

## Zur Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte

Der Financial Services Action Plan (FSAP) und dessen Umsetzung prägten die Diskussion um den europäischen Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen seit seiner Verabschiedung im Mai 1999. Mit einer Vielzahl von Einzelmaßnahmen stellt dieser Aktionsplan der Europäischen Union die bislang ehrgeizigste Initiative zur Integration der Kapitalmärkte und zur Verwirklichung des Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen in der EU dar. Der Diskurs war dabei breit angelegt und umfasste – angestoßen durch den Bericht des „Ausschusses der Weisen“ – auch gesetzgebungstechnische und institutionelle Aspekte. Während auf Richtlinien- und Mitteilungsebene fast alle der zuletzt 42 Punkte des FSAP abgearbeitet sind, steht in weiten Bereichen die Umsetzung in die nationalen Rechtsordnungen noch aus. Dies gibt Anlass, sich aus Sicht der Notenbank mit der Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte zu befassen und dabei drei Schwerpunktbereiche des FSAP anzusprechen: die neue Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente, die Richtlinie über Finanzsicherheiten und die Mitteilung der Kommission zu Clearing und Abrechnung. In einem gesonderten Abschnitt wird schließlich die mit dem FSAP verbundene Akzentverschiebung zu Gunsten einer stärkeren Kapitalmarktorientierung in ihren Auswirkungen auf die Unternehmensfinanzierung und die Geldpolitik beleuchtet.

## Notenbank und finanzwirtschaftliche Infrastruktur

---

Neben der im Mittelpunkt der öffentlichen Wahrnehmung stehenden Geldpolitik zählen seit jeher das Engagement bei der Bereitstellung der finanzwirtschaftlichen Infrastruktur ebenso wie die Gewährleistung der Stabilität des Finanzsystems zu den wichtigen – wenn auch öffentlich weniger bemerkten – Aufgaben von Notenbanken. Ihre stabilitätspolitische Verantwortung hat also zugleich eine makroökonomische, das heißt geld- und währungspolitische, wie auch eine mikrostrukturelle, eben eine finanzwirtschaftliche Dimension. Aus einer derartigen funktionalen Perspektive liegt es deshalb nahe, dass sich Notenbanken intensiv mit Fragen der Finanzmarktentwicklung befassen. Dabei richtet sich ihr Augenmerk neben der Beaufsichtigung und Regulierung der Finanzmärkte auch auf die finanzwirtschaftliche Infrastruktur. Das Engagement der Notenbank in diesem Bereich liegt darin begründet, dass strukturelle Veränderungen innerhalb des Finanzsystems auch unmittelbar die Durchwirkung von monetären Impulsen beeinflussen.

Die nachfolgende Einschätzung der durch den FSAP angestrebten intensiveren Integration des europäischen Finanzmarkts geschieht in diesem Lichte. Auf eine gewisse Weise das gesamte Projekt illustrierend und zugleich aber auch ihrer substanziellen Bedeutung entsprechend stehen dabei drei Schwerpunktbereiche des FSAP im Mittelpunkt: die neue Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente, die Richtlinie über Finanzsicherheiten und die Mitteilung der Kommission zu Clearing und Abrechnung.

Als Grundorientierung des Aktionsplanes ist eine Steigerung der Effizienz in der Zusammenführung zwischen finanzielle Vermögenswerte akkumulierenden Sparern und Investoren in Realkapital erkennbar. Davon werden risikobereinigt höhere Erträge für die Anleger, ein erleichterter Zugang der Unternehmen zu den Finanzierungsquellen und insgesamt eine effizientere Zuteilung der finanziellen Ressourcen erwartet. Im Ergebnis soll es zu mehr Wachstum und Beschäftigung kommen – deshalb zählt der FSAP zu den Grundpfeilern des von der EU Anfang 2000 gestarteten Lissabonner Prozesses.

## Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen

---

Zum wirtschaftlichen Zusammenwachsen Europas gehört ein Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen. Finanzmarktintegration ist gekennzeichnet durch gegenseitige Öffnung der nationalen Finanzmärkte und freie Kapitalmobilität, im Zuge derer es auch zu einer Angleichung der Struktur der nationalen Finanzbranchen, aber wohl kaum zu einer vollkommenen Homogenität kommen kann. Eine derart weit gehende strukturelle Kongruenz ist aber auch keine Bedingung für eine gelungene Integration.<sup>1)</sup>

Ein wesentliches Kennzeichen integrierter Finanzmärkte ist, dass sich die Preise (Zinsen, Gebühren usw.) gleichartiger Finanzprodukte über den Marktmechanismus einander annähern, wenn die Wirtschaftssubjekte ihre

*EU-  
Finanzmarkt-  
integration...*

*...bringt  
Wohlfahrts-  
gewinne...*

---

<sup>1</sup> Europäische Zentralbank, Measuring financial integration in the euro area, ECB Occasional Paper No. 14, Mai 2004, S. 6 f.

