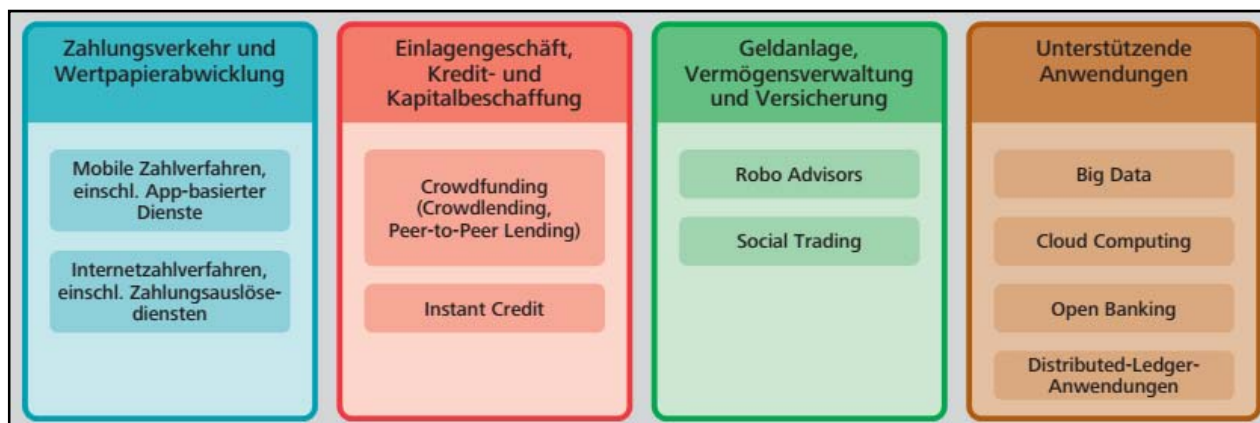


## Diskussionspapiere/Discussion Papers # 5 (27. Februar, 2017)<sup>1</sup>

ISSN 2364-2858

### Die Krise der Gemeinschaft als Chance für den Finanzplatz Europa – gestalten statt verwalten

Hannes Rehm<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Kopien oder ein PDF sind erhältlich vom Hannover Center of Finance e.V., Königsworther Platz 1, 30167 Hannover, [www.hcf.uni-hannover.de](http://www.hcf.uni-hannover.de)

<sup>2</sup> Prof. Dr. Hannes Rehm, Honorarprofessor an der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster, Vorstand der NORD/LB, Hannover, 1993 – 2008, davon Vorstandsvorsitzender 2004 – 2008, Sprecher des Leitungsausschusses des Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin) 2009 – 2011, Ehrenmitglied des Hannover Center of Finance e.V. seit 2013, [mail@hannes-rehm.de](mailto:mail@hannes-rehm.de)



# **Die Krise der Gemeinschaft als Chance für den Finanzplatz Europa**

## **– gestalten statt verwalten**

### **Vorwort**

Der Brexit und die Trump-Wahl sind Anlass, die künftige Rolle, das Potential und die Chancen des Finanzplatzes Europa zu überdenken und neu auszurichten.

Grundlage jeder Weiterentwicklung muss die Stabilisierung der Währungsunion und ihrer beiden Säulen, der Fiskalunion und der Bankenunion, sein. Nur dann wird man die zu erwartende transatlantische Diskussion über künftige Ziele und Instrumente der internationalen Bankordnungspolitik aus europäischer Sicht und mit dem Ziel eines transatlantischen „level playing field“ führen können.

Auf dieser Grundlage sollten weitere Voraussetzungen für die künftige Wettbewerbsfähigkeit für den Finanzplatz Europa geschaffen werden: Eine materiell und institutionell gestraffte Bankenaufsicht, technologische und rechtliche Rahmenbedingungen für eine nach vorn gerichtete Entwicklung der „Financial Technology“ sowie für einen europäischen Kapitalmarkt, der eine leistungsfähige, durch den Euro-Raum geprägte Börsenstruktur erfordert.

## Inhaltsverzeichnis

I.	Der Finanzplatz Europa ist herausgefordert .....	3
II.	Der gegenwärtige Befund .....	5
1.	Die Mängel der Fiskal- und der Bankenunion als Folge fortgesetzten Rechtsbruchs .....	5
2.	Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) angesichts wirtschaftlicher Disparitäten im Euro-Raum .....	8
3.	Die Situation Griechenlands – das schwächste Glied der europäischen Kette .....	11
III.	Die notwendigen Veränderungen in den Strukturen der Währungsunion als Voraussetzung für einen zukunftsfähigen Finanzplatz Europa .....	12
1.	Die Entscheidungen zwischen Integrations-Phantasie und -Wirklichkeit .....	12
2.	Die Korrektur der Verfasstheit und der Aufgabenstellung der EZB	15
3.	Die Stabilisierung der Fiskalunion .....	16
4.	Die Lösung des griechischen Problems durch eine handlungsfähige Fiskalunion .....	18
5.	Die erforderlichen Weichenstellungen in der Bankenunion .....	20
6.	Die Bereinigung der Bilanzen europäischer Banken von Altlasten	25
IV.	Die regulatorischen, institutionellen und infrastrukturellen Anforderungen an den Finanzplatz Europa .....	28
1.	Die Bedeutung des haftenden Eigenkapitals .....	29
2.	Das Trennbankensystem – eine europäische Option? .....	34
3.	Die unterschiedliche Praxis der Bankenaufsicht .....	36
4.	Die abweichende Rechnungslegung .....	38
5.	Das Wachstum der Schattenbanken .....	41
6.	Die zunehmende Rolle der FinTech's .....	43
7.	Die Schaffung eines Europäischen Kapitalmarktes .....	48
V.	Der Brexit und die Zukunft des Finanzplatzes Europa .....	51
	Zusammenfassung .....	53
	Literaturverzeichnis .....	60
	Ausgewählte Veröffentlichungen des Autors zum Europäischen Bankenmarkt .....	64

## I. Der Finanzplatz Europa ist herausgefordert

- (1) Die Uhr läuft gegen Europa. Der alte Kontinent wurde vom Ergebnis der US-Präsidentschaftswahl im November 2016 ebenso überrascht, wie von der Entscheidung der Briten für den Brexit. Zum Druck von außen kommt die politische Erosion der europäischen Idee von Innen, z. B. in Frankreich, Italien, Spanien und den Niederlanden. Es bleibt keine Zeit für Blümenträume einer institutionellen Neugestaltung des europäischen Hauses. Es besteht vielmehr die Gefahr, dass weitere Bewohner ausziehen, weil sie nicht an eine dauerhafte Zukunft in diesem Domizil glauben. Deshalb ist Konzentration auf das wirklich Notwendige und auch Leistbare angesagt. Das heißt: Das realwirtschaftliche Fundament zu stabilisieren und den dafür notwendigen finanzwirtschaftlichen Rahmen zu renovieren.

Handlungsbedarf besteht gleichermaßen für den Finanzplatz Europa. Nur zwei Hinweise sollen dessen gegenwärtige Verfassung skizzieren: Unter den TOP 20 der (nach dem Börsenwert) größten Banken dieser Welt dominieren US-amerikanische und chinesische Institute, in diesem Ranking ist die HSBC die einzige europäische Bank. Und nur in wenigen europäischen Ländern verdienen die Banken die durchschnittlichen Kapitalkosten (vgl. Abb. 1), auch die deutschen Banken stehen hier vor einer Herausforderung<sup>1</sup>. Droht in Europa der Bankindustrie ein ähnliches Schicksal wie der Telekommunikation und der Digitalisierung, nämlich eine abnehmende Bedeutung im globalen Maßstab?

---

<sup>1</sup> Vgl. A. Dombret, Y. Gündüz, J. Rocholl: Will German banks earn their cost of capital?, Deutsche Bundesbank, Discussion Paper No 1/2017.

Abb. 1: Die Eigenkapital-Rentabilität europäischer Banken



Quelle: B. Neubacher: Keine Großfusion in Sicht, in: Börsen-Zeitung vom 20.1.2017.

(2) Im Folgenden wird versucht, Antworten auf für den Finanzplatz Europa wesentliche Fragen zu finden:

- Wie kann die Stabilität der Europäischen Währungsunion gesichert werden?
- Wie müssen dabei die Strukturen und die Instrumente der Fiskalunion und der Bankenunion gestaltet werden, damit die Währungsunion auch in der globalen Dimension wettbewerbsfähig ist?, und
- was bedeutet das für die regulatorische, die technologische und für die rechtliche Infrastruktur des Finanzplatzes Europa?

## II. Der gegenwärtige Befund

### 1. *Die Mängel der Fiskal- und der Bankenunion als Folge fortgesetzten Rechtsbruchs*

- (1) „Scheitert der Euro, scheitert Europa“. Dieses Wort der Bundeskanzlerin bestimmt nicht nur die deutsche Europapolitik, sondern es ist auch das offizielle Credo der Gemeinschaft. Diese Zuspitzung überrascht. Die Voraussetzungen dafür, dass sich Nationen unter einer Idee vereinen, ist ein gemeinsamer Wertekanon, der akzeptiert und respektiert wird, welcher die Verfassung dieser Staaten prägt und gelebt wird, nicht aber das ökonomische Konstrukt einer gemeinsamen Währung. Eine solche kann unter bestimmten Voraussetzungen ein zusätzlicher Katalysator und Promotor von Wohlstand sein. Die Bedingungen dafür sind jedoch eine hinreichende Homogenität der Leistungsfähigkeit und Produktivität der beteiligten Volkswirtschaften und eine in den Zielen und Prioritäten akkordierte und gemeinsam getragene Wirtschaftspolitik. Beides muss in einem vereinigten Währungsraum gegeben sein, weil eine nationale Währung und damit auch eine nationale Währungspolitik als Kompensation abweichender struktureller Voraussetzungen entfallen<sup>1</sup>.
- (2) Die dafür notwendigen Anpassungen wollte man in Europa nicht abwarten. Diese politische Ungeduld schmälerte die Erfolgsaussichten des Vorhabens von Anfang an: Man potenzierte die Heterogenität der Ausgangsbedingungen durch eine forcierte Öffnung der Gemeinschaft auch für solche Staaten, die im Zeitpunkt ihres Beitritts in die Währungsunion erkennbar den ökonomischen Anforderungen des einheitlichen Währungsraums nicht gerecht werden konnten<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Vgl. R. Mundell: A Theory of Optimum Currency Areas, in: American Economic Review, Vol. 51 (1961), S. 657 ff.; R. McKinnon: Optimum Currency Areas, in: American Economic Review, Vol. 53 (1963), S. 717 ff.

<sup>2</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Stellungnahme des Zentralbankrates zur Konvergenz in der Europäischen Union im Hinblick auf die Dritte Säule der Wirtschafts- und Währungsunion, in: Monatsbericht April 1998, S. 17 ff.

Hinzu kam, dass diese Länder nicht bereit waren, einen 10 Jahre anhaltenden Zeitraum (2000 bis 2010) niedrige Eurozinsen für die notwendigen Anpassungen zu nutzen, um so innerhalb der Eurozone, aber auch im globalen Maßstab wettbewerbsfähig zu werden. Man finanzierte mit den niedrigen Eurozinsen Ausgaben, die politisch opportun waren und den strukturellen Ballast verfestigten<sup>1</sup>. Hinzu kam, dass die erwartete Stabilisierung der Währungsunion durch die Fiskalpolitik und die Europäische Bankenunion ausblieb.

In der Europäischen Fiskalunion sind die Kriterien für die Haushaltsdisziplin nach dem Bruch der Maastricht-Regeln unscharf<sup>2</sup>. Der Fiskalpakt von 2012, der Kern der Fiskalunion, definiert die Grenzen für zusätzliche Nettoneuverschuldung als den jährlichen strukturellen Haushaltssaldo des Gesamtstaates, d. h. „den jährlich konjunktur-bereinigten Haushaltssaldo ohne Anrechnung einmaliger und befristeter Maßnahmen“. Hier sind der Auslegung Tür und Tor geöffnet. Offen bleibt auch die dauerhaft disziplinierende Wirkung des sog. „Europäischen Semesters“, insbesondere was die „Sixpack“- und die „Twopack“-Regelungen zur Koordinierung der Wirtschafts- und Finanzpolitik betrifft. Die chronischen Defizitsünder – Spanien, Italien, Portugal, Belgien und Frankreich – erhalten laufend Aufschub, immer neue Gründe zur Rechtfertigung mangelnder Budgetdisziplin haben längst Vertrags- und Regeltreue ersetzt<sup>3</sup>. Zu Recht kommentiert das Bundeswirtschafts-

---

<sup>1</sup> Vgl. R. Ohr: Integration in einem nicht-optimalen Währungsraum, in: Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, Jg. 38, 1993, S. 29 ff.; W. Pommerehne: Warum die Europäische Währungsunion verfrüht ist, in: WiSt – Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 23. Jg., 1994, S. 82 ff.; M. Friedman: Why Europe Can't Afford the Euro. The Danger of a Common Currency, in: The Times, 19. Nov. 1997, S. 7.

<sup>2</sup> Vgl. J. Becker, C. Fuest: Der Odysseus-Komplex, München 2017, S. 155 f.

<sup>3</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Zur Umsetzung der fiskalischen Regeln der Europäischen Währungsunion, in: Monatsbericht Dezember 2014, S. 8 ff.



ministerium dazu: „Nur wenn alle die gemeinsam vereinbarten Ziele und Verfahren ernst nehmen, wird Europa Glaubwürdigkeit zurückgewinnen.“<sup>1</sup>

Dies ist nicht der Fall, und die damit einhergehenden Konsequenzen für die öffentlichen Haushalte offenbaren sich in zunehmenden staatlichen Defiziten. Deren Finanzierung durch den Bankensektor hat zu einer unheilvollen Verquickung zwischen Bankindustrie und öffentlicher Hand geführt. Die Regierungen verbündeten sich mit den Banken zur Alimentation einer wenig zukunftsträchtigen Finanzpolitik. Von der Finanzindustrie abhängige Staaten sind aber eine schlechte Voraussetzung für eine konsequente Bankenregulierung und Bankordnungspolitik, denn die „Sünder“ kooperieren mit den „Sündern“.

- (3) In 2014 ist – gewissermaßen als Pendant zur Fiskalunion – das Gerüst einer Europäischen Bankenunion auf den Weg gebracht worden. Es ist zu befürchten, dass es diesem Ordnungsrahmen ebenso ergeht wie dem erwähnten Fiskalpakt: Man setzt Regeln, an die man sich im Weiteren nicht gebunden fühlt<sup>2</sup>.

Diese Erwartung besteht insbesondere im Hinblick auf die Verteilung von Chancen und Risiken in der Bankindustrie<sup>3</sup>. Es geht um die Haftung von Eigentümern und Gläubigern bei Schieflagen. Diese – und nicht der Steuerzahler – sollen künftig für die Restrukturierung und Abwicklung von Kreditinstituten eintreten. Die in der Europäischen Abwicklungs- und Restrukturierungs-Richtlinie von 2014 vorgesehene Lastverteilung steht

---

<sup>1</sup> Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie: Wirtschaftspolitische Koordinierung in Europa – ein Fundament für den Euro. Verfahren müssen konsequent angewandt werden, in: Monatsbericht Dezember 2013, S. 19 ff., S. 19.

<sup>2</sup> Vgl. F. Chr. Zeitler: Voraussetzungen für eine effektive Bankenunion, in: ifo-Schnelldienst, 67. Jg., 2014, H. 10, S. 16 ff.

<sup>3</sup> Vgl. H. Rehm: Die Europäische Bankenunion, Frankfurt/M. 2015, S. 39 ff.

jedoch in der Gefahr, sich im Einzelfall als brüchig zu erweisen: Eine Vielzahl von Ausnahmetatbeständen lädt dazu ein, die entsprechenden Verpflichtungen von Eigentümern und Gläubigern („bail-in“) zu sozialisieren, wenn Kreditinstitute vom Markt genommen werden müssen. Wie bei der Fiskalunion ist auch in das Regelwerk der Bankenunion auslegungsfähig, und die Hierarchie der Verpflichtungen von Eigentümern und Gläubigern im Abwicklungsfall ist in den einzelnen Ländern unterschiedlich geregelt<sup>1</sup>. (Vgl. dazu ausführlicher unten unter III.5.).

