben aber auch Zweckgesellschaften. Sie müssen ständig neue Käufer für die von ihnen ausgegebenen Wertpapiere finden und refinanzieren deshalb häufig kurzfristig, vor allem dann, wenn ein gesättigter Markt die Neigung potentieller Käufer erhöht, nur noch Papiere mit kurzer Laufzeit zu akzeptieren. Um Refinanzierungsprobleme der Zweckgesellschaften zu verhindern, können diese dann auf Kredit- und Liquiditätslinien der Banken zurückgreifen. Eine verschlechterte Fristentransformation der Zweckgesellschaften hat dann Ansteckungseffekte für die regulären Banken.

Unvollständiger Risikotransfer: Ein perfekter Risikotransfer bzw. eine perfekte Risikoteilung durch Verbriefungen ist nicht möglich (Culp 2004). Dazu wäre erforderlich, dass für jedes Risiko aus einem Vermögenswert zu vernünftigen Kosten eine passende Verbriefung und damit ein *Counterparty*-Risiko gefunden werden kann. In der Praxis ist es für einen Händler/Investor geradezu unmöglich, einen Vertrag mit einem Käufer abzuschließen, dessen Risiko perfekt korreliert wäre mit dem Risiko der zugrundeliegenden Forderung. Man kann deshalb ein Derivat durchaus zutreffend mit einer Wette vergleichen, die indes nur dann sinnvoll ist, wenn beide Parteien abweichende Erwartungen haben, da sonst eine Risikoteilung nicht stattfände.¹⁵ Wenn die Auffassungen allerdings vollständig konträr sind, fallen die Kosten für den Händler einer Verbriefung in der Regel prohibitiv aus. Die perfekte Kombination ist jedoch schwer zu finden, so dass in der Regel ein Risikotransfer unvollständig ist und der Kapitalmarkt nicht effizient sein kann. Je mehr Finanzinstrumente

¹⁵ Derjenige, der eine Forderung verkauft, erwartet, dass die Rückzahlung gar nicht oder zumindest nicht vollständig erfolgt. Derjenige, der die Forderung kauft, erwartet ihre Rückzahlung; dies ist die typische Konstellation einer Wette.

gehandelt werden und sich in den Bilanzen aller Finanzinstitutionen wiederfinden, desto größer ist die Gefahr, dass ein einzelnes Risiko Teil eines systemischen Risikos wird.

Spekulationsstrategien: Die modernen, elektronisch-basierten Strategien der Spekulation (der Wetten) mit Derivaten erlauben den Kauf und Wiederverkauf von Wertpapieren in Sekundenbruchteilen. Der Anteil dieses Hochfrequenzhandels ist angesichts des fehlenden Datenmaterials schwer zu schätzen, soll sich aber im europäischen Bereich auf bis zu 40 % aller Transaktionen belaufen (nach Contratto 2014: 147). Hochfrequenzhandel mit Hilfe von Computer-Algorithmen (Schulmeister 2008) kann dazu führen, dass sich Dysfunktionalitäten im Rahmen einer Kettenreaktion gegenseitig verstärken und letztlich in eine gesamtwirtschaftliche Katastrophe münden (Contratto 2014: 151). Ein Beispiel für Dysfunktionalitäten sind die sog. Leerverkäufe, bei denen ein Händler, der mit Aktien oder Staatsanleihen handelt, ohne sie überhaupt zu besitzen. Er leiht sie sich beispielsweise – auch ohne Wissen des eigentlichen Besitzers – aus, wenn sein elektronischer Algorithmus ein Unterschreiten des bisherigen Kurses signalisiert, verkauft sie in der Erwartung eines späteren Rückkaufs zum dann niedrigen Kurs und realisiert den Unterschied als Gewinn. Leerverkäufe wurden daher in der Anfangszeit der globalen Finanzkrise von den Aufsichtsbehörden vieler Länder (auch Deutschland) zunächst verboten, aber später wieder erlaubt. - Da die Spekulation mit Derivaten hohe Gewinne versprechen, geht von ihnen sogar ein Impuls zur Emission langfristigen Forderungen durch den realen Sektor aus, die dann selbst wieder neue Derivate generieren. Mit anderen Worten: Der Versuch, eine perfekte Risikoteilung zu erreichen, bläht die Kapitaltransaktionen auf und erhöht paradoxerweise die Risiken statt sie zu verringern.