Entscheidungen ohne eine qua Finanzmarktregulierung vorgegebene Beschränkung auf ihr Heimatland treffen können. Dies führt zu einer verbesserten Marktliquidität und Kapitalallokation im gesamten Wirtschaftsraum, was niedrigere Kapitalbeschaffungskosten für Unternehmen und attraktivere Anlageoptionen für Haushalte mit sich bringen kann.

*...auch auf nicht vollkommen integrierten Märkten*

Vollkommen integrierte Märkte setzen voraus, dass alle Marktteilnehmer über die gleichen Informationen verfügen und die Preisfindung ausschließlich von der Ausgestaltung des Finanzinstruments – und nicht beispielsweise vom Emissionsort oder der Verwahrung – abhängt. In der Realität wird auf Finanzmärkten wohl kaum eine derartige vollständige Integration vorher segmentierter Märkte vorzufinden sein, weil neben Informationsunvollkommenheiten auch immer „weiche“ Faktoren für die Anlage- und Finanzierungsdispositionen von Bedeutung sind, die eine gewisse Vorliebe der Wirtschaftssubjekte für heimische Instrumente begründen, wie etwa Nationalität, Tradition und Sprache.

*Einheitliche Strukturen und harmonisierte rechtliche Grundlagen ...*

Wesentliche Entwicklungsvoraussetzungen für integrierte Finanzmärkte in Europa sind die gemeinsame Währung, grenzüberschreitend funktionierende Zahlungsverkehrs- und Wertpapierabwicklungsinfrastrukturen sowie eine Angleichung von Rechts- und Steuervorschriften. Dennoch wird es weiterhin Preisdispersion geben. Ein Grund dafür ist etwa die von vielen Anlegern geteilte Einschätzung, dass man Informationen in einem engeren regionalen Radius besser würdigen kann. Diese Position führt dazu, dass man eine Übergewichtung regionaler Werte in Vermögen feststel-

len kann – einen „regional bias“ also. Hinzu kommen die Unterschiede zwischen ex ante erwarteten und de facto realisierten Risiken, die ebenfalls eine Abweichung vom Gesetz des einheitlichen Preises – auch in einer regionalen Dimension – bewirken können.

Für die rechtliche Integration des Finanzbinnenmarkts hat der Europäische Rat von Lissabon sich das Jahr 2005 als Termin gesetzt, der Rat von Stockholm hat im März 2001 für das Wertpapierrecht diesen Termin auf Ende 2003 vorverlegt. Was die Beseitigung steuerlicher Hindernisse und Verzerrungen betrifft, so stellt die angestrebte Anwendung der Richtlinie im Bereich der Besteuerung von Zinserträgen<sup>2)</sup> ab 1. Juli 2005 einen ersten Schritt auf dem Weg zur steuerlichen EU-Finanzmarktintegration dar.

*...auch im steuerlichen Bereich*

Finanzmärkte, insbesondere Wertpapiermärkte, bedürfen überdies eines stabilen Ordnungsrahmens hinsichtlich Regulierung und Beaufsichtigung von Märkten und deren Teilnehmern. So verstanden, dient auch Anleger- und Verbraucherschutz dem Ziel effizienter Kapitalallokation.

*Regulierung der Wertpapiermärkte*

Angesichts des gewachsenen hohen Grades der nationalen Wertpapierregulierung ist die rechtliche und regulatorische Integration der EU-Wertpapiermärkte relativ schwierig. Das Prinzip der Mindestharmonisierung mit gegenseitiger Anerkennung („Europa-Pass“, Herkunftslandprinzip) trägt dem Rechnung und vermeidet Doppelregulierung und -aufsicht.

*Mindestharmonisierung ...*

---

2 2003/48/EG.

### Internationale Mischung der Wertpapierdepots inländischer Privatpersonen \*)

Angaben in %

Position	Insgesamt	Direktanlagen (Aktien, Anleihen)	Inländische Publikumsfonds 1)
Ende 2002			
Wertpapiere inländischer Emittenten	63	81	34
Wertpapiere ausländischer Emittenten	37	19	66
Ende 1987			
Wertpapiere inländischer Emittenten	79	81	61
Wertpapiere ausländischer Emittenten	21	19	39

\* Bei inländischen Kreditinstituten geführte Depots, Kurswerte. — 1 Zusammensetzung des Vermögens inländischer Publikumsfonds.

Deutsche Bundesbank

... gegenüber  
Vollharmonisierung

Auf der anderen Seite bedeutet Mindestharmonisierung aber, dass sich grenzüberschreitend tätige Finanzmarktteilnehmer mit unterschiedlichen Regulierungen auseinander setzen müssen. Deshalb drängen sie vermehrt darauf, vom Prinzip der Mindestharmonisierung auf das der Vollharmonisierung überzugehen. Bei letzterer hätte der nationale Gesetzgeber (auch des Herkunftslandes) keinen Spielraum mehr, über die EU-Vorgaben hinaus Vorschriften zu erlassen. Da sich die meisten Mitgliedstaaten diese Flexibilität erhalten wollen, wird weiterhin meist das Prinzip der Mindestharmonisierung angewandt, allerdings nähern sich detaillierte Richtlinien mit weit reichenden Komitologievorbehalten<sup>3)</sup> schon sehr einer Vollharmonisierung an.