## **2. Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) angesichts wirtschaftlicher Disparitäten im Euro-Raum**

- (1) Die institutionelle Instabilität der Währungsunion wird begleitet von einer Gemengelage unterschiedlicher realwirtschaftlicher Potenz der Mitgliedstaaten: In Italien und Frankreich sind – wie die EZB in ihrem Wirtschaftsbericht von August 2016 unterstreicht – bislang wirklich durchgreifende Reformen, insbesondere auf dem Arbeitsmarkt, ausgeblieben. Spanien, Portugal und Irland haben dagegen in den zurückliegenden Jahren beachtliche, zum Teil auch erfolgreiche, Anstrengungen zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit ihrer Volkswirtschaften auf den Weg gebracht, Irland hat den „turnaround“ offensichtlich geschafft. Allerdings ist durch die Fehler und Versäumnisse der Vergangenheit die Latte für den Erfolg dieser Mühen hoch. Aufs Ganze gesehen müssen die Südländer und Frankreich ihr Kostenniveau, das aus Löhnen, Renten und Sozialleistungen resultiert, um 20% bis 30% senken, um im europäischen und globalen Wettbewerb

---

<sup>1</sup> Vgl. S. Zech u. B. Rudolph: Bail-in als stumpfes Schwert zur Bankenrettung? Sanierung und Abwicklung in der europäischen Bankenunion, in: ifo-Schnelldienst, 68. Jg., 2015, H. 20, S. 25 ff.

wieder mithalten zu können<sup>1</sup>. Offen bleibt dabei, wie die geopolitischen Verschiebungen – der Brexit und die neue außenpolitische und -wirtschaftliche Ausrichtung der USA unter dem Präsidenten Trump insofern zusätzliche Herausforderungen bringen<sup>2</sup>.

- (2) Die EZB versucht seit 2010, diese strukturellen Diskrepanzen in der europäischen Wirtschaft mit den Mitteln der Geldpolitik einzuebnen. Sie will das kompensieren, was die europäische Fiskal- und Wirtschaftspolitik nicht leisten, um „Zeit“ für die notwendigen Anpassungen „zu kaufen“. Auf Dauer kann die Geldpolitik aber nicht die Versäumnisse der europäischen Wirtschaftspolitik ausgleichen, Europa hat kein monetäres, sondern ein politisches Problem.

Die Politik der EZB hat sowohl im Hinblick auf die Ziele als auch bei den Instrumenten ihre Grenzen erreicht<sup>3</sup>. Sie kann die Kreditnachfrage nur begrenzt stimulieren, solange strukturelle Probleme die Investoren zögern lassen. Die Indikatoren für das angestrebte Inflationsziel von 2% sind verzerrt. Die niedrige Rate der Geldentwertung beruhte auf dem derzeit geringen Niveau der Energie- und Nahrungsmittelpreise, hier zeichnet sich eine Tendenz-Umkehr ab. Überdies ist im monetären Bereich ein gefährliches Ungleichgewicht entstanden: die Geldmenge ist wesentlich stärker gestiegen als das europäische Sozialprodukt. Der geldpolitische Ansatz stößt an Grenzen. Die fortlaufende Absorption von Wertpapieren öffentlicher und privater Emittenten hat die Märkte dieser Titel ausgetrocknet und weitgehend funktionsunfähig gemacht.

---

<sup>1</sup> Vgl. H.-W. Sinn: The Euro Trap: On Bursting Bubbles, Budgets and Beliefs, Oxford 2014, S. 69; W. Stock, W. D. Hartmann: Die Euro-Konkurrenz: Ist der Europäische Wirtschaftsraum mit dem Euro wettbewerbsfähig?, Frankfurt/M. 2016; J. Stiglitz: The Euro – How a Common Currency Threatens the Future of Europe, Cambridge/Mass. 2016.

<sup>2</sup> Vgl. D. Waltherr (Hrsg.), W. Stock, W. D. Hartmann: Die Euro-Konkurrenz nach dem Brexit, Frankfurt/M. 2017.

<sup>3</sup> Vgl. C. S. Weber: ECB – Credibility at Risk?, in: Applied Economics Quarterly, Vol. 60, Jg. 2014, H. 2, S. 123 ff.; Deutsche Bundesbank: Zu den gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der quantitativen Lockerung im Euro-Raum, in: Monatsbericht Juni 2016, S. 29 ff.

- (3) Vor allem haben die eingesetzten Instrumente, deren Volumen mittlerweile deutlich über Euro 2 Billionen beträgt, beachtliche Risiken und Nebenwirkungen. Die Niedrigzinspolitik erleichtert eine defizitäre Finanzpolitik. Der unbegrenzt mögliche Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB verletzt das Nichtbeistands-Gebot des Maastricht-Vertrags durch einen europäischen Haftungsverbund. Die EZB ist inzwischen der größte Gläubiger der Euro-Staaten. Diese Geldpolitik stützt Banken ohne tragfähiges Geschäftsmodell, führt zu Blasen in der Vermögensbildung und setzt die Steuerungsfunktion des Zinses außer Kraft.

Die Wachstumsschwäche des Euro-Raums hängt ursächlich damit zusammen, dass die notwendigen Strukturbereinigungen in der Bankindustrie und in der Realwirtschaft angesichts der permanenten Alimentation mit Zentralbankgeld aufgeschoben werden können. Die Niedrigzinspolitik lockt beide Bereiche zunehmend in eine Schuldenfalle: Sie führt zu Fehlsteuerungen: Unterschiedliche Zinsen für Investoren sind nicht mehr Ausdruck unterschiedlicher Bonitäten und Risiken. Vor allem: Die EZB schafft einen sozial-politischen Sprengsatz, weil sie die private Vorsorge faktisch ins Leere laufen lässt und eine Umverteilung zugunsten des Staates und zu Lasten der Gläubiger auslöst<sup>1</sup>.

- (4) Dies hat die Reputation der EZB geschwächt und eine Diskussion über ihre Rolle ausgelöst, bis hin zu der Frage, ob diese ihre Unabhängigkeit überdehnt. Keine europäische Institution kann Maßnahmen mit derartiger Wirkungsmächtigkeit ohne parlamentarische Legitimation und Kontrolle auf den Weg bringen. Die Autonomie der EZB, die sich allein

---

<sup>1</sup> Vgl. H. Rehm: Der letzte Schuss mit der Bazooka – ein Treffer?, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jg. 2015, H. 5, S. 221 ff.

aus der Verantwortung für die Preisniveaustabilität rechtfertigt, ist zum Vehikel wirtschaftspolitischer Omnipotenz geworden. Dieses Gestaltungs-Monopol wird verstärkt durch die Zuständigkeit der EZB für Geldpolitik und Bankenaufsicht. Wie konfliktträchtig diese Kombination ist, wird sich zeigen, wenn die EZB-Bankenaufsicht über die Schleifspuren der EZB-Geldpolitik in den Bilanzen der Kreditinstitute und über die institutsindividuellen Konsequenzen einer Korrektur dieser Politik urteilen muss.

### **3. Die Situation Griechenlands – das schwächste Glied der europäischen Kette**

Die genannten Entwicklungslinien und deren Konsequenzen verdichten und potenzieren sich in der politischen und wirtschaftlichen Situation Griechenlands<sup>1</sup>. Das wirtschaftlich schwächste und innenpolitisch labilste Land der Union stellt Europa vor eine Zerreißprobe, weil es das Selbstverständnis und die Solidarität innerhalb der Gemeinschaft aufs Äußerste strapaziert. Diejenigen Mitglieder, die unter großen Kraftanstrengungen die notwendigen Anpassungen gemeistert haben, werden dauerhaft nicht akzeptieren, dass eine fortlaufende Alimentierung dieses Mitglieds ein Movens der europäischen Integration sein soll. Die seit 2010 mit drei Rettungspaketen nach Griechenland geflossenen Mittel der Gemeinschaft und des IWF belaufen sich auf rd. Euro 350 Mrd. Dazu kommt die Kreditierung innerhalb des Europäischen Zahlungsbilanz-Ausgleichssystems (TARGET) in Höhe von aktuell rd. Euro 100 Mrd. Durchgreifende Verbesserungen der wirtschaftlichen Situation Griechenlands und eine

---

<sup>1</sup> Vgl. H.-W. Sinn: Die griechische Tragödie, in: ifo-Schnelldienst, Jg. 68, 2015, Sonderausgabe; S. Fiedler u. S. Kooths: Griechenland – zwischen Insolvenz und Schuldenerlass, Wirtschaftsdienst, 95. Jg., 2015, H. 9, S. 609 ff.; Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Konsequenzen aus der Griechenland-Krise für einen stabilen Euro-Raum, Sondergutachten vom 28.7.2015, Wiesbaden.

konsequente Umsetzung der von den Gläubigern mit den Hilfsmaßnahmen verbundenen Reformpakete sind bislang nicht erkennbar. Das Beispiel Griechenland verdeutlicht, dass das Integrationskonzept des Ausgleichs unterschiedlicher Interessen durch ausgetüftelte Kompromisse des Gebens und des Nehmens seine Grenzen erreicht hat.

### **III. Die notwendigen Veränderungen in den Strukturen der Währungsunion als Voraussetzung für einen zukunftsfähigen Finanzplatz Europa**

#### **1. Die Entscheidungen zwischen Integrations-Phantasie und -Wirklichkeit**

(1) Soweit der Befund. Was könnte, was sollte geschehen, um die Währungsunion und den Finanzplatz Europa zukunftsfähig zu gestalten? An Vorschlägen dafür mangelt es nicht<sup>1</sup>. Die im Juni 2015 von den „Fünf Präsidenten“ vorgelegten Überlegungen zu einer stärkeren wirtschafts- und finanzpolitischen Integration<sup>2</sup> zielen darauf ab, die Gemeinschaftshaftung auszuweiten und das Prinzip von Kontrolle und Haftung noch mehr zu erodieren<sup>3</sup>. Im Interesse tatsächlichen Fortschritts sollte man sich zunächst auch von den Ideen einer weiteren institutionellen Integration hin zu einer politischen Union zunächst verabschieden<sup>4</sup>. Das gilt auch für das Konzept eines europäischen Finanzministeriums, einer eigenen Fiskalkapazität der Gemeinschaft, ebenso wie für den Vorschlag einer vom Europäischen Parlament gewählten Europäischen Regierung. Alle diese Konzepte sind nach den Erfahrungen der Vergangenheit nicht einmal mittelfristig umsetzbar, weil der politische Wille fehlt.

<sup>1</sup> Vgl. z. B. M. K. Brunnemeier, J.-P. Landau: The Euro and the Battle of Ideas, Princeton 2016; H.-W. Sinn: Der schwarze Juni. Wie Europa gerettet werden kann, München 2016; L. Tsoukalis: In Defence of Europe: Can the European Project be Saved?, Oxford 2016.

<sup>2</sup> Vgl. J.-C. Juncker, D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi u. W. Schulz: Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden, Bericht der fünf Präsidenten, Brüssel Juni 2015.

<sup>3</sup> Vgl. O. Issing: Completing the Unfinished House: Towards a Genuine Economic and Monetary Union?, Center for Financial Studies, Working Paper Series No 521, Frankfurt/M. 2016.

<sup>4</sup> Vgl. zu solchen Entwürfen B. Simms u. B. Zeeb: Europa am Abgrund. Plädoyer für die Vereinigten Staaten von Europa, München 2016.

- (2) Wenig zielführend sind allerdings auch Überlegungen, die gemeinsame Währung aufzugeben. Dieser Schritt wäre keine echte Alternative. Dieses Urteil fußt nicht auf dem Regelwerk der Europäischen Währungsunion, das entgegen einer häufigen Auffassung einen solchen Ausweg nicht ausschließt<sup>1</sup>. Das Substitut wäre aber eine Rückkehr in die Mechanik des „Europäischen Währungssystems (EWS)“, d. h. zu begrenzten Schwankungsbreiten der Wechselkurse mit festen Interventionspflichten der beteiligten Länder. Die wirtschaftlichen und sozialen Konsequenzen eines solchen Schritts wären kaum steuerbar. Insofern ist diese Alternative nur eine „Ultima Ratio“.
- (3) Ebenso untauglich ist auf mittlere und lange Sicht die Fiskalpolitik als Problemlöser. Die EU stößt auch als Transferunion bereits jetzt an ihre Grenzen. Die politischen Entscheidungen werden vielfach zunächst durch Rückgriff auf Bonitäts- und Finanzierungspotentiale anderer Mitgliedstaaten hinausgeschoben. Der damit installierte faktische Finanzausgleich ist im Kern ein Nord-Süd-Ausgleich. Die wirtschaftliche Belastungsfähigkeit der Geberländer (Deutschland, Niederlande, Österreich, Finnland) wird (noch) durch ein gutes Rating dieser Länder gestützt, von denen allerdings nur noch Deutschland eine Tripple A-Qualität aufweist. Die schwindende Bonität der EU-Staaten signalisiert, dass auch die jüngst geforderte Fiskalkapazität der EU, insbesondere eine Europäische Arbeitslosenversicherung, sowie gezielte Notfallhilfen, ein sog. „Rainy Day Fund“, ein kaum gedeckter Scheck wären. Dieses

---

<sup>1</sup> Vgl. M. Seidel: Aufhebung der angeblich „unumkehrbaren“ („irreversiblen“) Europäischen Währungsunion und Substituierung durch ein neues europäisches Währungssystem, in: ifo-Schnelldienst, 68. Jg., 2013, S. 9 ff.

Urteil gilt auch für die Emission sog. „European Safe Bonds“, d. h. in Risikoklassen gebündelter europäischer Staatsanleihen<sup>1</sup>.

- (4) Der Glaube an finanzpolitische Verheißungen übersieht im Übrigen, dass die implizite Belastung und auch Verschuldung der europäischen Haushalte deutlich größer ist als die offiziell ausgewiesenen Zahlen<sup>2</sup>. Deshalb ist auf mittlere Sicht ein Kurswechsel bei der Gestaltung des Haushalts der Gemeinschaft und des Budgets einer Reihe der Mitglieder notwendig. Dabei geht es um Konsolidierung nicht als Konzept bloßer Ausgabenkürzungen<sup>3</sup>, sondern als Ausdruck dafür, dass das europäische Budget umstrukturiert und Vorbelastungen eingeschränkt werden, um finanzpolitische Handlungsfähigkeit für die Zukunft zu sichern. Nur so können die Weichen in eine wirklich nachhaltige Finanzpolitik gestellt werden. Mit den europäischen Instrumenten der Gemeinschaftsaufgabe und des Kohäsionsfonds stehen Plattformen für Wachstumsimpulse und zur Rückführung der Jugendarbeitslosigkeit in den südeuropäischen Ländern zur Verfügung. Allerdings müssen die Mittel zielgenauer und kontrollierter als bislang eingesetzt werden; der Europäische Rechnungshof hat dafür eine Reihe von Vorschlägen unterbreitet. Das Europäische Garantie-Programm zur Flankierung von Investitionen (Junker-Programm) sollte vorrangig für eine zukunftsfähige europäische Infrastruktur für die Telekommunikation, Digitalisierung und für den Umweltschutz und nicht – wie in der Vergangenheit häufig – für nationale Prestige-Projekte eingesetzt werden. Insgesamt darf es nicht mehr darum gehen, bei der Zuordnung der Mittel alte Besitzstände, wie

---

<sup>1</sup> Solche Papiere hätten bei steigenden Risikoprämien für die Anleihen einzelner Staaten keine andere Bonitätsgrundlage als die häufig diskutierten „Eurobonds“, nämlich das vergemeinschaftete Rating, das sich bei zunehmend unsoliden Haushalten laufend verschlechtert.

<sup>2</sup> Vgl. Stiftung Marktwirtschaft: Ehrbare Staaten? Update 2015: Die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen in Europa, Argumente zur Marktwirtschaft und Politik 133, Berlin August 2016.

<sup>3</sup> Vgl. zu diesem Vorwurf z. B. J. Stiglitz: Warum Europa sich kaputtspart, München 2016.



z. B. in der Agrarpolitik und in der Strukturpolitik, zu zementieren<sup>1</sup>. Die immer wieder (zu Recht) eingeforderte europäische Solidarität muss auch durch haushaltspolitische Solidität verwirklicht werden.

- (5) Seit den jüngsten geopolitischen Entwicklungen, der Trump-Wahl und dem Brexit, kann der Finanzplatz Europa kaum noch auf die US-amerikanische und britische Seite als Partner gemeinsamer Perspektiven setzen. Er ist auf sich selbst gestellt, und er muss zügig handeln. Alle Versuche sollten darauf gerichtet sein, zunächst die einheitliche Währung innerhalb des bestehenden institutionellen Rahmens dauerhaft funktionsfähig zu gestalten.

Das ist die Chance der neuen Situation. Sie stellt Europa nicht vor die Frage des „Ob“, es geht um das „Wie“ der Weiterentwicklung der Gemeinschaft. Bei der Frage nach der Zukunft des Finanzplatzes Europa geht es zunächst darum, den Ordnungsrahmen der Europäischen Währungsunion zu verändern und zu stärken und dabei das selbstgesetzte Recht dann auch zu akzeptieren. Das Ziel muss die institutionelle Kongruenz von (politischer) Verantwortung und Haftung sein. Der Weg dahin sollte sich auf Instrumente des europäischen Sekundärrechts stützen, um nicht auf die Änderung der Europäischen Verträge und die dafür notwendige Einstimmigkeit angewiesen zu sein.

## **2. Die Korrektur der Verfasstheit und der Aufgabenstellung der EZB**

Diese Korrektur muss beim zentralen „Player“ der Europäischen Währungsunion, der EZB, ansetzen. Im Interesse des Prinzips der Symmetrie von Verantwortung und Haftung sollte das Selbstverständnis und die Aufgabenstellung der EZB revidiert werden. Dies wird nur mit einer anderen

---

<sup>1</sup> Vgl. J. Dörr: Die Europäische Kohäsionspolitik: eine ordnungspolitische Perspektive, München 2016.