Arbitrage: Ein System aus regulären Banken und anderen Finanzinstitutionen unterliegt notwendigerweise auch unterschiedlichen Regulierungen, insbesondere dann, wenn das Subsystem der anderen Finanzinstitutionen eine große Dynamik hinsichtlich institutioneller Auffächerung und innovativer Finanzprodukte aufweist. Eine einheitliche Regulierung würde *de facto* eines der Subsysteme verschwinden lassen. Wenn dies nicht gewollt ist, so ergeben sich immer Möglichkeiten der Regulierungsarbitrage zwischen Banken und Schattenbanken. Sie lässt zwar Preis- und Zinsunterschiede verschwinden, nicht aber die dahinter stehenden Risiken. Für streng regulierte Banken kann es attraktiv sein, riskante Kreditgeschäfte auf

Schattenbanken zu übertragen und sich im Subsystem der anderen Finanzinstitutionen zu refinanzieren. Die Chancen sind dafür in einem Universalbanksystem, wie es in der Europäischen Währungsunion vorherrscht, deutlich besser als in einem Trennbanksystem. Der Risikoausgleich zwischen Partnern wird damit asymmetrisch.

2. Das Konzept der EU-Kommission für die Errichtung einer Kapitalmarktunion

Stärkung marktbasierter Unternehmensfinanzierung durch Verbriefungen

Die zentrale Annahme des Konzepts zur Schaffung einer Kapitalmarktunion – Risikoteilung = Ausweitung des Handels = höhere Effizienz - liegt den Vorschlägen und Zielen in weiteren Kapiteln des Aktionsplanes zugrunde. Im zweiten Kapitel wird ausgeführt, wie die Kapitalmarktunion Kleinanleger, d.h. in der Mehrzahl private Haushalte, institutionelle Anleger und Investmentfonds dazu bringen soll, ihre Ersparnis bzw. Finanzmittel auf Kapitalmärkten anzulegen und dadurch die Nachfrage nach und das Angebot an entsprechenden Eigentumstiteln zu erhöhen. Damit soll generell die marktbasierende Unternehmensfinanzierung steigen.

Bezüglich der Kleinanleger bzw. Sparer sollen deren Einlagen bei Banken bzw. Versicherungen durch Eigentumstitel ergänzt oder gar teilweise ersetzt werden. Institutionell verfolgt der Aktionsplan hierzu zwei Wege: Der erste besteht darin, das Vertrauen der Kleinanleger in die von Banken und Versicherungen angebotenen Investment-Instrumente, also Verbriefungen, zu stärken. Nach der neuen Finanzdienstleistungsrichtlinie der Kommission¹⁶ bleiben die strukturierten Produkte und ihr Verkauf an private Haushalte weiterhin erlaubt, ihre Transparenz soll aber durch Änderungen der Vorschriften über Anlageberatung und Produktinformation verbessert werden. Damit dürfte das Konzept der Kapitalmarktunion dem Trend einer Verschlechterung der Fristentransformation im Banksystem nicht entgegentreten, so dass die systemischen Risiken bei einer Ausweitung der marktbasierten Finanzierung weiter steigen.

Der zweite Weg besteht in der Unterstützung *„kollektiver und privater*

¹⁶ http://ec.europa.eu/finance/securities/isd/mifid2/index_de.htm

Altersvorsorgesysteme zur Ergänzung des staatlichen Rentensystems, (EU-Kommission 2015c:21). Die Kommission konstatiert eine Zersplitterung der privaten Altersvorsorgesysteme in der EU, so dass es keinen grenzüberschreitenden Markt gäbe, und die Kapitalmarktunion soll den Abbau unterschiedlicher nationaler Einzelregelungen forcieren. Angestrebt werden private Verträge, die bei Fortsetzung der demographischen Entwicklung die staatliche Altersvorsorge nach ihren „unausweichlichen“ Reformen ergänzen soll. Das setzt allerdings voraus, dass nur ein Teil der Bevölkerung private Vorsorgeprodukte in Anspruch nimmt, andernfalls würden die Erträge auf das Niveau staatlicher Verzinsung (= der angesammelten Beiträge) konvergieren, denn faktisch handelt es sich in beiden Fällen um eine Verzinsung, und diese kann langfristig nicht oberhalb der Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts der EU liegen. Darüber hinaus sind Erträge privater Vorsorgeprodukte auch an die Volatilitäten und Krisenanfälligkeit des Finanzsystems gebunden. Dies macht sich bereits seit einigen Jahren bemerkbar, indem die Renditen aus den Abschlüssen der euphorischen Jahre äußerst mager ausfallen.