Am weitesten fortgeschritten ist die Finanzmarktintegration in der EU wegen der einheitlichen Geldpolitik des Eurosystems im Bereich des unbesicherten Geldmarkts.<sup>4)</sup> Hier liegen die Satzmeldungen der Banken für den EONIA<sup>5)</sup> in der Regel nur wenige Basispunkte auseinander. Beim besicherten Geldmarkt, der inzwischen bedeutender ist als der unbesicherte, gibt es allerdings noch Integrationsdivergenzen: Dafür sind vor allem Unterschiede bei den Sicherheiten und bei der Besicherungspraxis sowie Probleme mit der Übertragung der Papiere und steuerliche Aspekte verantwortlich. Letztere zwei Punkte gelten auch für den verbrieften Geldmarkt.

Integrationsfortschritte im Geldmarkt ...

Auf den Anleihemärkten hat die Gleichartigkeit der Portfoliozusammensetzung sowie, damit verbunden, der Gleichlauf der Renditen zugenommen. Einen Beleg dafür liefern insbesondere die Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet.<sup>6)</sup> Die Einführung des Euro hat die grenzüberschreitende Diversifikation nachhaltig gefördert.<sup>7)</sup> Die nebenstehende Tabelle fasst zur Darstellung des gewachsenen Anteils an Auslandstiteln in den Depots Privater die Anleihen mit Aktien und Publikumsfonds zusammen.

... an den Anleihemärkten...

Auf den Aktienmärkten zeigt sich besonders deutlich, dass die Inlandsorientierung zu Gunsten einer paneuropäischen Anlageperspektive nachgelassen hat, und zwar mit

... und an den Aktienmärkten

3 Vgl.: Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (FIMD) 2004/39/EG.

4 Vgl.: Europäische Zentralbank, Euro Money Market Study 2002, November 2003.

5 EONIA: Euro Over Night Index Average.

6 Siehe Erläuterungen auf S. 37.

7 Vgl.: Europäische Zentralbank, The Euro Bond Market, Juli 2001.

Schwerpunkt bei den institutionellen Anlegern.<sup>8)</sup> Diese Entwicklung war schon im Vorfeld der Einführung der gemeinsamen Währung zu beobachten. In den Depots inländischer Privatpersonen liegt der Anteil an Wertpapieren aus EU-Ländern allerdings immer noch unter dem Wert, der sich auf Grund der Marktkapitalisierung deutscher im Vergleich zu europäischen Aktien ergeben würde. Eine vollkommene Annäherung an das europäische Marktportfolio ist allerdings aus den bereits erwähnten Informationskostengründen nicht zu erwarten.

### Der Financial Services Action Plan

#### Regulierung der Wertpapiermärkte

Schon vor dem FSAP gab es auf europäischer Ebene Vorschriften zur Regulierung der Wertpapiermärkte. Zu Beginn der Harmonisierungsbestrebungen im Finanzbinnenmarkt lag die Betonung im klassischen (Universal-) Bankengeschäft und dessen Beaufsichtigung,<sup>9)</sup> daneben finden sich aber bereits frühzeitig börsenspezifische Richtlinien.<sup>10)</sup> Parallel zu der Mitte der achtziger Jahre einsetzenden Deregulierung und Liberalisierung der Wertpapiermärkte<sup>11)</sup> wurde die Insiderrichtlinie<sup>12)</sup> erlassen, die auf „fair play“ bei der Emission und beim Handel von verbrieften Zahlungsansprüchen abstellt. Es lässt sich

8 Vgl.: Europäische Zentralbank, The Euro Equity Markets, August 2001.

9 Vgl.: Erste und Zweite Bankrechtskoordinierungsrichtlinien 77/780/EWG und 89/646/EWG.

10 Vgl.: Börsenzulassungsrichtlinie 79/279/EWG und Börsenprospektrichtlinie 80/390/EWG.

11 erinnert sei beispielhaft an den „Big Bang“ der Londoner Börse (1986), die Lösung des Problems des Differenzeinwands bei Termingeschäften nach deutschem Recht (1989) und an die Erklärung der Bundesbank zu DM-Emissionen (1992).

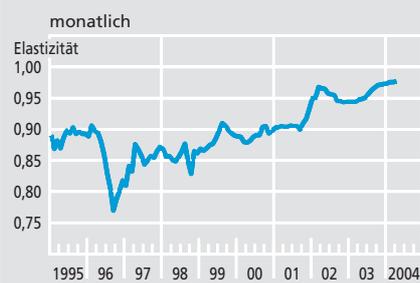
12 89/592/EWG.

### Integrationsgrad des Marktes für Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet

Der Integrationsgrad von Finanzmärkten lässt sich an den Marktpreisen beobachten. Je weiter sich die Marktpreise für vergleichbare Finanzinstrumente einander annähern beziehungsweise je stärker Marktpreise korreliert sind, als desto stärker integriert gelten Finanzmärkte. Der Einfluss gesamtmarktrelevanter Faktoren sollte sich demnach in gleicher Weise auf ähnliche Finanzinstrumente auswirken, auch wenn individuelle bewertungsrelevante Faktoren, wie unterschiedliche Bonitäten, die Preisniveaus sich nicht immer völlig angleichen lassen.