Stimmengewichtung in den Organen durchzusetzen sein. Die Korrektur sollte sich wie bei den anderen EU-Institutionen stärker an den nationalen Einlagequoten orientieren. Das Prinzip „ein Land – eine Stimme“ unterläuft die notwendige Symmetrie zwischen Verantwortung und Haftung. Neben diesen institutionellen Anpassungen sollten im Regelwerk der EZB jedwede Verpflichtung zur Lösung von Solvenzproblemen von Staaten und Banken sowie eine Gemeinschaftshaftung für staatliche Solvenz-Risiken über die Bilanz der EZB ausgeschlossen werden. Die Diskussion über das sog. „OMT“ (Outright Monetary Transactions) -Programm der EZB und auch die gewundene Stellungnahme des Bundesverfassungsgerichts vom 22.6.2016 zu diesem Ansatz haben gezeigt, was der Kern des Instruments ist: Notenbankpolitik zur permissiven Staatsfinanzierung. Schließlich sind Geldpolitik und Bankenaufsicht voneinander zu trennen<sup>1</sup>. Die „European Banking Authority (EBA)“ wird infolge des „Brexit“ ihren Standort von London auf das Festland verlagern. Dies sollte Anlass sein, die europäische Bankenaufsicht neu aufzustellen.

### **3. Die Stabilisierung der Fiskalunion**

(1) Folgende Maßnahmen wären geeignet, den Ordnungsrahmen der Europäischen Währungsunion (ohne Änderungen des europäischen Primärrechts) zu stärken:

- Die Fiskalregeln sollten einfacher und transparenter gestaltet werden, um die Implikationen und Tragweite bestimmter Entscheidungen transparenter zu machen<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Vgl. I. Schnabel, F. Rutkowski: Die Bankenaufsicht sollte von der Geldpolitik getrennt werden, in: Wirtschaftswoche, Jg. 2016, H. 33 vom 12.8.2016, S. 35.

<sup>2</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Ansatzpunkte zur Bewältigung von Staatsschuldenkrisen im Euro-Raum, in: Monatsbericht Juli 2016, S. 43 ff.

- Es sollte eine unabhängige, d. h. von der Kommission getrennte Fiskalbehörde, geschaffen werden, die allein auf die Bewertung der Haushalte im Hinblick auf die Fiskalregeln verpflichtet ist. Diese Funktion könnte beim ESM („European Stability Mechanism“) angesiedelt werden, der dann für die Gemeinschaft auch die Umsetzung der in einzelnen Ländern notwendigen haushaltspolitischen Korrekturen begleitet. Damit hätte man zwar nicht ein Instrument für Sanktionen, aber den Betroffenen wäre das Recht entzogen, ihr eigenes Handeln zu beurteilen.
- Angezeigt ist schließlich die Schaffung eines Rechtsrahmens für eine staatliche Insolvenz, als „Ultima Ratio“ der fiskalischen Disziplinierung und als Basis für Haushaltsrestrukturierungen. Solange ein solcher Mechanismus nicht besteht, hat die internationale Spekulation europäische Rückendeckung für risikolose Geschäfte<sup>1</sup>. Eine Studie des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) empfiehlt für den Fall einer staatlichen Insolvenz im Euroraum ein Konzept in zwei Schritten („VIPS-Viable Insolvency Procedure for Sovereigns“): Einen europäischen Umschuldungsmechanismus, der auf einem zeitlichen Übergangspfad zu einer vertraglich festgeschriebenen Insolvenzordnung für den Euroraum führt<sup>2</sup>.

(2) Als Spezialfall dieses Ansatzes sollte ein Verfahren institutionalisiert werden, mit dem ein Mitgliedstaat zur Sanierung von Wirtschaft und Finanzen temporär geordnet aus der Eurozone ausscheiden kann<sup>3</sup>. Dabei sollte die Option bestehen, nach erfolgreicher Restrukturierung dem gemeinsamen Währungsraum wieder beitreten zu können. In

---

<sup>1</sup> Vgl. Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technik: Überschuldung und Staatsinsolvenz in der Europäischen Union, Berlin 2013.

<sup>2</sup> Vgl. C. Fuest, F. Heinemann, C. Schröder: VIPS – Vorschlag für ein gangbares Insolvenzverfahren für Staaten in der Eurozone, in: ZEW – NEWS, Juli/August 2014, S. 6 ff.

<sup>3</sup> Vgl. J. König: Von der Währungs- zur Transferunion, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin 2016, S. 22.

diesem Zusammenhang sollten auch die Möglichkeit eines Schuldenschnitts bzw. einer weitgehenden Entschuldung geregelt werden. Die entsprechenden Regeln für die Gläubiger sollten – einem Vorschlag der Deutschen Bundesbank folgend<sup>1</sup> – auch sicherstellen, dass deren Mehrheit verbindlich für alle ausstehenden Titel des jeweiligen staatlichen Emittenten eine Restrukturierung bzw. einen Schuldenschnitt beschließen kann. Es muss weiterhin festgelegt sein, wie im letzteren Fall mit möglichen Unterstützungsleistungen der Gemeinschaft bzw. mit den ersparten Belastungen aus dem Schuldenstand verfahren werden soll. Der ESM könnte diese Verfahren konzipieren, steuern und kontrollieren. Er würde sich damit zu einem „Europäischen Währungsfonds“ weiterentwickeln. Bereits seine gegenwärtige Aufgabenstellung, Eigentümerstruktur und Governance legen eine solche Transformation nahe.

#### **4. Die Lösung des griechischen Problems durch eine handlungsfähige Fiskalunion**

- (1) Eine solche Option wäre hilfreich für die Lösung der Probleme Griechenlands. Die Mitgliedschaft Griechenlands in der Eurozone sollte suspendiert werden, verbunden mit der Option, nach erfolgter Restrukturierung seiner Wirtschaft und Gesellschaft dem gemeinsamen Währungsraum wieder beizutreten. Die Schuldendienstfähigkeit des Landes sollte durch einen Schuldenschnitt, ggf. durch eine komplette Entschuldung sichergestellt werden. Bei einem Schuldenstand von gegenwärtig mehr als 200% des Bruttosozialproduktes ist es kaum vorstellbar, wie selbst bei einer positiven Wirtschaftsentwicklung das Land diese Last je bewältigen kann. Ohne diesen Schritt wird man nicht

---

<sup>1</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Ansatzpunkte zur Stärkung des Ordnungsrahmens der Europäischen Währungsunion, in: Monatsbericht März 2015, S. 15 ff.; diess.: Ansatzpunkte zur Bewältigung von Staatsschuldenkrisen im Euro-Raum, a. a. O.

in der Lage sein, wettbewerbsfähige Strukturen aufzubauen und die Verteilungskonflikte zu lösen. Bei diesem weiteren Solidaritäts-Beitrag der EU wäre zu berücksichtigen, dass durch diverse Umschuldungsprogramme die gegen Griechenland bestehenden Forderungen, gemessen an der ursprünglichen Nominale, in ihrem Barwert nahezu halbiert worden sind.

- (2) Die Entschuldung sollte mit der Auflage verbunden werden, die damit im griechischen Haushalt freiwerdenden Mittel zur Bewältigung der Anpassungslasten und ggf. auch zur Rekapitalisierung der griechischen Banken einzusetzen. Für die eigene Währung Griechenlands wird sich bei der Rückkehr zur Drachme mit Ankündigungsfrist von vornherein ein realistischer Wechselkurs zum Euro und zu anderen Währungen einstellen. Die Ausgangsbestände an Krediten, sonstigen Forderungen und Einlagen sollten im Euro verbleiben, um eine Kapitalflucht zu vermeiden. Verträge mit fortlaufenden Verpflichtungen, wie Arbeits- und Mietverträge, Pensionen und Renten, wären 1:1 auf die neue Währung umzustellen. Anders als noch in 2010 (als das erste Rettungspaket für Griechenland geschnürt wurde) würde eine solche Entwicklung den internationalen Bankenapparat nicht destabilisieren: Seit längerem ist antizipiert, dass das Geld verloren ist. Neue Hilfen sollten strikt nicht an beabsichtigte, sondern an tatsächlich initiierte Strukturreformen gekoppelt werden. Sie sollten auch die Aufgaben Griechenlands in der europäischen Flüchtlingspolitik flankieren. Ein derart konditionierter Beistandswille würde verdeutlichen, dass Griechenland zwar temporär nicht Partner in der Währungsunion, aber weiterhin Mitglied der Europäischen Union ist. Sein Status wäre vergleichbar jener anderen neun Mitglieder, wie z. B. Polens und (bislang) Großbritanniens. Eine

neue grundsätzliche Qualität in der Konstruktion des Europäischen Hauses wäre damit also nicht verbunden.

- (3) Griechenland würde auf der Zeitachse vom Wechselkurs der neuen Drachme gegenüber dem Euro profitieren. Es könnte insgesamt mehr exportieren, unter dem Schutz der eigenen Währung könnten sich auch neue Produktionen entwickeln. Es ist kaum verständlich, warum Hellas trotz komparativer Kostenvorteile z. B. Südfrüchte und landwirtschaftliche Erzeugnisse importiert. Ein solches „Rettungspaket“ für Griechenland würde auch den immer wiederkehrenden und am Beispiel dieses Landes gern exemplifizierten Vorwurf einer europäischen Politik der Austerität<sup>1</sup> widerlegen und verdeutlichen, dass es um die Flankierung und Förderung von strukturellen Reformen geht.

## **5. Die erforderlichen Weichenstellungen in der Bankenunion**

- (1) Leidet der eine ordnungspolitische Stützpfeiler der Europäischen Union, die Fiskalunion, an der fehlenden Symmetrie zwischen Kontrolle und Haftung, so mangelt es seinem Pendant, der Bankenunion, an der Verknüpfung von Risiko und Haftung. Die aufgezeigten fiskalpolitischen Korrekturen durch europäisches Sekundärrecht sind die notwendigen, wenn auch nicht die hinreichenden Bedingungen für die Stabilisierung der Gemeinschaft. Diese muss ergänzt werden durch Veränderungen des ordnungspolitischen Rahmens der Bankenunion. Nur beide Schritte werden den Finanzplatz Europa funktionsfähig und zukunftsträchtig machen.

---

<sup>1</sup> Vgl. Y. Varoufakis: And the weak suffer what they must?: Europe, austerity and the threat to global stability, London 2016.

Der Grund für diesen Konnex ist die Tatsache, dass die Bankenunion in der europäischen Ordnungspolitik die zwingende und symmetrische Ergänzung der Fiskalunion ist. Beide Ansätze sind die zwei Seiten der gleichen Münze, nämlich des Ziels „Systemstabilität“. Die Krise der Realwirtschaft und die Finanzkrise von 2007/2008 wurden durch massive staatliche Interventionen ausgesteuert. Das Ergebnis dieses Kraftaktes war eine dritte Krise: Die Krise der Staatsfinanzen. Zwischen der Solidität der öffentlichen Finanzen und der Stabilität des Bankensektors besteht seitdem eine enge Klammer. Anders ausgedrückt: Die Staaten haben sich von den Banken abhängig gemacht. Das ist ordnungspolitisch bedenklich: Der Staat ist nicht mehr frei, er muss Rücksicht auf die Banken nehmen.

- (2) Diese Konstellation ist die fundamentale Hypothek der Europäischen Bankenunion und der Durchsetzungsmöglichkeiten ihrer Regeln. Das Konzept setzt auf einer europäischen Bankenstruktur auf, bei der als Ergebnis der Maßnahmen zur „Bankenrettung“ der Anteil der Staatsfinanzierung in den Bankbilanzen extrem hoch ist. Die EZB hat durch die Ankaufsprogramme für die Banken, insbesondere für jene in den Krisenländern, zusätzliche Anreize geschaffen, die günstige Refinanzierung mit Zentralbankgeld für die Anlage in Staatskrediten ihres Heimatlandes zu nutzen. Worum es geht, mögen die folgenden Zahlen verdeutlichen: Die Anteile des jeweiligen nationalen Bankensektors an den von Banken gehaltenen nationalen Staatsanleihen betragen in Spanien rd. 90%, in Italien rd. 80%, in Frankreich rd. 70% und in Deutschland ebenfalls rd. 70%<sup>1</sup>. Dadurch sind in vielen Bankbilanzen Klumpenrisiken entstanden, die deutlich über die

---

<sup>1</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Der Risikoverbund von Banken und Staaten, in: Finanzstabilitätsbericht 2014, Frankfurt/M. 2014, S. 102 ff.

Obergrenze von Großkrediten an einzelne Kreditnehmer hinausgehen. Dieses Limit liegt in der EU für Kredite an nichtstaatliche Adressen bei 25% des anrechenbaren haftenden Eigenkapitals einer Bank. Untersuchungen zeigen, dass gerade Banken, die kapital- und einlagenschwach sind, relativ große Teile ihres Portfolios in öffentlichen Titeln halten<sup>1</sup>. Wenn Staatsanleihen von den Banken auf die EZB übertragen werden, ergeben sich bei den Kreditinstituten, welche vergleichsweise risikoreichere und deshalb höher verzinsliche Staatstitel abgeben, realisierte Wertzuwächse. Diese Banken werden indirekt so rekapitalisiert. Damit werden zum einen gerade diejenigen Institute am Leben gehalten und weiter gestützt, die über kein tragfähiges Geschäftsmodell verfügen. Zum anderen sind damit bei einer Zinswende ein Wertberichtigungs- und Verlustpotential vorprogrammiert.

- (3) Diese Situation verhindert die notwendige Restrukturierung des europäischen Bankensektors, die Voraussetzung für eine Revitalisierung der Realwirtschaft ist. Der relativ hohe Anteil der „non-performing-loans“ in den europäischen Bankbilanzen ist ein wesentlicher Grund für die nach wie vor relativ schwachen Ausleihungen an den Unternehmenssektor. Die Summe der notleidenden Kredite im Euro-Raum betrug per 30.06.2016 rd. EUR 1 Billion, davon entfielen rd. EUR 270 Mrd. auf italienische Banken<sup>2</sup>. (Vgl. auch die Ausführungen unter 6.).

Mit der Europäischen Bankenunion ist zwar ein einheitliches Abwicklungs- bzw. Restrukturierungsverfahren („Single Resolution Mechanism SRM“) eingeführt worden. Vieles spricht dafür, dass dieses wesentliche Element der Bankenunion trotz des ordnungspolitisch

---

<sup>1</sup> C. M. Buch, M. Koetter, M. Ohls: Banks and Sovereign Risk: A Granular View, Deutsche Bundesbank, Discussion Paper No 29/2013, August 2013.

<sup>2</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Finanzstabilitätsbericht 2016, Frankfurt/M. 2016, S. 17.



richtigen Ansatzes, Risiko und Haftung der Eigenkapitalgeber und Gläubiger in die Balance zu bringen, nicht greifen wird<sup>1</sup>. Die entsprechenden Entscheidungsprozesse sind vielstufig organisiert, sie sind komplex und sie enthalten eine Reihe von Ausnahmeregelungen, auf die auch tatsächlich zurückgegriffen wird, wie das Beispiel der italienischen Bank „Banca dei Monte dei Paschi“ verdeutlicht. Hier wird deutlich, dass die EZB bei der Frage der Restrukturierung von Banken eine entscheidende Rolle spielt: Nach Ansicht der EZB ist dieses Institut überlebensfähig. Die EZB beruft sich dabei auf das Ergebnis des Stresstests aus dem Jahre 2016, nachdem das Institut im Basisszenario ausreichend kapitalisiert ist. Dass diese Bank ein Krisenszenario nicht überstehen würde, war offensichtlich für die Entscheidung nicht maßgeblich. Die Lebensfähigkeit wird u. a. beurteilt nach Maßgabe der verfügbaren Liquidität, für welche die EZB mit ihrer Politik des extrem billigen Geldes und der Anleihekäufe sorgt. Am Kapitalmarkt wird die Bank nicht mehr akzeptiert. Eine Kapitalerhöhung über private Investoren ist gescheitert. Der italienische Staat hat letztlich die Bank mit EUR 6,6 Mrd. gestützt. Inhaber von besonders riskanten und nun ausfallgefährdeten Nachranganleihen wurden dabei mit EUR 2 Mrd. entschädigt, obwohl sie nach den Abwicklungs- und Beihilferegeln („bail-in“) haften müssten.

Es ist zu befürchten, dass die Abwicklungsmechanismen und Beihilferegeln für Banken zur Makulatur werden, wenn die Regeln schon im ersten Fall großzügig und gegen die Intention der Richtlinie ausgelegt werden. Es wird dauerhaft auch nicht vom Markt akzeptiert werden, dass der Staat einen Teil der Gläubiger (Kleinanleger)

---

<sup>1</sup> Vgl. H. Rehm: Die Europäische Bankenunion – ein Element der internationalen Bankordnungspolitik, a. a. O., S. 41 ff.

entschädigt, institutionelle Investoren aber Verluste tragen müssen. Wie bei der Fiskalunion zeigt sich auch bei der Bankenunion bereits bei der ersten „Nagelprobe“, dass die selbstgesetzten Regeln missachtet werden.