Was die langfristig orientierten institutionellen Anleger, also Lebensversicherungen und Pensionsfonds, betrifft, so beobachtet die Kommission ihren Rückzug aus vielen Vermögenswerten, darunter auch Aktien. Um die Breite an Vermögenswerten wieder zu erhöhen, will die Kommission zum einen die Eigenkapitalanforderungen für institutionelle Anleger neu festlegen und zum anderen risikogerechtere Kalibrierungen von Infrastrukturinvestitionen und Verbriefungen einführen, was bedeutet, dass derartige Anlagen ein geringeres Risikogewicht erhalten, so dass eine Entlastung des regulatorischen Kapitals eintritt. Angesichts der Absicht, vermehrt Mitteln privater Haushalte für die private Altersvorsorge zu mobilisieren, könnte die Schattenbankstätigkeit institutioneller Anleger, die in der Krise nicht substantiell gelitten hat, noch weiter erhöht werden.

Risikotransfer

Im Aktionsplan der Kommission heißt es: „*Verbriefungen (...) können als wichtige Risikotransferinstrumente dienen, um die Kapitaleffizienz zu verbessern und die Risikoallokation der Nachfrage anzupassen*“ (EU-Kommission 2015: 24). Allerdings gehören Verbriefungen zu den in der Literatur am meisten kritisierten Finanzmarktprodukten. Diese Kritik hat sich die EU-Kommission nicht zu eigen gemacht. Sie stellt vielmehr fest,

dass es im Zuge der Finanzkrise nur zu einem geringen Ausfall bei den Verbriefungen mit Triple-A oder Triple-B-Rating gekommen sei – im Vergleich mit den viel höheren Ausfällen in den USA. Sie schließt daraus, dass die Qualität der Verbriefungen in der Eurozone eigentlich eher hoch sei, d.h. die damit verbundenen systemischen Risiken eher gering wären. Gleichwohl sei der Verbriefungsmarkt enorm geschrumpft, was die Kreditverfügbarkeit in der EU erheblich reduziert hätte.

Das Verbriefungsgeschäft der Banken soll nun durch eine neue Zertifizierung von Verbriefungen gefördert werden – den sog. STS-Produkten (*simple, transparent, standardized*), deren Merkmale im Rahmen einer globalen Diskussion entwickelt wurden. Hierzu hat die Kommission 2015 einen Zusatz zu ihrer Kapitaladäquanzverordnung (CRR) vorgeschlagen, in der detaillierter die STS-Anforderungen aufgeführt sind. STS-Verbriefungen sollen einen Wettbewerbsvorteil gegenüber den übrigen Verbriefungen erhalten. Banken, die STS-Produkte erwerben, sollen weniger Eigenkapital aufbringen müssen als Banken, die die sog. synthetischen Produkte (beispielsweise Kreditausfallversicherungen oder *Asset-Backed-Commercial (ABC) Paper*) erwerben.

Wie oben ausgeführt, wäre es aber eine Illusion zu glauben, dass auch eine STS-Zertifizierung einen vollständigen Risikotransfer garantieren könnte. Dieses grundsätzliche Problem kann auch nicht durch die obligatorische Einführung einer *Zentralen Gegenpartei*¹⁷ im Zuge der anvisierten europäischen Wertpapieraufsicht auf den entsprechenden Handelsplätzen gelöst werden. Möglicherweise erschwert der anonymisierte Handel auf diesen Handelsplätzen sogar eine akzeptable Risikokorrelation.