Inwieweit die Märkte für Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet bereits integriert sind, soll anhand der Reaktion europäischer Staatsanleihen auf Preisschwankungen ausgewählter Benchmark-Anleihen verdeutlicht werden. Die nachstehende Abbildung zeigt die durchschnittlichen Regressionskoeffizienten, die die Reaktion von Staatsanleihen europäischer Emittenten auf eine einprozentige Kursveränderung deutscher Staatsanleihen messen. Die Schätzungen beziehen sich auf nationale Kursindizes europäischer Staatsanleihen mit einer Laufzeit von sieben bis zehn Jahren. Die Regressionskoeffizienten resultieren aus Schätzungen mit wöchentlichen Daten und einem gleitenden Zweijahresfenster und können auf Grund der Formulierung des Schätzansatzes direkt als Elastizität interpretiert werden.

#### Durchschnittliche Elastizität europäischer Staatsanleihen in Bezug auf Kursänderungen deutscher Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Je näher der Koeffizient bei 1 liegt, desto stärker vollziehen die europäischen Staatsanleihen Preisänderungen der deutschen Benchmark-Anleihen nach. Die Elastizität europäischer Staatsanleihen in Bezug auf Kursänderungen der deutschen Benchmark-Anleihen liegt aktuell bei 0,98. Von der Preisseite betrachtet hat die Integration des Marktes für Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet demnach seit Beginn der Währungsunion deutlich zugenommen.

Deutsche Bundesbank

nachweisen, dass auf Märkten mit wirksamem Insiderrecht die Kosten der Eigenkapitalbeschaffung über den Aktienmarkt geringer sind.<sup>13)</sup>

Noch wichtiger für die Gestaltung der nationalen Wertpapiergesetze waren die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie von 1993<sup>14)</sup>, die Wertpapierfirmen über eine gemeinschaftsweit gültige Zulassung den „Europa-Pass“ brachte, und die CAD<sup>15)</sup>. Diese sollte aus Sicht der Länder mit vorherrschendem Universalbankensystem vor allem dazu dienen, gleiche Spielregeln zu schaffen, also auch die britischen Investmenthäuser (und die amerikanischen mit Europasitz in London) für ihr Geschäft einer den Kreditbanken vergleichbaren Kapitalvorhaltungspflicht zu unterwerfen.

Im Mai 1999 wurde – nach einem Konsultationsverfahren der Kommission und unter Beteiligung der Regierungen der Mitgliedstaaten – der FSAP vorgestellt, der sich in vier Teilbereiche gliederte: professionelle Anleger, Privatanleger, Stärkung der Überwachungsstrukturen sowie allgemeine, insbesondere steuerliche Voraussetzungen für eine Integration der Finanzmärkte.<sup>16)</sup> Durch nachträgliche Ergänzungen ergaben sich schließlich 42 Vorhaben. Zur Erreichung der Finanzmarktintegration stehen in Bezug auf die Regulierung der Wertpapiermärkte beim FSAP drei Grundprinzipien im Vordergrund. Den Anbietern aus der EU sollen, erstens, gleiche Zugangsmöglichkeiten zu allen EU-Wertpapiermärkten eingeräumt werden. Dazu erkennen die Mitgliedstaaten, zweitens, die Regeln und die Aufsicht der jeweils anderen an (Herkunftslandkontrolle). Schließlich soll, drittens, für

einen effektiven Qualitäts- und Kostenvergleich der Nutzer größtmögliche Transparenz hergestellt werden.

Da das umfangreiche FSAP-Programm rasch umgesetzt werden sollte, suchte die Kommission nach Wegen, den Gesetzgebungsweg zu beschleunigen und gleichzeitig auf die Ressourcen in den Behörden der Mitgliedstaaten zurückzugreifen. Unter Leitung von Baron Lamfalussy wurde ein „Ausschuss der Weisen“ eingerichtet, der geeignete Vorschläge ausarbeiten sollte.<sup>17)</sup> Da durch das Lamfalussy-Verfahren potenziell die Rechte des Europäischen Parlaments (EP) beschnitten wurden, stimmte es dem Verfahren erst zu, als die Kommission zusagte, grundsätzliche Bedenken des EP im Komitologieverfahren zu berücksichtigen. Ob das seit 2001 bei bislang vier Richtlinien angewendete Lamfalussy-Ver-

*Lamfalussy-  
Verfahren*

*Grund-  
prinzipien  
des FSAP*

---

13 U. Bhattacharya und H. Daouk, *The World Price of Insider Trading*, *Journal of Finance*, Februar 2002, S. 75 ff.  
14 93/22/EG.