- (4) Wie kann die Symbiose zwischen der öffentlichen Hand und der Bankenindustrie aufgelöst werden? Auch hier muss man bei den Ursachen ansetzen: Gefördert wurde diese Entwicklung dadurch, dass Bankforderungen an Zentralstaaten, Zentralbanken und andere öffentliche Stellen bei der Unterlegung mit Eigenkapital mit dem Risikogewicht Null anzusetzen sind. Das setzt einen starken Anreiz, Kredite an die öffentliche Hand herauszulegen. Obwohl die Erfahrung zeigt, dass auch Staatstitel nicht risikolos sind, sieht die Bankordnungspolitik – auch im Ansatz von Basel III – für öffentliche Titel weiter die Null-Gewichtung vor. Die öffentlichen Kreditnehmer privilegieren sich aber nicht nur hinsichtlich der Entbindung von der Kapitalunterlegung. Auch in den Refinanzierungsregeln von „Basel III“ und in den Versicherungsaufsichtsregeln haben sie sich deutliche Vorteile gegenüber anderen Emittenten verschafft.
- (5) Die notwendige Korrektur sollte innerhalb der Euro-Zone für alle Staatsanleihen in Fremdwährung eine Risikogewichtung und Eigenkapitalunterlegung vorsehen, um dem Währungsrisiko zu entsprechen. Bei Euro-Krediten der öffentlichen Hand sollten Euro-Banken wegen des fehlenden Währungsrisikos bis zur Großkreditgrenze von 25% des haftenden Eigenkapitals von einer Unterlegungspflicht ausgenommen werden<sup>1</sup>. Für europäische Kreditinstitute ergäben sich damit drei Alternativen:

---

<sup>1</sup> Vgl. M. Blessing: Die unheilige Allianz von Staaten und Banken beenden, in: Handelsblatt vom 20.1.2014, S. 23.

- Sie investieren weiter in Anleihen ihres Heimatlandes, müssen dafür aber dann Eigenkapital vorhalten, wenn sie die Großkreditgrenze überschreiten.
- Sie investieren in Staatsanleihen eines Mitglied-Landes der Euro-Zone. Auch diese Anleihen würden bis zur Großkreditgrenze keine Eigenkapitalunterlegung erfordern.
- Sie investieren in die öffentlichen Titel von Staaten außerhalb der Euro-Zone und müssen diese Ausleihungen in jedem Fall mit Eigenkapital unterlegen und der Großkreditgrenze unterwerfen.

Die Höhe der Eigenkapitalunterlegung sollte nach dem Rating des Landes des Emittenten und der Laufzeit der Anleihen gestaffelt werden. Dieses Verfahren wendet die EZB schon heute zur Berechnung von Abschlägen bei der Beleihung von Staatsanleihen an.

Auf der Zeitachse würde so eine Umschichtung von Staatsanleihen erreicht, was die Euro-Zone als Ganzes stabilisieren würde. Die Abhängigkeit einzelner Banken von der Kreditqualität ihres Staates würde ebenso sinken wie jene der einzelnen Staaten von ihren eigenen Banken.

## **6. Die Bereinigung der Bilanzen europäischer Banken von Altlasten**

- (1) Um eine zukunftsfähige europäische Bankenstruktur zu ermöglichen, muss eine weitere Hypothek der Verbindung von öffentlichem Sektor und Bankindustrie abgetragen werden: Die aufsichtsrechtlich privilegierte Staatsfinanzierung und die Tatsache, dass die EZB durch die Ankäufe von Staatstiteln aus den Bankbilanzen die Haushaltsfinanzierung für die Banken zu einem risikolosen und hinreichend rentablen Geschäft

werden ließ, hat zu massiven Verwerfungen in den Bilanzen der europäischen Banken geführt. Die notwendige Bereinigung, der „Abbau von Non-Performing Loans (NPLs)“<sup>1</sup>, wird durch die Alimentation der EZB verzögert. Das hat nicht nur die Risikostruktur des europäischen Bankensektors erhöht, sondern auch dessen Fähigkeit zur Unternehmensfinanzierung begrenzt. Soweit notleidende Kredite Eigenkapital binden, ist dieses nicht für Neuausleihungen verfügbar. Insofern blockieren diese Belastungen auch den möglichen Beitrag des Bankensektors zur wirtschaftlichen Entwicklung. Darüber hinaus schmälern die notwendigen Wertberichtigungen die Rentabilität, eine Belastung, die bei steigenden Zinsen existenzgefährdend sein kann.

- (2) Wie bereits erwähnt standen Ende 2014 rd. EUR 1 Billion NPLs in den Büchern europäischer Banken, das entspricht 9% des Bruttoinlandsproduktes der Europäischen Union. Damit hat sich das Volumen der NPLs zwischen Ende 2009 und Ende 2014 fast verdoppelt. Die NPL-Quote bezogen auf das Kreditvolumen geht in der Eurozone nur langsam zurück und lag per Ende September 2015 mit knapp 6% weiter deutlich über den Quoten z. B. in Japan und den USA mit unter 2%. Trotz der jüngsten Erholung der wirtschaftlichen Lage in Europa wachsen die NPL-Quoten, insbesondere in der wirtschaftlich schwachen südöstlichen Peripherie des Kontinents weiter. Angesichts steigender NPLs haben die europäischen Banken zwar die Wertberichtigungen erhöht. Die „Coverage Ratios“, also das Verhältnis von Wertberichtigungen zu Kreditvolumen, sind aber zurückgegangen, weil der NPL-Bestand schneller gewachsen ist. Entscheidend ist: Der wachsende Bestand an NPLs drückt auch auf die Bewertung des Eigenkapitals von

---

<sup>1</sup> Vgl. A. Wieandt: Non-Performing Loans – eine zentrale Herausforderung für die europäischen Banken, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jg. 2017, H. 2, S. 22 ff.

Banken. Damit werden notwendige Kapitalerhöhungen zur Bewältigung der Verluste schwieriger, da der Grad der Verwässerung der Altaktionäre zunimmt. Chronisch unterkapitalisierte Banken können keine neuen Kredite vergeben, der Strukturwandel wird behindert.

(3) Eine aktuelle Ausarbeitung des IMF<sup>1</sup> hat folgende Hindernisse für einen schnelleren NPL-Abbau in Europa identifiziert:

1. Unterentwickelte Märkte für „distressed debt“ in Europa.
2. Unzureichende rechtliche Rahmenbedingungen, insbesondere im Insolvenzrecht.
3. Steuerliche Hindernisse: Die steuerliche Berücksichtigung von Wertberichtigungen und der Verwertung von Sicherheiten ist in Europa unterschiedlich geregelt.
4. Relativ weiche aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen. Der geltende IAS 39 (incurred loss model)-Standard (vgl. unten IV.4.) zur Bewertung von NPLs und Bemessung von Wertberichtigungen ist rückwärts gerichtet und lässt zu viele Bewertungsspielräume zu. IFRS 9 macht darüber hinaus keine Vorgaben zur Berechnung von Abschreibungen, erkennt Zinserträge von NPLs an und macht keine konkreten Vorgaben für die Bewertung von Sicherheiten. Das näher an der ökonomischen Realität orientierte dreistufige Expected Loss Modell des IFRS 9 gilt erst ab 2018.

(4) Damit ist der Handlungsbedarf in der europäischen Bankenunion skizziert. Die EZB hat im September 2016 erste Überlegungen zum Thema NPLs in einer „draft guidance to banks on non performing loans“

---

<sup>1</sup> Vgl. IMF Staff Discussion Note/15/19: A Strategy for Resolving Europe's Problem Loans, September 2015, S. 8.

zur Diskussion gestellt<sup>1</sup>. Diese Leitlinien sollen zukünftig die Grundlage für den „Supervisory Review Evaluation Process (SREP)“ zum Thema NPLs sein. Das Dokument gleicht aber eher den Empfehlungen eines Unternehmensberaters, denn harten Vorgaben einer Aufsicht. Insbesondere fehlt es an klaren zeitlichen Vorgaben zum Abbau von NPLs, wie sie etwa von der US-amerikanischen Aufsicht praktiziert werden. Die regulatorischen Anforderungen an den Abbau von NPLs sollten in der EU präzisiert und verschärft werden, um die Restrukturierung des europäischen Bankensystems zu beschleunigen.

- (5) Wenn die Verluste in den europäischen Bankbilanzen weiter verschleiert werden, wird dies die Gesundung des Bankensystems und einen zügigen Strukturwandel verhindern, der zur Wiedergewinnung der Wettbewerbsfähigkeit erforderlich ist. Die Einführung des „bail-in“-Regimes darf nicht dazu führen, dass die Verlustrealisierung weiter verzögert wird, weil man sich vor Restrukturierung oder Abwicklung von Banken und/oder der strengeren Durchsetzung von Kreditforderungen scheut. Ein konsequenter Abbau der NPLs macht eine Europäische Abwicklungsbank, wie sie jetzt von der EBA gefordert wird, überflüssig und verhindert die mit einer solchen Lösung wie auch mit einer Europäischen Einlagensicherung andernfalls einhergehende Sozialisierung nationaler Altlasten.

#### **IV. Die regulatorischen, institutionellen und infrastrukturellen Anforderungen an den Finanzplatz Europa**

Für die künftige globale Finanzarchitektur und die Einbettung und Wettbewerbsfähigkeit der Europäischen Währungs- und Bankenunion in

---

<sup>1</sup> ECB: Draft guidance to banks on non-performing loans, September 2016.

diesen Rahmen wird die Symmetrie zwischen Risiko und Haftung bestimmend sein. Dabei geht es vor allem um folgende Punkte:

- Die künftigen Anforderungen an das haftende Eigenkapital,
- die Trennung zwischen kundenbezogenem und abstraktem Bankgeschäft,
- die Ziele, die Instrumente und die Praxis der Bankenaufsicht,
- die Gestaltung der internationalen Rechnungslegung im Bankbereich.

Die Frage, ob in diesen Feldern global ein „level playing field“ oder eine Gemengelage nationaler Interessen mit der Möglichkeit zur Regulierungs-Arbitrage entsteht, wird angesichts der Wettbewerbsrelevanz dieser Aktionsfelder die künftige Konkurrenzfähigkeit der europäischen Banken entscheidend bestimmen. Hier gab es im Kreis der G-20 Staaten bislang einen Grundkonsens in der Bankordnungspolitik, dessen Fluchtpunkt die Stabilität des internationalen Finanzsystems war. Ob diese Übereinstimmung auch in der geänderten geopolitischen Situation (Stichworte „Trump-Wahl“ und „Brexit“) noch bestehen wird, ist gegenwärtig offen.

### **1. Die Bedeutung des haftenden Eigenkapitals**

- (1) Die internationale Diskussion über die Angleichung der Eigenkapitalanforderungen ist geprägt durch die deutliche Intention der US-amerikanischen, der britischen und auch der Schweizer Aufsicht, die Anforderungen an das Haftungskapital generell zu erhöhen. Dies entspricht der genannten Maxime der Kongruenz von Risiko und Haftung: Die Kapital-Puffer für Abwicklungen und Restrukturierungen („Total Loss Capacity“) werden gestärkt, die Gefahr des „too big to fail“ wird gemindert, das Interesse der Eigentümer an der Geschäfts- und Risikopolitik der Banken wird gestärkt. Gegen diesen Ansatz werden

jenseits des Atlantiks, aber auch in Deutschland und in der EU, neuerdings drei Argumente vorgetragen:

- Negative Wirkungen auf die Eigenkapitalrendite von Banken,
- erhöhte Finanzierungskosten für die Kreditnehmer,
- Verringerung der Ausleihvolumina.

Bei näherer Betrachtung erweisen sich diese Behauptungen als nicht stichhaltig<sup>1</sup>:

- Bei einem geringen Eigenkapital-Anteil und einem großen Fremdkapital-Anteil in der Refinanzierung einer Bank ist das Risiko der Eigenkapitalgeber pro investiertem Euro größer als bei ausgewogenen Kapitalstrukturen. Die Aktionäre werden im ersten Fall eine höhere Rendite für ihr Investment verlangen. Die vom Markt erwartete Eigenkapitalrendite ist also von der Finanzierungs-Struktur abhängig.
- Die Finanzierungskosten des Kreditnehmers werden in erster Linie von seiner Bonität bestimmt. Dies ist auch Kern des Basel III-Ansatzes und entsprechender Risikomodelle.
- Entscheidend für das potentielle Kreditvolumen zugunsten des Unternehmenssektors ist nicht die Höhe des Eigenkapitals der Banken, sondern dessen Allokation auf bestimmte Geschäftsbereiche. Sofern der regulatorische Rahmen bestimmte Transaktionen bei der Eigenkapitalunterlegungspflicht präferiert und/oder ganz von dieser befreit (wie z. B. den öffentlichen Kredit), obwohl diese vergleichbare oder sogar höhere Ausfallrisiken aufweisen, kommt es zu ent-

---

<sup>1</sup> Vgl. B. Rudolph: Defizite und Perspektiven der Bankenregulierung in der Europäischen Union, in: Kredit und Kapital, Jg. 2012, H. 4, S. 447 ff., S. 460 mit Verweis auf die Studien von Admati u.a.



sprechenden Verzerrungen zu Lasten von Kreditnehmern aus dem Unternehmensbereich.

Im Übrigen: Die Auswirkung höherer Eigenkapitalanforderungen auf die Leistungskraft eines Bankensystems hängt von dessen Geschäftsmodellen und von der sich daraus ergebenden Fähigkeit ab, auch zusätzliches Eigenkapital zu bedienen: Das verweist auf die oben dargestellte Situation. Die Niedrigzinspolitik der EZB alimentiert ein risikoarmes Staatskreditgeschäft und verzögert damit die notwendigen Strukturanpassungen.

- (2) Bei der Konkretisierung der Eigenkapitalanforderungen konzentrierte sich die transatlantische Diskussion in den zurückliegenden Monaten auf die Ausformulierung und künftige Umsetzung des Regelwerkes „Basel III“. Dabei ging es in der Auseinandersetzung zwischen der europäischen und der US-amerikanischen Aufsicht nicht nur darum, die Widerstandsfähigkeit der Banken zu verbessern, sondern auch um die Validität interner Risiko-Modelle. Zur Erinnerung: In den Beratungen zu Basel II hatte die Aufsicht akzeptiert, dass die Institute ihre Risiken mit Hilfe interner Modelle vielfach selbst berechnen können. Eine der Ursachen der Finanzkrise war die Tatsache, dass diese Modelle die Risiken vielfach unterschätzten und die Investoren das Vertrauen in die Aussagekraft der mit solchen Modellen berechneten Kapitalquoten verloren. „Basel IV“, das Basel III im Hinblick auf die Risikomodelle ergänzt, soll diesen Mangel beheben.

Strittig war, ob die Banken manche Risiken genauer berechnen können als ihre Kontrolleure oder ob die Banken dann besser kapitalisiert sind, wenn die entsprechenden Methoden standardisiert werden. Der

Kompromissvorschlag, der im Frühjahr 2017 auf G20-Ebene verabschiedet werden soll, sieht Folgendes vor: Der mit internen Modellen ermittelte Eigenkapitalbedarf einer Bank darf um max. 25% unter dem Volumen gemäß Standardansatz liegen (sog. „output floor“). Dabei soll ab 2019 eine Übergangsfrist die Anpassung erleichtern, und erst in 2025 soll die genannte Regel uneingeschränkt gelten. 17 Jahre nach Eskalation der Finanzkrise käme eine solche Harmonisierung kaum zu früh.

- (3) Der zweite international wesentliche Aspekt der Eigenkapitalfrage resultiert aus dem „too big zu fail“-Problem. Die Verpflichtung zur Lasttragung von Eigentümern und Gläubigern, in fixierten Haftungskaskaden Sanierungs- und Abwicklungslasten zu übernehmen, ist dafür – wie bei der Europäischen Abwicklungsrichtlinie – ein Ansatz. Dieser kann aber auch die Gefahr einer systemischen Brandbeschleunigung auslösen, etwa wenn Fremdkapital, das eigentlich haften soll, als Forderungen in den Bilanzen anderer Banken liegt. Dann wird das Problem der Bank A zum Problem der Bank B. Um dies zu vermeiden, sollen Kreditinstitute über eine ausreichende Finanzmittelausstattung verfügen, um die Verluste einer Insolvenz ggf. im Wesentlichen allein tragen zu können.
- (4) Entscheidend dafür ist die sog. „Total Loss Absorbing Capacity (TLAC)“ einer Bank. Diese ist Voraussetzung dafür, dass implizite Staatsgarantien und die aus diesen resultierenden Wettbewerbsverzerrungen mit der Vorgabe eines entsprechenden internationalen Standards der Eigenkapitalausstattung an Bedeutung verlieren. Die G20-Staaten sind im November 2014 übereingekommen, dass ab 2019 die rd. 30 global systemrelevanten Banken zusätzlich zum „Pflichtkapital“ einen Kapital-

Puffer zur Risikoabwicklung in einer Spannweite von 8% bis 12% im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva vorhalten müssen. Ein weiteres Element dieses Konzeptes ist die Verpflichtung zur Emission von Wandelanleihen, sog. „Contingent Convertibles Bonds (COCOS)“, die im Krisenfall in Eigenkapital umgewandelt werden müssen.