Kritisch zu beurteilen ist auch, dass sich das Konzept zunächst auf *True-Sale*-Transaktionen beschränkt. Ausgenommen sind bisher die viel komplexeren und in ihrem Risiko schwerer zu beurteilenden synthetischen Verbriefungen, die zu einem späteren Zeitpunkt in das Konzept der Kapitalmarktunion aufgenommen werden sollen. Einer der Gründe ist der Mangel an öffentlich verfügbaren Daten zu Emission, Entwicklung und Marktpraktiken, wie die Europäische Bankenaufsicht (EBA 2015) in einem Bericht feststellt. Ein derartiger Mangel macht eine effektive Regulierung unmöglich. In das STS-Konzept ebenso wenig aufgenommen wurden andere Derivate, bei denen überhaupt kein Erwerb eines Basiswertes

¹⁷ Eine Zentrale Gegenpartei (Central Counterparty – CCP) tritt als Market Maker auf Wertpapierbörsen zwischen Käufer und Verkäufer auf. Sie dient der Anonymisierung des Handels und erhebt eine Sicherheitshinterlegung, um das Ausfallrisiko zu decken.

(Kreditforderung, Anleihe usw.) vorliegen muss, und die im wesentlichen den globalen Handel mit Wertpapieren in den letzten 20 Jahren dominiert und riskanter gemacht haben. Insgesamt bleibt fraglich, ob STS-Produkte in der Lage sind, die mit einem höheren Risiko verbundenen übrigen Verbriefungen aus dem Markt verdrängen zu können. Wächst der Markt insgesamt, ist auch eine Zunahme der hochriskanten Papiere nicht auszuschließen. In diesem Falle würde nicht nur das systemische Risiko erneut zunehmen, sondern auch eine destabilisierende Rückkopplung in die reale Wirtschaft.

Regulierungsarbitrage

Die Kommission beklagt in ihrem Aktionsplan die Fragmentierung der Verbriefungsmärkte durch national unterschiedliche Vorschriften, was die grenzüberschreitenden „*Vertiefungs- und Liquiditätsprozesse*“ beeinträchtigt habe, beispielsweise bei gedeckten Schuldverschreibungen (*Covered Bonds* wie Pfandbriefe). Die Kommission schlägt vor, durch eine „Konvergenz der Regulierungen“ den grenzüberschreitenden Verbriefungshandel zu stärken. Wenn lediglich die national unterschiedlichen Regulierungen konvergieren sollen, nicht aber die zwischen Banken und Nicht-Banken, könnten die bisher bestehenden systemischen nationalen Risiken bei einer Ausweitung des grenzüberschreitenden Verbriefungshandels noch stärker als bisher auf die europäische Ebene übertragen werden. Dies ist insofern zu erwarten, als mit der Bankenunion nun viel rigidere Regulierungen als früher einsetzen, was zu einer Übertragung von Bankenrisiken auf den Verbriefungsmarkt führen könnte. Im Aktionsplan der Kommission wird eine (weitergehende) Konvergenz zwischen europäischer Banken- und Kapitalmarktregulation, beispielsweise in der Eigenkapitaldeckung, aber nicht explizit erwähnt.

3. Kapitalmarktunion vs. Regulierung und Kontrolle

Das Konzept der Kapitalmarktunion steht in seinem Bemühen, das Verbriefungsgeschäft und auszuweiten, in einem eigentümlichen Verhältnis zu einer Anzahl von Maßnahmen, die in den vergangenen Jahren eingeführt wurden. Denn diese Maßnahmen wurden nach der Ansteckung der europäischen Volkswirtschaften durch die amerikanische Finanzkrise ergriffen, um das Verbriefungsgeschäft der Banken einer stärkeren Regulierung und Kontrolle zu unterziehen, was grundsätzlich den Prozess der Hybridisierung nicht nur verlangsamt, sondern sogar

aufhalten kann, wenn konsequent verfolgt. Dagegen will die Kapitalmarktunion diese Restriktionen überwinden und hybride Kapitalmärkte fördern.

Diese Regulierungs- und Kontrollmaßnahmen umfassen insbesondere die 2009 als sog. CRD II Gesetzgebungspaket verabschiedete *Capital Requirements Directive II*. Ihr zufolge darf eine Zweckgesellschaft als Anleger nur noch dann Verbriefungsrisiken übernehmen, wenn die emittierende Bank einen Selbstbehalt des Risikos von mindestens 5 Prozent übernimmt. Da der deutsche Sonderweg: 10 % erfordert, stellt sich die Frage, ob durch die Konvergenz des nationalen Rechts die höhere Hürde in Deutschland wieder fallen soll. Durch diese Richtlinie wurden auch die Anforderungen an die Eigenkapitalunterlegung im Handelsbuch, in dem die Kreditinstitute Positionen zum Wiederverkauf halten, an die höheren des Anlagenbuchs¹⁸ angepasst.