15 Richtlinie über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten 93/06/EG.

16 Mitteilung der Kommission, KOM (1999) 232 vom 11. Mai 1999.

17 Die Stufen eins und zwei des Lamfalussy-Verfahrens umfassen den eigentlichen Rechtsetzungsprozess. Auf der ersten Stufe verabschieden – auf Vorschlag der EU-Kommission – Rat und Europäisches Parlament Rahmenrichtlinien beziehungsweise -verordnungen, die teilweise noch der Konkretisierung bedürfen. Auf der zweiten Stufe erlässt die EU-Kommission im sog. Komitologieverfahren detaillierte technische Durchführungsbestimmungen, wobei sie von zwei Ausschüssen unterstützt wird: dem Europäischen Wertpapierausschuss (European Securities Committee: ESC) in seiner Komitologiefunktion, der die Auffassungen der Mitgliedstaaten bündelt, und dem Ausschuss der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden (Committee of European Securities Regulators: CESR), der die Kommission bei der Ausarbeitung der Durchführungsbestimmungen berät. Die dritte Stufe umfasst die einheitliche Umsetzung und Anwendung in den Mitgliedstaaten vor allem durch Abstimmung in CESR. Auf der vierten Stufe ist die Einhaltung des EU-Rechts zu kontrollieren und konsequent durchzusetzen. Vor und während des gesamten Prozesses sollen intensive Konsultationen mit den Marktteilnehmern stattfinden.

fahren den Rechtsetzungsprozess verbessert hat und eine einheitliche und konsequente Umsetzung und Durchsetzung sicherstellt, kann noch nicht abschließend beurteilt werden. Es ist allerdings zu betonen, dass die sachliche Angemessenheit von Richtlinien und Verordnungen Priorität vor der Geschwindigkeit der Einführung hat. Inzwischen hat das EP am 31. März 2004 einem Richtlinienvorschlag zugestimmt, der das Lamfalussy-Verfahren auch auf die Bereiche Banken, Versicherungen und Investmentfonds ausdehnt.

#### Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente

*Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente*

Schon die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie aus dem Jahr 1993 verwendete den Begriff des „geregelten Marktes“ und enthielt Transparenzvorschriften. In die Strukturen der nationalen Wertpapiermärkte griff sie aber kaum ein. Ihre Nachfolgerin, die kürzlich verabschiedete „Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente“<sup>18)</sup> (Financial Instruments Markets Directive: FIMD) schafft nun auch ein europäisches Börsenrecht mit dem Ziel, faire Wettbewerbsbedingungen zwischen geregelten Märkten, das heißt Börsen, multilateralen Handelsplattformen (MTF) und bankinternen Handelssystemen herzustellen. Das bedeutet vor allem, dass der so genannte absolute Börsenzwang in einigen nationalen Rechtsordnungen aufgehoben werden muss. Stattdessen können die Börsengesetze künftig eine Regelung vorsehen, wonach Banken Kundenaufträge außerhalb einer Börse oder eines

MTF hausintern nur nach dessen Zustimmung ausführen können.

Funktionen des Wertpapierhandels sind die Preisbildung für Wertpapiere und Transformationsleistungen hinsichtlich der Losgröße, Fristen, Risiken und Liquidität von Wertpapieren. Für die Preisaggregation ist die Mikrostruktur der Märkte ausschlaggebend. Die Gewährleistung von Tiefe, Breite und Robustheit – also von engen Spreads, einem ausreichenden Ordervolumen und Preiskontinuität – erfordert eine Marktorganisation, die Liquidität und Transparenz begünstigt. Die (Auktions-)Börse war dafür der tradierte Marktplatz. Sie kann diese Aufgaben umso besser erfüllen, je mehr Teilnehmer ihre Aufträge an die Börse leiten.<sup>19)</sup>

*Funktionsfähige  
Börse*

In der Diskussion um die Neufassung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie wurde argumentiert, die gesetzliche Bevorzugung von Börsen gegenüber multilateralen Handelssystemen oder bankinternen Handelssystemen sei aufzuheben, da alle drei Systeme gewinnorientiert arbeiteten.

Diese Sichtweise ist allerdings insofern zu relativieren, als Börsen Leichtigkeit und Breite des Zugangs, Liquidität, Anlegerschutz und Vertrauen in die Preisfindung auf eine direk-

<sup>18</sup> 2004/39/EG, Amtsblatt der EU vom 30. April 2004, L 145/1 ff. Die neue Bezeichnung wurde im Gemeinsamen Standpunkt des Rates gewählt. Der Kommissionsvorschlag trug noch die Bezeichnung „Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen und geregelte Märkte“, was auch dem Inhalt der Richtlinie eher entsprach.