Mit einem Gesetzespaket von November 2016 hat die EU-Kommission diesen internationalen Ansatz übernommen und ergänzt: Die 13 größten europäischen Banken sollen ab 2020 mindestens 18% der risikogewichteten Aktiva als Puffer vorhalten sowie eine „leverage ratio“ von 6,75% der ungewichteten Aktiva erfüllen. Beide Anforderungen zusammen bilden die sog. „Gesamtverlust-Absorptionsfähigkeit“ eines Instituts. Diese Puffer gelten ab 2020 auch für die in Europa agierenden großen Töchter von systemrelevanten außereuropäischen Banken, soweit diese in der EU Assets von mindestens EUR 30 Mrd. verwalten. Diese Puffer werden mit einer Änderung der Kapitaladäquanz-Richtlinie und -verordnung (CRD IV/CRR) in die bereits bestehenden Mindestanforderungen an bail-in-fähiges Kapital („Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities, MREL“) eingebunden. Um den betroffenen Banken die Ausgabe von verlustabsorbierenden Schuldtiteln zu erleichtern, schlägt die Kommission darüber hinaus eine Harmonisierung des im nationalen Insolvenzrecht festgelegten Rangs unbesicherter Schuldtitel vor<sup>1</sup>.

- (5) Beide Regelungskomplexe, die Ausformung der Eigenkapital-Normen durch Basel III und „Basel IV“ sowie die Bemessung der TLAC, erhöhen im Ergebnis die Eigenkapitalanforderungen an Banken. Dies ist aus den

---

<sup>1</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Abwicklung von Banken – Die neuen Mindestanforderungen TLAC und MREL, in: Monatsbericht Juni 2016, S. 65 ff.

genannten Gründen nicht zu kritisieren. Die Art und das Ausmaß dieser Anforderung sind allerdings wettbewerbsrelevant. Die US-amerikanische Aufsicht hatte bei den Verhandlungen über Basel III auf eine stärkere Eigenkapital-Unterlegung von Bilanzrisiken gedrängt. Die mit dem „output-floor“ gefundene Regelung ist ein Kompromiss, mit dem der „Baseler Ausschuss“ der Notenbank-Gouverneure der europäischen Kreditwirtschaft entgegenkommt. Es bleibt abzuwarten, ob und inwieweit er von der US-amerikanischen Seite akzeptiert wird. Es ist – wie angedeutet – zurzeit noch offen, ob in dieser Hinsicht tatsächlich ein „level playing field“ umgesetzt wird, oder ob die Politik des „America First“ den mühsam gefundenen Kompromiss schlussendlich wieder in Frage stellt.

## **2. Das Trennbankensystem – eine europäische Option?**

- (1) Diese Frage stellt sich auch im Hinblick auf einen anderen bankordnungspolitischen Ansatz, die Trennung von kundenbezogenem und abstraktem Geschäft<sup>1</sup>. Die USA haben in 2015 diese Aufspaltung mit dem „Dodd-Frank-Act“ von 2010 eingeführt. In der EU und in Großbritannien ist dieser Ansatz in den zurückliegenden Jahren ebenfalls diskutiert, aber noch nicht umgesetzt worden. In Deutschland hat man mit dem „Gesetz zur Abschwächung von Risiken und zur Planung der Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Finanzgruppen“ von 2014 entsprechende Weichen gestellt. Es verlangt – ähnlich wie die genannten anderen Ansätze – bestimmte Aktivitäten in eine rechtlich und organisatorisch selbständige Gesellschaft auszulagern (Finanzhandelsinstitut). Dabei sollen zu den separierten Tätigkeiten der

---

<sup>1</sup> Vgl. G. Lang, M. Schröder: Do we need a Separate Banking System? An Assesment, in: Credit and Capital Markets, Jg. 2013, H. 3, S. 33 ff.; A. Dombret, T. Liebig, I. Stein: Trennbanken-System – ein Weg zu mehr Finanzstabilität in Deutschland?, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Jg. 2015 (2014), H. 1, S. 41 ff.; R. Wilhelmi, P. Büchter: Bankentrennung in der EU: Risiken und Nebenwirkungen, in: Vergleichende Rechtswissenschaft – Archiv für internationales Wirtschaftsrecht, Jg. 2014, H. 4, S. 507 ff.

Eigenhandel ebenso gehören wie Geschäfte mit Hedgefonds und anderen Investmentfonds, die mit hohem Fremdkapitaleinsatz operieren (z. B. Private Equity-Gesellschaften). Absicherungsgeschäfte für nicht-finanzielle Kunden sowie Transaktionen, die der Zins-, Währungs-, Liquiditäts- oder Kreditrisikosteuerung dienen, müssen also nicht abgetrennt werden, sondern verbleiben im sog. Einlagenkreditinstitut. Die Abspaltung ist zudem erst ab einer bestimmten Höhe der genannten Aktivitäten (über Euro 100 Mrd.) bzw. ab einer bestimmten Quote (höher als 20% des Gesamtgeschäftes) notwendig. Zusätzlich kann die Aufsicht im Einzelfall die Abtrennung von riskanten Geschäften verlangen.

Diese Ansätze intendieren nicht nur die Separierung von Risiken. Sie sollen auch ggf. notwendige Restrukturierungen oder Abwicklungen von Banken erleichtern, und die Prozesse und Strukturen für die Erstellung vorsorglicher Abwicklungspläne (sog. „Testamente“) organisatorisch vorbereiten.

- (2) Ob und inwieweit das Trennbankensystem dauerhaftes ordnungspolitisches Element der globalen Finanzarchitektur werden wird, hängt entscheidend von der Entwicklung in den USA ab. Hier hat die Trump-Regierung Anfang Februar 2017 Änderungen des „Dodd-Frank-Act“ angekündigt. Das Verbot, auf eigene Rechnung an den Kapitalmärkten zu handeln, dünnt in den Märkten die Liquidität aus. Überdies ist die Abgrenzung vom Handel für eigene Rechnung einerseits und für Kunden andererseits rechtlich kompliziert, aufwendig und i.d.R. nicht eindeutig. Deshalb ist die prägende Grundregel des „Dodd-Frank-Act“, dass Banken nicht mit dem Geld ihrer Kunden spekulieren sollen (sog. „Volcker-Rule“), in der Praxis nur schwer umzusetzen. Tatsächlich haben in den USA die Banken als Reaktion auf diese Norm z. B. ihren Handel

auf eigene Rechnung in Staatstiteln zurückgefahren und diesen Hedgefonds und Hochfrequenzhändlern überlassen.

- (3) Eine klare und auch praktikable Lösung wäre, den gesamten Wertpapierhandel vom sonstigen Bankgeschäft zu trennen. Es ist in der Praxis kaum zu unterscheiden, ob eine Bank auf eigene Rechnung spekuliert oder Absicherungsgeschäfte vornimmt. Entscheidend ist: Solange der Wertpapierhandel nicht vom Einlagen- und Kreditgeschäft getrennt ist, haben die Banken Anlass, im Investmentbanking größere Risiken einzugehen. Die Finanzierungskosten im Investmentbanking sind insofern quersubventioniert. Sie sind in der Universalbank kleiner als bei einer Abtrennung des Handels.

Auch in diesem Feld der Bankordnungspolitik wird sich die Frage stellen, wie die Architektur der Europäischen Bankenunion auf diese Herausforderung reagiert und wie sie den Abwägungsprozess zwischen Risikobegrenzung einerseits, internationaler Wettbewerbsfähigkeit andererseits gestaltet.

### **3. Die unterschiedliche Praxis der Bankenaufsicht**

- (1) Zu den transatlantischen Herausforderungen gehören auch die Bankenaufsicht und die Rechnungslegung. Der globale Ordnungsrahmen ist die „Hardware“ der wettbewerbsrelevanten Strukturen. Die „Software“ verkörpert sich in der Praxis der Aufsicht, ihren Methoden und Prozessen, kurzum im „Wie“ der Umsetzung der Normen.

Hier geht es sowohl um den sachlichen Umfang (d. h. die Summe der Regelungsbereiche) als auch um die Detaillierung der Normen im

Einzelnen<sup>1</sup>. Im Zusammenhang mit der Finanzmarktregulierung der EU befinden sich gegenwärtig mehr als 400 Rechtsakte in Arbeit. Institutionell wird die Aufsicht wahrgenommen von 28 nationalen Aufsichtsbehörden sowie der EZB, der „European Banking Authority (EBA)“, der „European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)“ und der „European Securities and Markets Authority (ESMA)“. Letztere bilden zusammen den „Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (ESRB)“. Dazu kommen zwei weitere Ausschüsse: Das „Financial Stability Committee (FSC)“ und der „Ausschuss für Finanzstabilität (AFS)“. Die Arbeit dieser Einrichtungen ist nicht hinreichend abgestimmt<sup>2</sup>. Es kommt zu Überschneidungen und damit auch zu unnötigen Mehrfachbelastungen der Institute<sup>3</sup>. Vor allem wird diese metastasierende Aufsichtspraxis immer mehr zu einem Kostentreiber im Bankbetrieb, da laufend zusätzliche neue Sachverhalte in IT-Strukturen umgesetzt werden müssen<sup>4</sup>.

- (2) Ein aktuelles Beispiel für diese Praxis ist das geplante „European Reporting Framework“. Es fußt auf dem seinerseits umstrittenen Kreditregister „AnaCredit“, dessen Testphase im Oktober 2017 beginnt und für das die Banken rd. 90 Datenfelder für jeden ihrer Kredite melden müssen. Das Projekt wird in den Banken erheblichen zusätzlichen Aufwand auslösen. Zur Umsetzung wird es wahrscheinlich einer grundlegenden Revision des Datenmanagements im Bankbetrieb bedürfen.

---

<sup>1</sup> Vgl. U. Neyer, T. Vieten: Die neue europäische Bankenaufsicht – eine kritische Würdigung, in: *Credit and Capital Markets*, Jg. 2014, H. 2, S. 341 ff.

<sup>2</sup> Vgl. R. Temporate (Hrsg.): Europäische Finanzmarktregulierung, Stuttgart 2015.

<sup>3</sup> Vgl. H. Rehm: Die Europäische Bankenunion, a. a. O., S. 84 ff.

<sup>4</sup> Vgl. Bundesverband öffentlicher Banken Deutschlands: Zusammenspiel von Regulierung und Profitabilität – eine quantitative Impact-Studie für die deutschen TOP-17 Banken, Berlin 2016.

Die Praxis der Aufsicht in den USA und in Großbritannien ist dagegen weniger detailversessen. Sie konzentriert sich auf die laufende Erfassung und Aktualisierung wesentlicher Indikatoren für bankwirtschaftliche Steuerungsgrößen, wie Liquidität, Risiko, Rentabilität. Diese Kennziffern werden laufenden Stresstests unterzogen. Neben der Konzentration auf wesentliche Indikatoren ist in der EU auch eine Differenzierung der Aufsicht nach Geschäftsmodell und Größe der Institute notwendig. Die ansonsten notwendigen Infrastrukturen, vor allem im Bereich der IT, überfordern die Rentabilitätspotentiale kleinerer und mittlerer Institute<sup>1</sup>. Es muss auch vermieden werden, dass ähnliche Sachverhalte doppelt reguliert werden und damit mehr Verwirrung als Klärung erzeugt wird. Notwendig ist eine Konsolidierung und Bündelung dieser Vorgaben in einem umfassenden Europäischen Finanzmarktgesetzbuch. Dabei sollten Definition und Regelungen, die materiell gleich sind, zusammengefasst werden.

- (3) Für den Finanzplatz Europa sollte die Richtschnur sein, sich in der Ausgestaltung der Aufsichtspraxis nicht von einem naiven technokratischen Verständnis und durch die Auffassung leiten zu lassen, dass alles und jedes regulierbar sei. Letztlich geht es darum, die möglichen Konsequenzen einzugrenzen. Es geht um die „Wasserstandsmelder“ und um die „Überlaufbecken“. Und es geht um eine „Sanktions-Kultur“, die Verstöße entsprechend ahndet. Hier ist die US-amerikanische Bankenaufsicht und Justiz wesentlich konsequenter als die europäische.

#### **4. Die abweichende Rechnungslegung**

- (1) Die Forderung nach einem „level playing field“ ist schließlich auch eine Frage der Rechnungslegung im Bankensektor. So stiften z. B. die in der

---

<sup>1</sup> Vgl. A. Hackethal, R. Inders: Auswirkungen der Regulatorik auf kleinere und mittlere Banken, Frankfurt/M. 2015.



EU unterschiedlich ausgewiesenen Eigenmittelquoten in bilanzieller Rechnungslegung einerseits und nach aufsichtsrechtlicher Ermittlung andererseits bei Investoren und Analysten Verwirrung, zumal sich z. B. in den Quartalsberichten börsennotierter europäischer Banken bilanzielle und aufsichtsrechtliche Kennziffern vermischen. Die Bilanzen börsennotierter europäischer Banken orientieren sich nach den IFRS-Regeln („International Financial Reporting Standards“), d. h. in der Vermögensaufstellung an Marktwerten, sie richten sich an Investoren und bilden den Erfolg einer Bank zum Stichtag ab. Die Bankenaufsicht, auch die der EZB, verlangt dagegen häufig eine vorsichtigeren Bewertung von Krediten, als vom Markt ableitbar, und sie prognostiziert bei der Einschätzung mit Hilfe von Annahmen stärker in die Zukunft.

Die vorsichtigeren Bewertungsmaßstäbe mögen für die Zwecke des Stresstests im Herbst 2014 angemessen gewesen sein, die EZB-Aufsicht hat diese allerdings danach nicht aufgegeben. Sie verlangt diese weiterhin von den 123 Großbanken unter ihrer Aufsicht, und zwar zusätzlich zur gesetzlichen Bilanz. Deshalb müssen die Banken eine „Übergangsrechnung“ aufstellen, um z. B. die aufsichtsrechtliche Kernkapitalquote zu ermitteln. Einschließlich der „Bilanz für die EZB“ erstellen börsennotierte deutsche Banken damit vier verschiedene Bilanzen: Zusätzlich zur IFRS-Bilanz und der EZB-Bilanz müssen sie auch eine Bilanz nach deutschen Regeln, also nach Handelsgesetzbuch (HGB), und davon abgeleitet eine Steuerbilanz vorlegen. Für deutsche Banken, die in den USA aktiv sind, kommt noch eine fünfte Bilanz nach US-GAAP („Generally Accepted Accounting Principles“) hinzu.

- (2) Dieser Befund gibt Anlass zu einer generellen Feststellung: Eine konsistente Finanzarchitektur ist nur auf der Grundlage gleicher

Rechnungslegungsnormen denkbar. Die Aufsichtsmaßstäbe setzen eine Evidenz solcher Zahlen voraus, die nicht nur formal, sondern auch materiell vergleichbare ökonomische Sachverhalte einheitlich abbilden. Dies ist zurzeit nicht der Fall. Gegenwärtig stehen im Kern drei Rechnungslegungssysteme neben einander, nämlich US-GAAP, IFRS und das HGB in der angepassten Form des Bilanzierungs-Modernisierungsgesetzes (BilMoG).

Hier soll nicht auf Unterschiede im Einzelnen eingegangen werden. Entscheidend ist, dass die angelsächsischen Rechnungslegungssysteme durch den Gedanken des „Fair Value“ geprägt sind, d. h. das Rechnungsziel ist aus der Sicht und Interessenlage eines Investors und durch dessen Anspruch auf „Marktgerechtigkeit“ geprägt. In den Bankbilanzen haben aber nur 10% aller Aktiva und Passiva einen originären Marktwert, für 90% ist dieser zu fingieren. In der Regel geschieht dies durch Rückgriff auf ökonometrische Modelle, mit allen Problemen der Prämissen- und Parametersetzung.

- (3) In den zurückliegenden Jahren hat es allerdings bei der Bewertung Annäherungen zwischen dem Vorsichtsprinzip des HGB's und der „Prudent“ des IFRS gegeben. In 2015 ist eine Weichenstellung eingeleitet worden: Ab 2018 wird die IFRS 9 die bis dahin gültigen Bewertungsregeln des IAS 39 ersetzen. Damit tritt an die Stelle des „incurred loss model“ ein dreistufiges Modell des „expected loss“. Dies ist in der Bankenrechnungslegung nach IFRS ein bemerkenswerter Schritt in Richtung Vorsichtsprinzip bzw. Gläubigerschutz.

Aber auch innerhalb der europäischen Rechnungslegung bestehen noch unnötige nationale Wahlrechte. Derzeit bieten die europäischen

Regulierungsgesetze etwa 150 Optionen, die auf nationaler Ebene in verschiedenen Arten ausgeübt werden. Hier besteht Handlungsbedarf. Insgesamt gilt: Eine wirksame Aufsicht und ein „Level Playing Field“ für die internationale Bankindustrie können nur bei einheitlichen Rechnungslegungs-Standards erreicht werden.