Mit der weiteren Richtlinie 2010/76/EU (= CRD III) wurde eine gesonderte Kategorie der Wiederverbriefung geschaffen. Wenn ein Pool von Forderungen in Tranchen unterteilt wird, und eine der zugrunde liegenden Forderungen bereits eine Verbriefungsposition ist, wird eine Kategorie geschaffen, die besondere und gegenüber einfachen Verbriefungen höhere Risikogewichte unterstellt, da solche Positionen wegen ihrer Komplexität schwerer zu analysieren sind. Dieser Kategorie gehören beispielsweise *Collateral Debt Obligations* (CDO) an, wenn in deren Pool eine *Asset Backed Security* (ABS) enthalten ist. Darüber hinaus werden auch Stresstests in Bezug auf Verbriefungspositionen erforderlich („*stress-value-at-risk*“). Dabei spielt nicht die Wahrscheinlichkeit eines Wertverlustes, sondern die Annahme eines bereits eingetretenen Wertverlusts selbst eine Rolle für die Überlebensfähigkeit des Investors. Auch diese Maßnahme zielt auf eine höhere Eigenkapitalunterlegung für die Bank ab.

Im Juni 2013 wurde von den zuständigen Instanzen der EU eine neue Richtlinie angenommen, mit der die erhöhten Eigenkapitalanforderungen für Kreditinstitute von Basel III umgesetzt werden sollen und die die früheren Bankenrichtlinien (aus 2006) und die Kapitaladäquanzrichtlinie (ebenfalls aus 2006) ablösen. In Deutschland wurde die Richtlinie durch das *CRD IV-Umsetzungsgesetz* vom 28. August 2013 umgesetzt). Die

¹⁸ Aus dem Anlagenbuch werden alle Forderungen ins Handelsbuch überführt, die im Zuge von True-Sales veräußert werden sollen. Sie erscheinen damit nicht mehr in der Bankbilanz.

Richtlinie sieht die Einführung von Liquiditätspuffern bei Banken vor. Und: Von Zweckgesellschaften begebene Aktiva dürfen nur unter engen Voraussetzungen als liquide Aktiva in der Bankbilanz gelten.

Schließlich werden durch die EU-Rating Verordnung von 2009 (geändert 2011 und 2013) Emittenten strukturierter Instrumente verpflichtet, mindestens zwei Ratingagenturen zu beauftragen, wenn sie sich denn eines Ratings bedienen wollen. Bei Wiederverbriefungen ist der Wechsel der Agentur nach vier Jahren zwingend.

Alle diese Maßnahmen können sich als Schritte in die richtige Richtung einer Identifizierung und Behandlung einzelwirtschaftlicher Risiken erweisen, sind jedoch angesichts der Dynamik von Finanzmarktprozessen keineswegs ausreichend. Vier zwingend erforderliche Bereiche einer effektiven Regulierung bleiben offene Positionen:

- Wesentliche Fortschritte bei der Erfassung jener Finanzinstitute, die nicht der Aufsicht der Europäischen Bankenaufsicht unterstehen („Schattenbanken“) sind nicht erfolgt, und insofern gibt es bisher auch keine Regulierungsschritte. Eine Schwierigkeit ist zweifelsohne die prekäre Datenlage nicht zuletzt vor dem Hintergrund einer riesigen Anzahl verschiedener Finanzinstrumente und Institutionen (EU-Kommission 2012). Wichtiger scheint indes ein interessengeleiteter Widerstand in Kommission und Europäischem Parlament, selbst dort, wo Informationen vorliegen: Während der internationale Finanzstabilitätsrat eine „Austrocknung“ wesentlicher Bereiche des Schattenbankwesens (Geldmarktfonds) vorschlägt, konnten in Kommission und Parlament wegen des bisherigen britischen Widerstands keine harten Regeln verabschiedet werden.¹⁹
- Für synthetische Verbriefungen existieren auch Mitte 2016 weder globale noch europäische Standards. Die Kommission hat nur unzureichende Anstrengungen übernommen, die neuen Standards bei *True-Sale*-Verbriefungen auf einzelne Komponenten von synthetischen Verbriefungen zu übertragen (vgl. European Banking Authority 2015). Dies schafft für „Originatoren“ von Verbriefungen (in der Regel Banken) neue Möglichkeiten der Regulierungsarbitrage.
- Es bestehen Lücken in der Verzahnung der Regulierungen des Bankensektors und der des Derivatemarktes, was grundsätzlich Regulierungsarbitrage ermöglicht: Banken