<sup>19</sup> Vgl. zum Problem der Internalisierung (= hausinterne Ausführung von Kundenaufträgen gegen den Eigenbestand oder gegen gegenläufige Kundenaufträge) auch: E. Theissen, Internalisierung und Marktqualität: Was bringt Xetra Best? in: Kredit und Kapital, 4/2002, S. 550 ff.

tere Weise als konkurrierende Handelssysteme sicherstellen. Es ist zwar richtig, dass der Wunsch nach mehr Wettbewerb oder der Berücksichtigung spezieller Kundenwünsche (z. B. sofortige Auftragsausführung, Späthandel) gegen die Erhaltung von Börsenmonopolen spricht. Die mit ihrer gesetzlichen Aufwertung zu erwartende Bedeutungszunahme außerbörslicher Handelsplattformen könnte aber eine gewisse Liquiditätszersplitterung mit entsprechenden Auswirkungen auf die Preisfindung für Wertpapiere und auf die Allokationsfunktion des Kapitalmarkts zur Folge haben.

*Internalisierung,  
Vorhandels-  
transparenz  
und Kontrahie-  
rungszwang*

Moderne Technologien haben seit einer Reihe von Jahren weitere Wege des Zusammenbringens von Angebot und Nachfrage nach Wertpapieren attraktiv gemacht. Das Problem, vor dem die europäischen Institutionen standen, betraf deshalb die Organisation des Wettbewerbs zwischen den diversen Anbietern von Transaktionsleistungen sowie die daraus erwachsenden Folgen für die Effizienz sowie die Stabilität der Finanzmärkte. Besonders umstritten waren seit der Veröffentlichung des Richtlinienvorschlags im November 2002 die Vorschriften zur Internalisierung. Inzwischen haben Parlament und Rat zu Vorhandelstransparenz und Kontrahierungszwang einen Kompromiss gefunden,<sup>20)</sup> der den Preiswettbewerb und den Anlegerschutz verbessert.

### Die Richtlinie über Finanzsicherheiten

Die Richtlinie über Finanzsicherheiten<sup>21)</sup> hatte – in Anknüpfung an die 1998 ergangene Fina-

litätsrichtlinie – zum Ziel, erstmals materielle Rechtsunterschiede im Bereich des Zivil- und Insolvenzrechts zu beseitigen, die grenzüberschreitende Wertpapiergeschäfte erschweren.

Musterbeispiele hierfür sind die in einigen Rechtsordnungen bestehenden komplexen Formerfordernisse für die Bestellung dinglicher Sicherheiten. Ein ähnliches Bild bietet die Verwertung, bei der gerichtliche Genehmigungen, Wartefristen und so weiter einzuhalten sind, die einer zeitgerechten Realisierung einer Wertpapiersicherheit zum Tageskurs entgegenstehen.

*Rechts-  
unterschiede  
bei Bestellung  
und  
Verwertung*

Die Nutzung der Vollrechtsübertragung zu Sicherungszwecken ist in Deutschland seit langem in der Praxis anerkannt, konnte sich in den Rechtsordnungen unserer Nachbarstaaten jedoch kaum durchsetzen.<sup>22)</sup>

---

<sup>20</sup> Danach werden systematische Internalisierer in börsennotierten, liquiden Aktien zur Veröffentlichung von verbindlichen Preisen (Geld und/oder Brief) verpflichtet. Bei illiquiden Aktien müssen Preise gegenüber den Kunden nur auf Anfrage offen gelegt werden. Diese Verpflichtungen gelten für Abschlüsse bis zur Standardmarktgröße, die sich nach der Umsatzgrößenklasse der jeweiligen Aktie richtet. Gegenüber Kleinanlegern darf der genannte Preis nicht nachgebessert werden, wohl aber gegenüber Großanlegern, wenn die betreffende Order größer ist als die eines Kleinanlegers. Auf Basis ihrer Geschäftspolitik dürfen systematische Internalisierer darüber entscheiden, welchen Investoren sie Zugang zu ihren Preisen geben. Als geschäftspolitische Kriterien werden beispielhaft genannt: Kreditwürdigkeit, Gegenparteiisiko und Abwicklungsgesichtspunkte. Außerdem kann der Internalisierer die Zahl der Abschlüsse sowohl in Bezug auf einen Anleger als auch insgesamt beschränken. Hieraus ergibt sich, dass Internalisierer im Prinzip also auch mit Nichtkunden abschließen müssen, zu denen auch Großinvestoren oder Mitbewerber gehören (abgemilderter Kontrahierungszwang).

<sup>21</sup> EG 2002/47, EG-Abl. L. 168, vom 27. Juni 2002, S. 43 ff.

<sup>22</sup> Vgl. etwa die belgische Rechtssache Sart/Tilman aus 1996. Belgien und Luxemburg haben hierauf mittlerweile mit Sondergesetzen reagiert.