Wichtiger als die laufende Intensivierung der Bankenaufsicht sind für die Stabilität auch des europäischen Bankensystems die Erfassung und Beobachtung der Finanzintermediäre, d. h. der Schattenbanken und der sog. „FinTechs“.

## **5. Das Wachstum der Schattenbanken**

- (1) „Schattenbanken“ unterscheiden sich von Geschäftsbanken im Wesentlichen durch folgende Merkmale: Im Gegensatz zu Geschäftsbanken können sie keine Giralgeldschöpfung betreiben, und sie haben keinen direkten Zugang zur Zentralbankliquidität. Deshalb sind sie grundsätzlich stärker der Gefahr kurzfristiger Liquiditätsschwankungen ausgesetzt. Hinzu kommt, dass die Passiva der Schattenbanken – im Gegensatz zu den Einlagen der Geschäftsbanken – nicht durch staatliche Sicherungssysteme flankiert sind<sup>1</sup>.
  
- (2) Das Volumen des Schattenbanken-Geschäfts ist weltweit von 2002 bis 2013<sup>2</sup> von rd. Dollar 22 Billionen auf rd. Dollar 75 Billionen gewachsen (vgl. Abb. 2). Der Sektor ist damit mittlerweile halb so groß wie der reguläre Bankensektor. Ein Vergleich der Finanzsysteme der USA und des Euro-Raums auf der Grundlage der finanziellen Aktiva der Finanzintermediäre verdeutlicht, dass die relative Bedeutung der

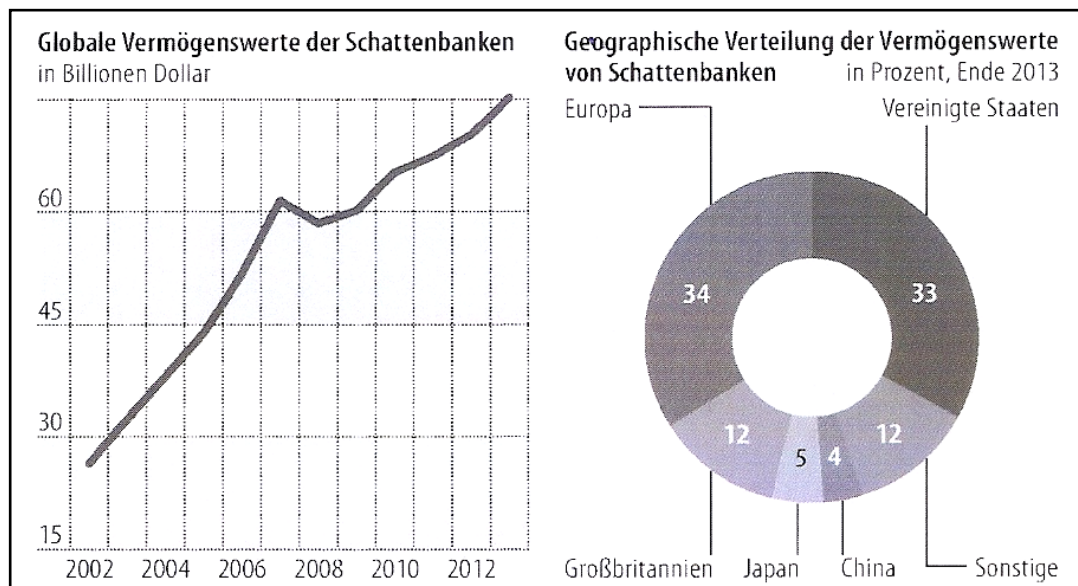
---

<sup>1</sup> Vgl. [Financial Stability Board](#): Global Shadow Banking Monitoring Report 2013.

<sup>2</sup> Jüngere offizielle Zahlen sind nicht verfügbar.

Nichtbank-Finanzintermediäre im Euro-Raum geringer ist als in den USA. Während in den USA seit der Jahrtausendwende deutlich über 40% dieser Aktiva auf die „Sonstigen Finanzintermediäre“ (SFI) einschließlich Geldmarktfonds und rd. 20% auf Geschäftsbanken entfallen, verwalten letztere im Euro-Raum einen Anteil von deutlich über 50%<sup>1</sup>.

Abb. 2: Wachstum und geografische Verteilung der Vermögenswerte von Schattenbanken



Quelle: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 23.12.2014, S. 22.

- (3) Gefährdet die Expansion der Schattenbanken die Stabilität des Finanzsystems? Zumindest bestimmte Geschäfte im Schattenbanken-Sektor können Probleme des Finanzsystems verstärken und prozyklisch wirken<sup>2</sup>. Das gilt insbesondere für die Geldmarktfonds. Zeitweise waren

<sup>1</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Das Schattenbankensystem im Euro-Raum. Darstellung und geldpolitische Implikationen, in Monatsbericht März 2014, S. 15 ff.

<sup>2</sup> Vgl. Z. Poszar, T. Adrian, A. Ashcraft, H. Boesky: Shadow Banking, in: Review Federal Reserve Bank of New York, Jg. 2013, Vol. 2, S. 10 ff.

diese wichtigen Akteure am Markt der sog. „Conduits“, also von Zweckgesellschaften, die das Refinanzierungsgeschäft betrieben. Als im September 2008 die amerikanische Investmentbank Lehman Brothers zahlungsunfähig wurde, erlitten die „Conduits“ sehr hohe Verluste, und es folgten verhängnisvolle Kettenreaktionen, weil die Anleger ihre Einlagen aus den Zweckgesellschaften zurückzogen und diese damit als Finanziers für dritte Banken ausfielen.

- (4) Wie können diese Gefahren eingegrenzt werden? Der Begriff „Schattenbanken“ ist griffig, die Akteure sind es allerdings nicht. Sie wählen je nach Land andere Formen ihres Geschäftsmodells. Eine international konsistente Regelung des Schattenbankensystems verlangt ständige Beobachtung und kontinuierliche Überwachung<sup>1</sup>. Beim G20-Gipfel in Pittsburgh 2009 wurde im Kreis der großen Industriestaaten vereinbart, dass auch Schattenbanken künftig schärfer beaufsichtigt werden sollen. Seitdem ist man allerdings in dieser Intention nicht sehr viel weitergekommen, es ist im Wesentlichen bei einer Befunderhebung geblieben. Der Handlungsbedarf besteht also weiter, dieser kann aber nicht allein in der europäischen Dimension abgearbeitet werden, er bedeutet eine globale Herausforderung.

## **6. Die zunehmende Rolle der FinTechs**

- (1) Eine besondere Ausprägung des Schattenbanksystems sind jene Finanzierungsformen, die man unter dem Begriff „FinTech“ („Financial Technology“) zusammenfasst. Der Begriff „FinTech“ umfasst technologisch getriebene Finanzinnovationen, die in neuen Finanzinstrumenten, -dienstleistungen oder -intermediäre resultieren. Bei den

---

<sup>1</sup> Vgl. N. Véron: The G20 Financial Reform Agenda After Five Years, Bruegel Policy Contribution, Issue 2014/14, S. 6 ff.

Produkten kann es sich dabei um Lösungen für Privat- („Business to Consumer“) oder für Firmen-Kunden („Business to Business“) handeln, um Back-Office-Anwendungen oder um alternative Lösungen für Kernfunktionen traditioneller Finanzintermediäre, z. B. Kreditvergabe, Zahlungsverkehr oder Vermögensverwaltung. In einer einfachen Kategorisierung lassen sich ausgewählte Innovationen ihren Hauptanwendungsfeldern im Finanzsektor zuordnen (vgl. Abb. 3). Dabei können einzelne Innovationen durchaus in mehreren Anwendungsfeldern eingesetzt werden. Bekannte Beispiele für innovative Anwendung im Zahlungsverkehr sind App-basierte Zahlungen mit Smartphone<sup>1</sup>.

Abb. 3: Technologische Finanzinnovationen und Hauptanwendungsgebiete



Quelle: Deutsche Bundesbank: Finanzstabilitätsbericht 2016, S. 73.

- (2) Vor allem Internetriesen wie Apple, Google, Facebook und Alibaba zeichnen sich als künftige Konkurrenten des Bankensektors ab. Für diese sind finanzwirtschaftliche Dienstleistungen eine attraktive Ergänzung ihrer Plattform-Ökonomie. Die neuen Wettbewerber verfügen

<sup>1</sup> Vgl. z. B. Price Waterhouse Coopers: Fintech-Background, Marktverknüpfung, Regulierung, Frankfurt/M. 2015; World Economic Forum: The Future of Financial Services, Financial Report 2015; G. Everling, H. Lempka (Hrsg.): Finanzdienstleister der nächsten Generation, Megatrend Digitalisierung – Strategien und Geschäftsmodelle, Frankfurt/M. 2016; Deutsche Bundesbank: Finanzstabilitätsbericht, a. a. O., Kapitel: Technologische Finanzinnovationen bergen Chancen und Risiken (S. 71 ff.).

über Datenmengen, die ihnen einen entscheidenden Vorteil verschaffen: Sie sind unmittelbarer am Kunden als die Banken. Viele Informationen, die der Bankberater oder der Vermögensverwalter bislang erst mühsam erfragen musste und welche die Kunden vielleicht nicht über sich preisgeben wollen, können diese Anbieter aus deren Netzprofil und -verhalten ablesen. Es wird ein umfassender Zugriff auf die Kunden-Schnittstelle möglich<sup>1</sup>. Die Digitalisierung greift aber nicht nur nach vorn zum Markt und zum Kunden. Sie bietet auch erhebliche Potentiale im Backoffice, bei der Risikosteuerung, für die regulatorische Infrastruktur und für die Kreditbearbeitung und -abwicklung<sup>2</sup>.

- (3) Die potentiellen Auswirkungen auf die Struktur des Finanzsystems sind aufgrund der frühen Phase der Innovationen zurzeit kaum abschätzbar. Die Deutsche Bundesbank verweist darauf<sup>3</sup>, dass aus makroprudentieller Sicht eine frühzeitige Überwachung angebracht ist, um mögliche Veränderungen von Anreizstrukturen, Risikoverlagerungen und Ansteckungsrisiken zu erkennen, bevor FinTechs eine systemisch relevante Größe erreicht haben. Damit ist die Frage der ordnungspolitischen Einordnung dieser Anbieter gestellt. Eine entscheidende Voraussetzung für die Akzeptanz und die Penetration dieser neuen Angebotsmöglichkeiten in den Markt wird die Reaktion des Normengebers auf diese neuen Formen des Bankings sein. Hier kann mittel- und langfristig nur die Maxime gelten „gleiches Geschäft, gleiches Risiko, gleiche Regeln“. „FinTechs“ können nicht dauerhaft im rechtsfreien Raum agieren. Sofern sie rechtlich selbständig sind, benötigen sie Genehmigungen nach dem Kreditwesen-, nach dem Versiche-

---

<sup>1</sup> Vgl. die Beiträge von P. Laucks, R. Freitag, R. Hoffmann, M. Schnell, B. Rose, S. Paxmann, S. Rossbach in: Bank und Markt, Jg. 2015, S. 62 ff.

<sup>2</sup> Vgl. H. Rehm: Perspektiven der künftigen Bankenstruktur, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jg. 2016, H. 12, S. 582 ff., S. 585.

<sup>3</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Finanzstabilitätsbericht 2016, a. a. O., S. 77.

rungsaufsichts- und nach dem Zahlungsdienstaufsichtsgesetz und nach der Gewerbeordnung. Gegenwärtig werden den FinTechs in Einzelfällen aufsichtsrechtliche Privilegien mit der Begründung gewährt, man wolle die neuen Formen des Angebotes nicht zu früh mit regulatorischen Vorgaben beschweren und damit ihre Entwicklungsmöglichkeiten schmälern. Diese Haltung ist bei der britischen und der US-amerikanischen Aufsicht dominierend. Die BaFin prüft dagegen die Zulassung in Einzelfallentscheidungen. Sofern das Geschäftsmodell auch die Kontenführung vorsieht, sind dabei in jedem Fall die Aktivitäten an die Normen des KWG gebunden. Es gilt, eine vernünftige Balance zwischen der Wettbewerbsfähigkeit der neuen Ansätze einerseits und dem Anlegerschutz andererseits zu schaffen. Die ordnungspolitische Orientierung sollte dabei nicht die institutionelle Verfasstheit der Anbieter, sondern die wirtschaftliche Struktur der von ihnen betriebenen Geschäfte und der entsprechenden Produkte sein.

- (4) In einem so abgesteckten ordnungspolitischen Rahmen sollten diese Entwicklungen im Interesse des Finanzplatzes Europa gefördert werden. Die Kunden erwarten zunehmend die zusätzlichen Vorteile aus der Schnelligkeit und Bequemlichkeit der Transaktionen. Der Zugewinn an Wettbewerbsfähigkeit entscheidet sich aber nicht nur auf der Marktseite, sondern auch bei den möglichen Effizienzsteigerungen in der Abwicklung. Dem zunehmenden Kostendruck im Bankbetrieb wird langfristig wahrscheinlich nur durch den Einsatz neuer Lösungen wie z. B. die des „Distributed Ledger“ begegnet werden können<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Ein „Distributed Ledger“ bezeichnet ein dezentral geführtes Kontensystem. Es dient dazu, Transaktionen von Nutzer zu Nutzer aufzuzeichnen, ohne dass es einer zentralen Stelle bedarf, die jede einzelne Transaktion legitimiert. Ein Beispiel dafür ist die Blockchain-Technologie, die für digitale Währungen verwendet wird.



Die Hebung dieser Potentiale im Bankbereich setzt eine entsprechende technische, institutionelle und rechtliche Infrastruktur voraus. Es geht um Datennetze, Datentrassen, Breitbandversorgung und um die rechtlichen Voraussetzungen für deren Nutzung. Hier hinkt Europa, auch Deutschland, im globalen Maßstab hinterher<sup>1</sup>. Gleichmaßen ist Tempo bei der Schaffung europäischer Standards angesagt. Die (rudimentär) vorhandenen nationalen Gesetzgebungen müssen auf europäischer Ebene harmonisiert werden, dazu gehören z. B. Datenschutz, Cybersicherheit, gerichtliche Anerkennung von Transaktionen, Vollstreckbarkeit von Forderungen und die national sehr unterschiedlichen Regulierungen für den Marktzugang. Der Finanzplatz Europa bedarf dazu eines „Level Playing Field“<sup>2</sup>, zumal er mit anderen Standorten wie London, Hongkong und Singapur und den dortigen „regulatorischen Sandkästen“ bzw. den bereits zwischen diesen Plätzen bestehenden Kooperations-Vereinbarungen konkurrieren muss.

Die Dimension der anstehenden Struktur-Veränderungen verdeutlicht die weitere Liberalisierung der Vergabe von Schnittstellen zwischen den Zahlungsverkehrs-Systemen, die mit der Novelle der „Payments Service Directive (PSD II)“ in 2015 eingeleitet wurde. Dieses Regelwerk, das in 2018 in Kraft tritt, wird die Geldinstitute verpflichten, Drittanbietern den Zugriff auf Konten und Daten ihrer Kunden zu ermöglichen. Damit werden über eine Milliarde Konten für digitale Dienstleistungen zugänglich. Neue Anbieter werden noch stärker als bislang in den Markt drängen. Prognosen gehen von erheblichen Rückwirkungen auf

---

<sup>1</sup> Vgl. Deloitte: Digitale Wettbewerbsfähigkeit. Wo steht der Standort Deutschland?, Berlin 2017; E. M. Jaskulla: Spezielle Fintech-Regelungen in Deutschland nötig, in: Börsen-Zeitung vom 17.11.2016, S. 5.

<sup>2</sup> Vgl: C. Bartz: Fintechs brauchen ein internationales Level Playing Field, in: Börsenzeitung vom 14.9.2016, S. 8.

Kundenbindung und Erträge der etablierten Anbieter im Privatkundengeschäft aus<sup>1</sup>.

## **7. Die Schaffung eines Europäischen Kapitalmarktes**

- (1) Die Europäische Kommission hat in 2015 Regelungen für die Schaffung eines Europäischen Kapitalmarktes vorgelegt<sup>2</sup>. Damit soll der Fächer für die Finanzierung des realwirtschaftlichen Sektors noch weiter geöffnet werden. Insbesondere Klein- und Mittelständische Unternehmen (KMUs) sollen sich neue Finanzierungsquellen erschließen können. Die traditionelle Finanzierung durch Banken soll durch den Zugang zum Kapitalmarkt ergänzt werden. Diese Abrundung ist generell wünschenswert. Dabei sollte man trotz des generellen Interesses an einem stärkeren Rückgriff auf Eigenkapital die Fehler der Vergangenheit nicht wiederholen. Alle Initiativen zur (erneuten) Förderung und für weitere Instrumente der Verbriefung sollten angesichts der Erfahrungen in der Finanzkrise 2007/2008 sorgfältig geprüft werden, zumal bereits erprobte Alternativen zur Verfügung stehen.