¹⁹ Vgl. Deutsche Wirtschafts Nachrichten vom 27.02.2015.

können bei stärkerer Regulierung ihres Kreditgeschäfts in den Derivatemarkt ausweichen, was die systemischen Risiken erhöht. Sinnvoll wäre die Ausdehnung des *Single Supervisory Mechanism* der Bankenunion auf den Verbriefungsmarkt der Eurozone. Allerdings hatte sich Großbritannien in den Verhandlungen über die Struktur der Bankenunion eine Doppelte-Mehrheit-Abstimmungsprozedur in der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde gesichert, die auch nach dem Austritt Großbritanniens aus der EU in Kraft bleibt. Damit kann eine einfache Mehrheit der Nicht-Euro-Mitglieder in der EBA jede Entscheidungsfindung verhindern.

-

Die EU-Kommission hat im September 2010 eine Verordnung zum Derivatehandel vorgeschlagen, die derzeit noch Gegenstand von Verhandlungen zwischen dem Europäischen Rat (Staats- und Regierungschefs) und dem Europäischen Parlament sind. Der Hochfrequenzhandel, der Kursausschläge verstärkt, ist weiterhin unbegrenzt möglich. Ein mögliches Verbot von Leer- und Eigenhandel der Banken steht indes nicht auf der Tagesordnung. Dasselbe gilt für Maßnahmen zur Schaffung eines Trennbanksystems. Der berühmte Glass-Steagall-Act von 1933 hat ein derartiges System in den USA geschaffen und den Eigenhandel der Banken beseitigt. Seine Aufhebung erfolgte 1999. Fortan durften die US-Kreditinstitute auch als Investmentbanken mit ihrem Eigenkapital auf dem internationalen Geldmarkt auftreten. Ökonomen haben auf die Nachteile des Trends zu einem Universalbankensystem in der EU verwiesen und favorisieren eine strikte Trennung von Kredit- und Investment-Banking, welches wohl eine ebenso mächtige Maßnahme gegen die weitere Hybridisierung der Kapitalmärkte sein dürfte wie eine einheitliche Regulierung der verschiedenen Subsysteme des Finanzsystems.

4. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Wenige, aber charakterisierende Zahlen haben deutlich gemacht, dass die Liberalisierung der Kapitalmärkte weltweit und in der Europäischen Union zur Aufhebung der traditionellen Trennung zwischen bankbasierter und marktbasierter Finanzierung geführt hat. Dadurch sind hybride Kapitalmärkte entstanden, bei denen die Verflechtung zwischen den einzelnen Marktsegmenten und Instituten zu einem erweiterten Risikotransfer führt.

Die Daten zur Entwicklung der Liquidität haben ferner deutlich gemacht, dass die gleiche Wachstumsrate der Produktion von Gütern und Dienstleistungen einen immer größeren finanziellen Einsatz verlangt wie auch eine zusätzliche Einheit des Handels mit ihnen.

Niemand hat bisher plausibel begründen können, warum die reale Wirtschaft bei einer größeren Stabilität des globalen Finanzsystems nicht mit weniger Finanzierung auskommen könnte. Vielmehr ist die These von einem vollständigen mikroökonomischen Risikotransfer durch möglichst viele Derivate eine Illusion; eher werden die gesamtwirtschaftlichen Risiken durch eine Verschlechterung der Fristentransformation, einen unvollständigen Risikotransfer und eine unerwünschte Ausdehnung der Kredithebelung erhöht. Das Konzept zertifizierter Verbriefungen stellt keine ausreichende Systemstabilität her, weil es wesentliche Märkte auslöst und dadurch Regulierungsarbitrage zwischen Banken und Kapitalmarktakteuren ermöglicht.