Ebenso erschweren die Insolvenzrechte mancher Mitgliedstaaten die Sicherheitenverwertung, indem sie weder die Insolvenzaufrechnung noch das Recht auf abgesonderte Befriedigung kennen. So ist etwa den Ländern des „napoleonischen“ Rechtskreises eine autonome Befriedigung nach Verfahrenseröffnung im Allgemeinen wesensfremd.<sup>23)</sup> Im deutschen Insolvenzrecht sind hingegen sowohl die Insolvenzaufrechnung als auch die abgesonderte Befriedigung seit Ende des 19. Jahrhunderts allgemein anerkannt und haben auch die Einführung der neuen einheitlichen Insolvenzordnung per 1. Januar 1999 weitgehend unbeeinträchtigt überstanden.<sup>24)</sup>

*Übereignung  
für Sicherungs-  
zwecke EU-weit  
eingeführt*

Die Finanzsicherheitenrichtlinie hat vor diesem Hintergrund erstmals eine Übereignung für Sicherungszwecke EU-weit eingeführt. Ferner hat sie den Grundsatz der formlosen Bestellung und der (staatsfreien) Selbsthilfe bei der Verwertung von Pfandsicherheiten für alle Mitgliedstaaten begründet. Schließlich wurde die Insolvenzaufrechnung sowie ein Recht auf abgesonderte Befriedigung in der gesamten EU eingeführt.

Insgesamt erscheint die Finanzsicherheitenrichtlinie (wenngleich nur beschränkt auf ihren engen Anwendungsbereich in Gestalt von Finanzinstrumenten und Barguthaben) als eine „kleine Revolution“, nachdem Versuche einer materiellen Harmonisierung der Sicherheiten- und Insolvenzrechte im Gemeinschaftsrecht bislang erfolglos geblieben waren.

In Deutschland wurde die Richtlinie durch das Gesetz vom 8. April 2004<sup>25)</sup> umgesetzt, dessen Verabschiedung eine ausführliche Diskussion in der Fach- und Tagespresse vorausgegangen war. Kernpunkt war die Frage des – in der Richtlinie teilweise den Mitgliedstaaten überlassenen – persönlichen Anwendungsbereichs.

Während die Bundesregierung die Richtlinie ausdrücklich auch für Bank-Nichtbank-Beziehungen umsetzen wollte, hatte sich hiergegen politischer Widerstand im Bundestag formiert. Der gefundene Kompromiss lautete, dass für Bank-Nichtbank-Beziehungen die Wertpapiersicherheit nur im Rahmen von Pensionsgeschäften, Wertpapierdarlehen und kurzfristigen (geldmarktnahen) Geldkrediten dem Regime der Richtlinie unterstellt wird, es für längerfristige Geldkredite hingegen beim geltenden Recht verbleibt.<sup>26)</sup>

Das politische Signal, längerfristigen Kreditbeziehungen hier die Vorzüge der Richtlinie zu verweigern, mag auf den ersten Blick Anlass zu Bedenken geben. Gleichwohl ist zu berücksichtigen, dass – unabhängig von der Richtlinie – schon das geltende deutsche Recht die im Wertpapiergeschäft übliche Verpfändung oder Übereignung (verbunden mit der Lieferung im Effektingiro) im Insolvenzfall weitgehend schützt. Nachteile für längerfris-

---

<sup>23</sup> Siehe beispielhaft frz. code de commerce, Art. 621-24 und 621-25.

<sup>24</sup> Siehe §§ 50, 51 bzw. 94–96 der Insolvenzordnung; Einschränkungen ergeben sich lediglich für besitzlose Sicherheiten, die im Zusammenhang mit Wertpapieren fast keine Rolle spielen.

<sup>25</sup> BGBl. I, 502 ff.

<sup>26</sup> § 1 Abs. 17 KWG in der Fassung von Art. 5 des Umsetzungsgesetzes vom 8. April 2004.

tige Kreditbeziehungen deutscher Banken zu ihren Kunden sind daher kaum zu befürchten.

### Mitteilung der Kommission zu Clearing und Settlement

Am 28. April 2004 hat die EU-Kommission ihre zweite Mitteilung zu Clearing und Settlement vorgelegt<sup>27)</sup> und die betroffenen Kreise zur Stellungnahme aufgefordert. Die Mitteilung zielt darauf ab, mit der Schaffung eines effizienten und sicheren grenzüberschreitenden Marktes für Clearing und Settlement einen wichtigen Beitrag zur EU-Finanzmarktintegration zu schaffen.

*Komplexe  
grenzüberschreitende  
Abwicklung*

Während die Wertpapierabwicklung auf nationaler Ebene einen hohen Effizienzgrad erreicht hat, ist die Marktinfrastruktur im Bereich der grenzüberschreitenden Abwicklung komplex. Marktmäßige und technische Unterschiede wie Marktusancen, Betriebszeiten von Systemen sowie nationales Zivil- und Steuerrecht wirken als Barrieren, die bereits in den beiden Giovannini-Berichten<sup>28)</sup> beschrieben wurden. Sie führen zu langen Prozessketten sowie höheren Transaktionskosten und Abwicklungsrisiken. Ferner weist die Kommission darauf hin, dass für Wertpapierabwicklungsanbieter keine gleichen Wettbewerbsbedingungen und kein einheitlicher Aufsichtsrahmen vorliegen. Sie beabsichtigt daher, durch Erlass einer Rahmenrichtlinie einen harmonisierten Rechtsrahmen für Clearing und Settlement zu schaffen. Drei weitere Initiativen zielen darauf ab, die Aktivitäten bei der Beseitigung von Barrieren durch Zusam-

menarbeit von privatem und öffentlichem Sektor zu koordinieren, rechtliche und steuerliche Fragen durch Einsatz einer Experten-Gruppe zu klären sowie das wettbewerbliche Instrumentarium (Art. 81, 82 und 86 EGV) bei der vorbeugenden Fusionskontrolle und der Missbrauchsaufsicht einzusetzen.