Um z. B. für den „größeren“ Mittelstand jenseits der bankbasierten Finanzierung Wege aufzeigen, die langfristig ausgerichtet sind und keine kritischen Risiken für die Finanzmarktstabilität erzeugen, bieten sich Schuldscheindarlehen und Privatplatzierungen an. Derartige Instrumente sind durch Langfristbeziehungen und eine klare Schuldner-Gläubiger-Beziehung geprägt, die auch ein wirksamer Anreiz zum Monitoring sind<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Vgl. R. Berger: Successfully navigating changes to payment regulations – Payment Service Directive 2: A strategy and technological challenge, [www.rolandberger.de](http://www.rolandberger.de) 2017.

<sup>2</sup> Vgl. European Commission: Green Paper Building a Capital Markets Union, COM (2015) 63, February 2015; N. Véron, G. B. Wolff: Capital Markets Union: A Vision for the Long Term, Bruegel Policy Contribution, Issue 2015/05, April 2015.

<sup>3</sup> Vgl. H.-H. Francke: Kapitalmarkt versus Bankenfinanzierung – Falsche Antworten auf das deutsche Dilemma, in: Kredit und Kapital, Jg. 2006, S. 3 ff.

Für diese sollte ein einheitlicher europäischer Rechtsrahmen geschaffen werden.

Darüber hinaus kann ein indirekter Kapitalmarktzugang zu KMUs eröffnet werden: Verbriefungen können grundsätzlich Bank- und Kapitalmarktfinanzierungen miteinander verknüpfen. In der Finanzkrise haben sich allerdings bestimmte Verbriefungsstrukturen und -praktiken als missbrauchsanfällig erwiesen. Die Bankenaufsicht hat deshalb für diese Produkte deutlich verschärfte Vorgaben fixiert. Diese sollten nicht generell, sondern nur für solche Produktgestaltungen gelockert werden, die in ihrer Risikostruktur hohen Qualitätsansprüchen genügen. Gleichzeitig wäre für eine entsprechende Absorptionsfähigkeit des Marktes für lange Laufzeiten solcher Titel, etwa in den Aufsichtsregeln für Versicherungen (Solvency II), zu sorgen.

Für einen effizienten europäischen Kapitalmarkt werden darüber hinaus folgende Schritte wichtig sein:

- Im Bereich der Besteuerung sollten sich die weiteren Schritte auf eine umfassende, mit den internationalen Regelwerken abgestimmte Belastung von Kapitaleinkünften und auf die Harmonisierung der Körperschaftsteuer konzentrieren, insbesondere was deren Bemessungsgrundlage betrifft. Insofern ist es zu begrüßen, dass die EU-Kommission im Oktober 2016 einen „Vorschlag an den Ministerrat für eine gemeinsame Bemessungsgrundlage der Körperschaftsteuer, für ein verbessertes System für Streitbeilegung in den Doppelbesteuerungsangelegenheiten unter Vermeidung typischer Gestaltungen

zur Ausnutzung von Unterschieden der Mitgliedstaaten und dritten Ländern zum Zwecke der Steuervermeidung“, vorgelegt hat<sup>1</sup>.

- In Verfolgung dieses Ansatzes sollten auch die faktischen europäischen Steueroasen in der internationalen Unternehmensbesteuerung planiert und die unterschiedliche steuerliche Behandlung von Eigen- und Fremdfinanzierung beseitigt werden.
- Die Restrukturierung von Schulden sollte erleichtert werden. Eine Harmonisierung des Insolvenzrechts wäre hierfür eine wesentliche Voraussetzung.
- Die Hemmnisse für ein stärkeres Zusammenwachsen der Europäischen Märkte für Eigenkapital sollten eingeebnet werden. Auf den Aktienmärkten wird nur ein Teil des Eigenkapitals gehandelt, während der größere Teil in den Unternehmen gebunden ist und bislang nur schwer mobilisiert werden kann. Internationale Unternehmensübernahmen können ein Kanal für zusätzliche Mobilität von Eigenkapital sein. Soweit wertpapierrechtliche und institutionelle Barrieren hier Hemmnisse sind, sollten sie schrittweise beseitigt werden.
- Mit Flankierung durch die Europäische Investitionsbank sollte ein Europäischer Fonds für Risiko- und Venture-Capital errichtet werden, an dem sich Dritte, auch Banken und andere Finanzinstitute, beteiligen können.
- Dieser Ansatz könnte ergänzt werden durch einen europäischen Rechtsrahmen, in dem die europäischen Börsen junge Wachstumsunternehmen mit Investoren zusammenbringen können. Die Blaupause dafür könnte das neue Segment „Scale“ der „Deutschen Börse“ sein.

---

<sup>1</sup> <http://www.haufe.de/steuern> vom 27.10.2016.

Mit diesen Maßnahmen würde der Finanzplatz Europa leistungsfähiger und im internationalen Maßstab deutlich konkurrenzfähiger werden.

## **V. Der Brexit und die Zukunft des Finanzplatzes Europa**

- (1) Eine der größten Herausforderungen für die Gestaltung der Zukunft des Finanzplatzes Europas ist die mit dem Brexit verbundene Veränderung der Rolle Londons als Zentrum des europäischen Finanzmarktes. Unabhängig von den Einzelheiten der vertraglichen Gestaltung des Brexit zwischen der EU und Großbritannien werden die Finanzunternehmen auf der Insel die sog. Passporting-Rechte verlieren. Diese erlauben es ihnen bislang, von London Kunden auf dem Kontinent zu bedienen. Offen ist, ob das in die Diskussion gebrachte sog. Äquivalenzprinzip eine Lösung wäre. Vereinfacht ausgedrückt würde es bedeuten, dass Finanzkonzerne aus Nicht-EU-Staaten Zugang zur EU bekommen können, wenn die Regulierung in ihrem Land von Brüssel als gleichwertig akzeptiert wird. Wahrscheinlicher als solche Einzelfall-Lösungen ist eine britische Strategie bilateraler Finanzdienstleistungs-Verträge. Ein solches britisch-europäisches Abkommen wird möglich werden, wenn Großbritannien derartige Vereinbarungen mit den USA und mit asiatischen Finanzplätzen vorweisen kann.
  
- (2) Zurzeit agieren britische Banken und Vermögensverwalter neben der Präsenz in Frankfurt auch in Paris und Luxembourg, Amsterdam und Dublin. Diese Plätze sind Konkurrenten im europäischen Standortwettbewerb. So hat sich z. B. die HSBC bereits für die französische Hauptstadt entschieden und wird etwa 20% des gesamten Handelsgeschäftes von London nach Paris verlagern. Die französische Hauptstadt repräsentiert einen starken Kapitalmarkt und ist Sitz der europäischen Wertpapieraufsicht ESMA.

Wahrscheinlich werden die Banken Abteilungen ohne Kundenkontakt in die jeweiligen Heimatorte rückverlagern, den Vertrieb weiter aus den Londoner Abteilungen der Zentrale steuern und die Produkte an Standorten innerhalb der EU lizensieren lassen. Im Zuge des Brexit wird es insofern zu Zentralisierungen der bisherigen Londoner Aktivitäten in den jeweiligen Heimatstaaten, und zu einer Dezentralisierung der Vertriebsstandorte kommen. Eine Möglichkeit der Verlagerung ist die Gründung einer Europäischen Aktiengesellschaft, einer „Europe SE“. Die UBS hat eine solche Konstruktion bereits Ende 2016 gesellschaftsrechtlich auf den Weg gebracht. Sie bietet den Vorteil, nur eine Lizenz für das Geschäft in der EU zu benötigen.

Inwieweit der europäische Kontinent von den Verlagerungen infolge des Brexit profitiert, wird von den rechtlichen, steuerlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen abhängen, mit welchen Großbritannien künftig den Platz London ausstattet. Der Finanzplatz Europa wird in der Reaktion darauf einen Weg finden müssen, der einerseits seine Wettbewerbsfähigkeit erhält, andererseits aber nicht eine Spirale regulatorischer Zugeständnisse auslöst.

- (3) Eng verbunden mit den Auswirkungen des Brexit auf den Finanzplatz Frankfurt sind auch die Pläne zur Fusion der „Deutschen Börse“ mit der „London Stock Exchange (LSE)“. Mit diesem Zusammenschluss sollen die Wettbewerbsfähigkeit und die Marktstellung der neuen Börse gestärkt werden. Die entsprechenden Verträge<sup>1</sup>, denen die Aktionäre beider Börsen bereits zugestimmt haben, sehen London als Sitz der

---

<sup>1</sup> Diese Verträge enden allerdings am 30.6.2017.

Holding vor. Die Gesellschaft soll nach britischem Recht gegründet, der Verwaltungsrat soll von der britischen Seite geführt werden.

Zwei Punkte sind strittig: Materiell das Clearing durch die neue Börse und formal das Votum der Hessischen Börsenaufsicht: Hinsichtlich des Clearings geht es um die Frage, ob nach der Zusammenführung des Clearings börsengehandelter Derivate (Frankfurt) und außerbörslich gehandelter Derivate (London) die fusionierte Börse ein in diesem Segment marktbeherrschendes Unternehmen wäre. Über diesen möglichen Untersagungsgrund muss die EU-Kommission entscheiden. Die andere offene Frage ist die Haltung des Landes Hessen, das als Staatsaufsicht des von ihm öffentlich-rechtlich beliehenen Unternehmens „Deutsche Börse“ über dessen Zukunft zu befinden hat. Es muss sich bei dieser Entscheidung vom Wohl des Landes Hessen als Börsen-Standort leiten lassen.

Der britische Fusionspartner hat signalisiert, dass der Sitz London für die geplante Holding nicht verhandlungsfähig sei. Selbst wenn dies der „Deal Breaker“ werden sollte, wird es mittel- und langfristig eher dem europäischen Finanzstandort Frankfurt und damit auch dem Finanzplatz „Europäische Union“ dienen, wenn die „Deutsche Börse“ sich mit Partnern aus den EU-Staaten weiterentwickelt, insbesondere durch Kooperationen mit den Börsen in Paris und Amsterdam.

## **Zusammenfassung**

- (1) Die Krise der Europäischen Union sollte als Chance zur Veränderung begriffen werden. Dabei sollte das angegangen werden, was mit Blick auf den Fortbestand und die Weiterentwicklung der Gemeinschaft drängt

und mit der Mehrheit der Mitglieder, d. h. ohne Beanspruchung der Einstimmigkeit, auf den Weg gebracht werden kann.

- (2) Das gilt vor allem für den Finanzplatz Europa. Der Ausgang der US-amerikanischen Präsidentschaftswahl und der Brexit stimulieren in den USA und in Großbritannien Überlegungen, die traditionellen Verbindungen zwischen beiden Ländern wieder aufzunehmen und auszubauen. Damit geht es auch um die Finanzplätze London und New York und um deren künftige Entwicklung. Europa darf hier nicht hinterherlaufen. Es gilt, den Finanzplatz Europa zügig zukunftsfähig zu gestalten.
- (3) Die Perspektiven des Finanzplatzes Europa werden wesentlich durch die Zukunft der Europäischen Währungsunion bestimmt. Diese ist labil, weil die Symmetrie zwischen Haftung und Kontrolle bzw. Verantwortung brüchig geworden ist. Das hat zu sich verschärfenden Auseinandersetzungen über die Verteilung der politischen und ökonomischen Lasten des europäischen Projekts, zu Blockaden und im Ergebnis zu einem schwindenden Vertrauen der Bürger in die europäische Idee geführt. Diese Situation überfordert auf Dauer auch den bereits praktizierten impliziten Finanzausgleich zwischen den Süd- und Nordländern.

Diese Spirale der Erosion kann nur aufgehalten werden, wenn die Balance zwischen Verantwortung und Haftung wiederhergestellt und das von der Gemeinschaft selbst gesetzte Recht auch tatsächlich beachtet wird. „Stabilität meint immer Rückkehr zum Recht.“<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> P. Kirchhof: Deutschland im Schuldensog, München 2012, S. 87.



- (4) Der Finanzplatz Europa ist essentieller Teil der Europäischen Währungsunion. Damit ist er politisch und ökonomisch auch mit den beiden Säulen der Währungsunion verbunden, der Fiskalunion und der Bankenunion. Die Perspektiven des Finanzplatzes Europa werden durch die Tragfähigkeit dieser beiden Säulen bestimmt werden.
- (5) Für die Rückgewinnung der Stabilität der ersten Säule, der Fiskalunion, sind vor allem folgende Schritte notwendig:
- Einfache und transparente Regeln für die Haushaltspolitik der Mitglieder, deren Einhaltung durch ein von der EU-Kommission unabhängiges Gremium überwacht und beurteilt wird. Diese Funktion sollte der ESM übernehmen.
  - Schaffung eines Rechtsrahmens für eine staatliche Insolvenz als Ultima Ratio der fiskalischen Disziplinierung.
  - Institutionalisierung eines Verfahrens, mit dem ein Mitgliedstaat zur Sanierung seiner Wirtschaft und Finanzen temporär aus der Euro-Zone ausscheiden kann. Dem ESM sollte die Verantwortung für die Vorbereitung und den Vollzug eines solchen Schrittes übertragen werden.
  - Mit diesen zusätzlichen Aufgaben würde der ESM zu einem „Europäischen Währungsfonds“ weiterentwickelt.
- (6) Die zweite Säule, die Bankenunion, ist die Ergänzung der Fiskalunion. Auch hier fehlt die Symmetrie von Risiko und Haftung. Diese soll durch ein einheitliches Abwicklungs- bzw. Restrukturierungsverfahren, mit Belastung der Eigentümer und Gläubiger (bail-in), gewährleistet werden. Die entsprechenden Entscheidungsprozesse sind allerdings vielstufig organisiert, sie sind komplex, und sie enthalten eine Reihe von

Ausnahmeregelungen, auf die auch tatsächlich zurückgegriffen wird, wie das Beispiel der italienischen Großbank „Banca dei Monte dei Paschi“ zeigt. Auch hier gilt die Aufforderung zur Rückkehr zum selbst gesetzten Recht.

(7) Eine weitere Belastung ist die Verknüpfung von Bankindustrie und öffentlicher Hand. Hier sind vor allem zwei Weichenstellungen notwendig:

- Die Einbeziehung öffentlicher Titel in die Kapitalunterlegungspflicht und in die Großkreditgrenze.
- Eine zügige Schaffung von Voraussetzungen für den Abbau sog. „Non Performing Loans“ in den europäischen Bankbilanzen. Die Last notleidender Kredite verhindert den Strukturwandel in der europäischen Bankindustrie und eine hinreichende Kreditvergabe an den Unternehmenssektor. Durch entsprechende aufsichtsrechtliche, unternehmensrechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen sollte der Abbau dieser Altlasten erleichtert werden.

(8) Die Verstrickung der europäischen Bankenindustrie mit den EU-Staatsfinanzen ist nicht zuletzt durch die Geldpolitik der EZB verursacht. Mit dem Ankauf von Staatspapieren ist der zentrale Player der Europäischen Währungsunion mittlerweile der größte Gläubiger der europäischen Staaten. Das Selbstverständnis und die Aufgabenstellung der EZB sollten korrigiert werden. Konkret bedeutet dies:

- Im Regelwerk der EZB ist jedwede Verpflichtung zur Lösung von Solvenzproblemen von Staaten und Banken auszuschließen,

- gleichermaßen auszuschließen ist eine Gemeinschaftshaftung für staatliche Solvenzrisiken über die Bilanz der EZB.
- Geldpolitik und Bankenaufsicht sind voneinander zu trennen.

Diese Änderungen werden nur mit einer anderen Stimmgewichtung in den Organen durchzusetzen sein. Die Voten sollten sich wie bei den anderen EU-Institutionen stärker an den nationalen Einlagequoten orientieren.

- (9) Die Europäische Bankordnungspolitik sollte sich auf zunehmende aufsichtsrechtliche Anforderungen an das haftende Eigenkapital einstellen. Die Eigenkapital-Ausstattung gilt auch als wesentliches Kriterium für die sog. „Total Loss Absorbing Capacity“. Sofern die USA der Übereinkunft im „Baseler Ausschuss“ für die aus dem Einsatz interner und standardisierter Modelle abgeleiteten Bedarfe an Eigenkapital-Unterlegung („output floor“) folgen, sollte diese im Interesse des Standings und des Ratings der europäischen Banken akzeptiert werden. Allerdings muss dieser Ansatz von einer weiteren Angleichung der internationalen Rechnungslegung hinsichtlich der bilanziellen Bemessung und Abgrenzung von Risiken für einen international konsistenten Ausweis des haftenden Eigenkapitals begleitet werden.

Die europäische Bankenaufsicht ist institutionell und materiell zu straffen. Sie sollte sich auf Schwerpunkte wie Risiko, Rentabilität und Liquidität konzentrieren. Die Vorgaben sollten in einem Europäischen Finanzgesetzbuch konsolidiert und gebündelt werden; sie sollten nach Größe und Geschäftsmodell der Institute differenziert werden.