Die Kapitalmarktunion steht im Konflikt mit der bisherigen Politik der Regulierung und Kontrolle. Diese – konsequent verfolgt – würde die Beschneidung hybrider Kapitalmärkte zur Folge haben, während die Kapitalmarktunion Restriktionen eher zu überwinden gedenkt. Solange Regulierung und Kontrolle keine Finanzmarktstabilität sicherstellen können, sollte das wirtschaftspolitische Ziel in Europa die volumenmäßige Beschränkung des Verbriefungshandels und nicht seine Förderung und Wiederbelebung sein. Es bleibt zumindest unverständlich, warum wesentliche Komponenten des Kommissionsentwurfs bis Ende 2017 implementiert werden sollen (Kapitel 7 des Aktionsplans), wenn zentrale Regulierungsbereiche noch längst nicht umgesetzt sein werden. Vor diesem Hintergrund ist es sinnvoller, zusätzliche Anstrengungen in eine effektive Regulierung und Kontrolle und in die Schaffung von institutionellen Kapazitäten zu investieren als in das dubiose Konzept einer Kapitalmarktunion.

Sowohl das Konzept einer Kapitalmarktunion wie auch das einer umfassenden und effektiven Regulierung kann nicht jene Barrieren für Investitionen und Innovationen durchbrechen, die eine fehlende Nachfrage setzt. Es fehlt der Europäischen Union ein zentraler Akteur, der entweder über effektive Koordinierung der nationalen Akteure oder aus eigenem Recht die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und das allgemeine Vertrauen stabilisiert. Dieser Aspekt ist in den letzten Jahren in unzähligen Studien und Stellungnahmen adressiert worden, so dass hier auf eine ausführliche Diskussion verzichtet wurde. Gleichwohl bleibt diese Frage auf der Tagesordnung auch bezüglich einer Kontrolle und Regulierung der Kapitalmärkte.

Literatur

- Contratto, F. 2014: „Hochfrequenzhandel und systemische Risiken“. GesKR – Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, 2 2014, 143-160.
- Culp, C. L. 2004: „Risk Transfer: Derivates in Theory and Practice.“ Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
- EBA 2015: “The EBA report on synthetic securitisation”. EBA/Op/2015/26.
<https://www.eba.europa.eu/>
- EU-Kommission. 2012: “Grünbuch Schattenbankwesen“.
ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_de.pdf
- EU-Kommission. 2015a: „Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion“. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52015DC0063>. Geöffnet: 24. Juni 2016.
- EU Kommission. 2015b: „Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden“. Brüssel im Juni. http://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/5-presidents-report_de_0.pdf; geöffnet am . Oktober 2015.
- EU Kommission. 2015c: „Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen. Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion“. Brüssel im September. http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_de.pdf; geöffnet am 10. März 2016.
- European Central Bank. 2012 “Shadow Banking in the Euro Area. An Overview”. ECB Occasional Paper Series No. 133, April 2012.
- Financial Stability Board. 2015: “Global Shadow Banking Monitoring Report 2015”. November 2015.
- Fußwinkel, O. 2014: „Grauer Kapitalmarkt: Rendite und Risiko - Marktabgrenzung, Regulierung und Verantwortung des Anlegers“. BaFin-Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht . Online: <https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2014/> Zugriff: 8. Juni 2016.
- Gabrisch, H. 2016: “Cross-border finance, trade balances and competitiveness in the euro area”. MPRA Paper No. 68518, December.
- Hobza, A. und Zeugner, S. 2014: „Current accounts and financial flows in the euro area. Web appendix. <http://www.zeugner.eu/studies/finflows/>.
- Keynes, J.M. (1921) A Treatise on Probability, Macmillan.
- Keynes, J. M. 1937” “The General theory of employment”. The Quarterly Journal of Economics. February, 1937, 209-223.
- Knight, F.H. (1921) Risk, Uncertainty and Profit, Univ. of Chicago Press.

- Schulmeister, Stephan. 2009: „Finanzspekulation, Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung“. European Journal of Economics and Economic Policy: Intervention, Volume 4, Issue 1, 74-97.
- Valiante D. 2016: “Europe’s untapped capital market.” <http://voxeu.org/article/capital-market-union-europe>. März 2016; access: 24.6.2016.
- Véron, N. und G. B Wolff. 2016:“ Capital Markets Union: a Vision for the Long Term”. Journal of Financial Regulation, 2016,2, 130-153.
- Walkamp, P. 2013: “Kauf gebrauchter Lebensversicherungen“. BaFin-Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht . Online:
<https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2013/>. Zugriff: 8. Juni 2016.