(10) Die Gestaltung des „Finanzplatzes Europa“ sollte sich nicht nur in Reaktionen auf Strukturveränderungen in der internationalen Bankindustrie erschöpfen. Sie sollte auch nach vorne gerichtet agieren und dabei erkennbare Trends antizipieren. Dies gilt für folgende Felder:

- Schaffung der Voraussetzung für einen europäischen Kapitalmarkt, insbesondere im Steuerrecht, Börsen- und Wertpapierrecht sowie im Insolvenzrecht.
- Entwicklung eines europäischen Marktes für Risikokapital.
- Stärkung der Attraktivität des kontinentalen Finanzplatzes mit seinen Schwerpunkten Frankfurt/Main, Paris, Amsterdam und Dublin. Dabei sollte man sich nicht auf einen regulatorischen Wettlauf mit einer nach dem Brexit möglichen Achse London/USA einlassen. Es sollte vielmehr darum gehen, den sonstigen institutionellen Rahmen, z. B. im Arbeitsrecht, zu flexibilisieren.
- Die Entwicklung von „FinTechs“ und der „Distributed Ledger Technology“ sollte in einer ausgewogenen Balance zwischen Wettbewerbsfähigkeit der neuen Ansätze einerseits und dem Anlegerschutz andererseits begleitet werden. Mittelfristig sollte dabei die Maxime gelten: Gleiches Geschäft, gleiches Risiko, gleiche Normen. Wichtig ist der Aufbau einer europäischen Infrastruktur im Bereich der Kommunikationstechnik und Datenübertragung als Voraussetzung für solche neuen Angebote und Abwicklungsmöglichkeit sowie die Schaffung eines europäischen Rechtsrahmens für die Digitalisierung in der Finanzindustrie.
- Nicht zuletzt wegen der zunehmenden Bedeutung der neuen Technologien auch für die Abwicklung und das Settlement sollte die Steuerung einer mit der „London Stock Exchange“ fusionierten „Deutschen Börse“ aus dem Euro-Raum erfolgen. Dabei spricht nicht

zuletzt der Standort der EZB für Frankfurt. Ein Clearing außerhalb des Euro-Raums kann nicht die Perspektive für die Weiterentwicklung des Finanzplatzes Europa sein.

Auch für dessen Zukunftsfähigkeit gilt das Wort des früheren Präsidenten der Europäischen Kommission, Jacques Delors: „Europa ist wie ein Fahrrad, es muss immer getreten werden, damit es nicht umfällt.“ Für den Erfolg der Anstrengungen sollte man aber Ziel und Richtung der Reise kennen.

## Literaturverzeichnis

- C. Bartz: Fintechs brauchen ein internationales Level Playing Field, in: Börsen-Zeitung vom 14.9.2016, S. 8.
- J. Becker, C. Fuest: Der Odysseus-Komplex – ein pragmatischer Vorschlag zur Lösung der Eurokrise, München 2017.
- R. Berger: Successfully navigating changes to payment regulations – Payment Service Directive 2: A strategy and technological challenge, [www.rolandberger.de](http://www.rolandberger.de) 2017.
- M. Blessing: Die unheilige Allianz von Staaten und Banken beenden, in: Handelsblatt vom 20.1.2014, S. 23.
- M. K. Brunnemeier, J.-P. Landau: The Euro and the Battle of Ideas, Princeton 2016.
- C. M. Buch, M. Koetter, M. Ohls: Banks and Sovereign Risk: A Granular View, Deutsche Bundesbank, Discussion Paper No 29/2013, August 2013.
- Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie: Wirtschaftspolitische Koordinierung in Europa – ein Fundament für den Euro. Verfahren müssen konsequent angewandt werden, in: Monatsbericht Dezember 2013, S. 19 ff.
- Bundesverband öffentlicher Banken Deutschlands: Zusammenspiel von Regulierung und Profitabilität – eine quantitative Impact-Studie für die deutschen TOP-17 Banken, Berlin 2016.
- Deloitte: Digitale Wettbewerbsfähigkeit. Wo steht der Standort Deutschland?, Berlin 2017.
- Deutsche Bundesbank: Stellungnahme des Zentralbankrates zur Konvergenz in der Europäischen Union im Hinblick auf die Dritte Säule der Wirtschafts- und Währungsunion, in: Monatsbericht April 1998, S. 17 ff.
- Dies.: Finanzstabilitätsbericht 2014.
- Dies.: Das Schattenbankensystem im Euro-Raum. Darstellung und geldpolitische Implikationen, in: Monatsbericht März 2014, S. 15 ff.
- Dies.: Zur Umsetzung der fiskalischen Regeln der Europäischen Währungsunion, in: Monatsbericht Dezember 2014, S. 8 ff.
- Dies.: Ansatzpunkte zur Stärkung des Ordnungsrahmens der Europäischen Währungsunion, in: Monatsbericht März 2015, S. 15 ff.
- Dies.: Finanzstabilitätsbericht 2016.
- Dies.: Zu den gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der quantitativen Lockerung im Euro-Raum, in: Monatsbericht Juni 2016, S. 29 ff.
- Dies.: Abwicklung von Banken – Die neuen Mindestanforderungen TLAC und MREL, in: Monatsbericht Juni 2016, S. 65 ff.
- Dies.: Ansatzpunkte zur Bewältigung von Staatsschuldenkrisen im Euro-Raum, in: Monatsbericht Juli 2016, S. 43 ff.

- J. Dörr: Die Europäische Kohäsionspolitik: eine ordnungspolitische Perspektive, München 2016.
- A. Dombret, T. Liebig, I. Stein: Trennbanken-System – ein Weg zu mehr Finanzstabilität in Deutschland?, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Jg. 2015 (2014), H. 1, S. 41 ff.
- A. Dombret, Y. Gündüz, J. Rocholl: Will German banks earn their cost of capital?, Deutsche Bundesbank, Discussion Paper No 1/2017.
- ECB: Draft guidance to banks on non-performing loans, September 2016.
- European Commission: Green Paper Building a Capital Markets Union, COM (2015) 63, February 2015.
- G. Everling, H. Lempka (Hrsg.): Finanzdienstleister der nächsten Generation, Megatrend Digitalisierung – Strategien und Geschäftsmodelle, Frankfurt/M. 2016.
- S. Fiedler u. S. Kooths: Griechenland – zwischen Insolvenz und Schuldenerlass, Wirtschaftsdienst, 95. Jg., 2015, H. 9, S. 609 ff.
- Financial Stability Board: Global Shadow Banking Monitoring Report 2013.
- H.-H. Francke: Kapitalmarkt versus Bankenfinanzierung – Falsche Antworten auf das deutsche Dilemma, in: Kredit und Kapital, Jg. 2006, S. 3 ff.
- M. Friedman: Why Europe Can't Afford the Euro. The Danger of a Common Currency, in: The Times, 19. Nov. 1997, S. 7.
- C. Fuest, F. Heinemann, C. Schröder: VIPS – Vorschlag für ein gangbares Insolvenzverfahren für Staaten in der Eurozone, in: ZEW – NEWS, Juli/August 2014, S. 6 ff.
- A. Hackethal, R. Inders: Auswirkungen der Regulatorik auf kleinere und mittlere Banken, Frankfurt/M. 2015.
- IMF Staff Discussion Note/15/19: A Strategy for Resolving Europe's Problem Loans, September 2015.
- O. Issing: Completing the Unfinished House: Towards a Genuine Economic and Monetary Union?, Center for Financial Studies, Working Paper Series No 521, Frankfurt/M. 2016.
- E. M. Jaskulla: Spezielle Fintech-Regulierung in Deutschland nötig, in: Börsen-Zeitung vom 17.11.2016, S. 5.
- J.-C. Juncker, D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi u. W. Schulz: Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden, Bericht der fünf Präsidenten, Brüssel Juni 2015.
- P. Kirchhof: Deutschland im Schuldensog, München 2012.
- J. König: Von der Währungs- zur Transferunion, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin 2016.
- G. Lang, M. Schröder: Do we need a Separate Banking System? An Assessment, in: Credit and Capital Markets, Jg. 2013, H. 3, S. 33 ff.
- Beiträge zur Digitalisierung bei Banken von P. Laucks, R. Freitag, R. Hoffmann, M. Schnell, B. Rose, S. Paxmann, S. Rossbach in: Bank und Markt, Jg. 2015, S. 62 ff.

- R. McKinnon: Optimum Currency Areas, in: American Economic Review, Vol. 53 (1963), S. 717 ff.
- R. Mundell: A Theory of Optimum Currency Areas, in: American Economic Review, Vol. 51 (1961), S. 657 ff.;
- B. Neubacher: Keine Großfusion in Sicht, in: Börsen-Zeitung vom 20.1.2017.
- U. Neyer, T. Vieten: Die neue europäische Bankenaufsicht – eine kritische Würdigung, in: Credit and Capital Markets, Jg. 2014, H. 2, S. 341 ff.
- R. Ohr: Integration in einem nicht-optimalen Währungsraum, in: Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, Jg. 38, 1993, S. 29 ff.
- W. Pommerehne: Warum die Europäische Währungsunion verfrüht ist, in: WiSt – Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 23. Jg., 1994, S. 82 ff.
- Z. Poszar, T. Adrian, A. Ashcraft, H. Boesky: Shadow Banking, in: Review Federal Reserve Bank of New York, Jg. 2013, Vol. 2, S. 10 ff.
- Price Waterhouse Coopers: Fintech-Background, Marktverknüpfung, Regulierung, Frankfurt/M. 2015.
- H. Rehm: Die Europäische Bankenunion, Frankfurt/M. 2015.
- Ders.: Der letzte Schuss mit der Bazooka – ein Treffer?, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jg. 2015, H. 5, S. 221 ff.
- Ders.: Die Europäische Bankenunion – ein Element der internationalen Bankordnungspolitik, Frankfurt/M. 2015.
- Ders.: Perspektiven der künftigen Bankenstruktur, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jg. 2016, H. 12, S. 582 ff.
- B. Rudolph: Defizite und Perspektiven der Bankenregulierung in der Europäischen Union, in: Kredit und Kapital, Jg. 2012, H. 4, S. 447 ff.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Konsequenzen aus der Griechenland-Krise für einen stabilen Euro-Raum, Sondergutachten vom 28.7.2015, Wiesbaden.
- I. Schnabel, F. Rutkowski: Die Bankenaufsicht sollte von der Geldpolitik getrennt werden, in: Wirtschaftswoche, Jg. 2016, H. 33 vom 12.8.2016, S. 35.
- M. Seidel: Aufhebung der angeblich „unumkehrbaren“ („irreversiblen“) Europäischen Währungsunion und Substituierung durch ein neues europäisches Währungssystem, in: ifo-Schnelldienst, 68. Jg., 2013, S. 9 ff.
- B. Simms u. B. Zeeb: Europa am Abgrund. Plädoyer für die Vereinigten Staaten von Europa, München 2016.
- H.-W. Sinn: The Euro Trap: On Bursting Bubbles, Budgets and Beliefs, Oxford 2014.
- Ders.: Die griechische Tragödie, in: ifo-Schnelldienst, Jg. 68, 2015, Sonderausgabe.
- Ders.: Der schwarze Juni. Wie Europa gerettet werden kann, München 2016.



- Stiftung Marktwirtschaft: Ehrbare Staaten? Update 2015: Die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen in Europa, Argumente zur Marktwirtschaft und Politik 133, Berlin August 2016.
- J. Stiglitz: The Euro – How a Common Currency Threatens the Future of Europe, Cambridge/Mass. 2016.
- Ders.: Warum Europa sich kaputtspart, München 2016.
- W. Stock, W. D. Hartmann: Die Euro-Konkurrenz: Ist der Europäische Wirtschaftsraum mit dem Euro wettbewerbsfähig?, Frankfurt/M. 2016
- R. Tempore (Hrsg.): Europäische Finanzmarktregulierung, Stuttgart 2015.
- L. Tsonkalis: In Defence of Europe: Can the European Project be Saved?, Oxford 2016.
- Y. Varoufakis: And the weak suffer what they must?: Europe, austerity and the threat to global stability, London 2016.
- N. Véron: The G20 Financial Reform Agenda After Five Years, Bruegel Policy Contribution, Issue 2014/14.
- N. Véron, G. B. Wolff: Capital Markets Union: A Vision for the Long Term, Bruegel Policy Contribution, Issue 2015/05, April 2015.
- D. Walther (Hrsg.), W. Stock, W. D. Hartmann: Die Euro-Konkurrenz nach dem Brexit, Frankfurt/M. 2017.
- C. S. Weber: ECB – Credibility at Risk?, in: Applied Economics Quarterly, Vol. 60, Jg. 2014, H. 2, S. 123 ff.
- A. Wieandt: Non-Performing Loans – eine zentrale Herausforderung für die europäischen Banken, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jg. 2017, H. 2, S. 22 ff.
- R. Wilhelmi, P. Büchter: Bankentrennung in der EU: Risiken und Nebenwirkungen, in: Vergleichende Rechtswissenschaft – Archiv für internationales Wirtschaftsrecht, Jg. 2014, H. 4, S. 507 ff.
- Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technik: Überschuldung und Staatsinsolvenz in der Europäischen Union, Berlin 2013.
- World Economic Forum: The Future of Financial Services, Financial Report 2015.
- S. Zech u. B. Rudolph: Bail-in als stumpfes Schwert zur Bankenrettung? Sanierung und Abwicklung in der europäischen Bankenunion, in: ifo-Schnelldienst, 68. Jg., 2015, H. 20, S. 25 ff.
- F. Chr. Zeitler: Voraussetzungen für eine effektive Bankenunion, in: ifo-Schnelldienst, 67. Jg., 2014, H. 10, S. 16 ff.

## **Ausgewählte Veröffentlichungen des Autors zum Europäischen Bankenmarkt**

- Das deutsche Bankensystem: Befund – Probleme – Perspektiven, in: Kredit und Kapital, Jg. 2008, H. 2, S. 125-159 (Teil I) und in: Kredit und Kapital, Jg. 2008, H. 3, S. 305-331 (Teil II).
- Reform der nationalen und internationalen Finanzarchitektur, in: Kredit und Kapital, Jg. 2011, H. 3, S. 317-338.
- Banken und Ethik, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jg. 2012, H. 10, S. 474-479.
- Europäische Staatsfinanz- und Bankenkrise – Laokoon oder klarer Schnitt?, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jg. 2012, H. 14, S. 708-710.
- Tendenzen der internationalen Kapitalertragsbesteuerung, in: Finanzrundschau, Jg. 2012, H. 19, S. 889-911.
- Wohin geht Europa – institutioneller Wandel oder Umverteilung?, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jg. 2013, H. 6, S. 285-288.
- Europäische Bankenunion – auf dem Weg, aber noch nicht am Ziel, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jg. 2013, H. 10, S. 1016-1021.
- Die Stabilisierung des Bankensektors ist noch nicht am Ziel, in: Börsen-Zeitung vom 20.2.2014, S. 2.
- Die Verstrickung von Bankindustrie und öffentlichem Sektor, wie kann der gordische Knoten durchgeschlagen werden, in: Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft/Archiv für internationales Wirtschaftsrecht, Jg. 2014, S. 585-599.
- Banking and Public Finance as a European Challenge, in: Applied Economics Quarterly, Vol. 60 (2014) No. 2, S. 91-106.
- Die Europäische Bankenunion – ein Element der internationalen Bankordnungspolitik, Diskussionspapiere/discussion papers des Hannover Center of Finance e.V., Januar 2015.
- Europa am Wendepunkt, Veröffentlichung der IHK Hannover, 2015.
- Zwischen Regulierung und Digitalisierung – Quo Vadis Finanzindustrie, in: Credit and Capital Markets, Jg. 2015, H. 4, S. 513-533.
- Perspektiven der künftigen Bankenstruktur, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jg. 2016, H. 12, S. 582-587.

# Hannover Center of Finance e.V.

## Diskussionspapiere/ Discussion Papers

Hannes Rehm, Die Europäische Bankenunion – ein Element der internationalen Bankordnungspolitik, #1, 28. Januar 2015.

Rouven Wiegard, Domenic Teuber und Michael H. Breitner, Verwendung von Immobilienvermögen zur Alterssicherung am Beispiel der Umkehrhypothek, #2, 16. Februar 2015.

Rouven Wiegard, Nabileh Rahmati und Michael H. Breitner, Rentenversicherungssystem: Quo vadis?, #3, 4. März 2015.

Hannes Rehm, Die Zukunft der Bankindustrie – Bestimmungsgründe und Entwicklungslinien künftiger Geschäftsmodelle, #4, 29. April 2016.

Hannes Rehm, Die Krise der Gemeinschaft als Chance für den Finanzplatz Europa – gestalten statt verwalten, #5, 27. Februar 2017.

**Impressum:** Hannover Center of Finance e.V., Königsworther Platz 1, 30167 Hannover, Vorstand: Prof. Dr. Michael H. Breitner (Sprecher), Prof. Dr. Johann-Matthias Graf von der Schulenburg (stellv. Sprecher) und Prof. Dr. Marcel Prokopczuk