Die nachstehend aufgeführten Kernpunkte der vorgeschlagenen Rahmenrichtlinie, die alle auf eine Stärkung des Wettbewerbs unter den Clearing- und Settlement-Systemen abzielen, sollen im Komitologieverfahren konkretisiert werden. Die von einer gemeinsamen Arbeitsgruppe des ESZB (unter Beteiligung der Bundesbank) und des CESR erarbeiteten Standards für Wertpapierabwicklungssysteme, die als Entwurf bereits vorliegen, könnten hierfür als Basis dienen:

*Rahmenrichtlinie für  
Clearing und  
Settlement*

- Banken und Wertpapierfirmen, Börsen und multilateralen Handelssystemen sowie Clearing- und Settlement-Systemen sollen umfassende Rechte auf diskriminierungsfreien Zugang zu Clearing- und Settlement-Systemen in anderen Mitgliedstaaten eingeräumt werden. Damit wird eine weit gehende Vernetzung der Systeme gefördert und den Kunden dieser Systeme

---

<sup>27</sup> Mitteilung der Kommission, KOM (2004) 312 vom 28. April 2004 „Clearing und Abrechnung in der Europäischen Union – Künftige Maßnahmen“. Im Folgenden wird unter „Clearing“ der Eintritt einer zentralen Gegenpartei (Central Counterparty) in ein Geschäft zwischen zwei Geschäftspartnern verstanden, wobei die bilateralen Geschäftspartnerrisiken zentralisiert werden. Unter „Settlement“ wird die Übertragung von Eigentumsrechten an Wertpapieren, z. B. durch Buchung auf Depotkonten, verstanden. Diese Funktion wird sowohl von Wertpapierabwicklungssystemen (Securities Settlement System, manchmal auch Central Securities Depository, Zentralverwahrer oder Wertpapiersammelbank genannt) als auch von Geschäftsbanken wahrgenommen.

<sup>28</sup> November 2001 und April 2003.

die freie Auswahl unter den Clearing- und Settlement-Einrichtungen ermöglicht.

- Ein einheitlicher Regulierungs- und Aufsichtsrahmen soll gleiche Wettbewerbsbedingungen für die Systembetreiber sowie die gegenseitige Anerkennung der Abwicklungssysteme durch die jeweiligen nationalen Aufsichtsbehörden sicherstellen. Die Kommission beabsichtigt hierbei, einen funktionalen Ansatz zu verfolgen, das heißt, unabhängig von der Art der Institution würden gleiche Tätigkeiten auf gleiche Weise reguliert. Ferner denkt die Kommission über Kapitaladäquanzregelungen für die Anbieter von Abwicklungsdienstleistungen nach, wobei nicht ausgeschlossen wird, dass über die bestehenden bankenaufsichtlichen Regelungen hinausgegangen wird. Der einheitliche Regulierungsrahmen soll durch eine Zusammenarbeit der nationalen Aufsichtsbehörden ergänzt werden. Damit wäre die Grundlage für einen „Europa-Pass“ für alle auf dem Gebiet der Wertpapierabwicklung tätigen Institutionen geschaffen, der es diesen erlauben würde, Clearing und Settlement europaweit anzubieten.
- Im Bereich der Governance für Abwicklungssysteme beabsichtigt die Kommission weit reichende Transparenzanforderungen aufzustellen. Sie spricht sich für eine Trennung der Rechnungslegung nach Kern- und ergänzenden Geschäftsfeldern aus. Damit würde eine eventuelle Quersubventionierung durch Erträge aus dem Kerngeschäft transparent. Ferner sollen Kunden die Möglichkeit haben, nur Teile

eines Leistungsbündels von einem Zentralverwahrer zu beziehen und sich selektiv Leistungen bei anderen Anbietern einzukaufen.

Insgesamt gesehen geht die Kommission mit den von ihr vorgeschlagenen Schritten in die richtige Richtung. Sie beabsichtigt, durch die Schaffung gleicher Wettbewerbsbedingungen und die Vernetzung der Systeme Marktkräfte freizusetzen, die zu einem Anstieg des grenzüberschreitenden Wertpapierhandels bei verbesserter Risikodiversifizierung und niedrigeren Transaktionskosten für die Investoren sowie geringeren Kapitalkosten für die Emittenten führen sollen. Sie überlässt die weitere Konsolidierung den Marktteilnehmern und den Eigentümern der verschiedenen Anbieter von Clearing- und Settlement-Dienstleistungen. Die Kommission beabsichtigt ausdrücklich nicht, in die Diskussion über die Governance-Modelle „user owned/user governed“ (gemeinwirtschaftlich) oder gewinnorientiert einzutreten. Sie verhält sich ferner neutral in Bezug auf die Diskussion über horizontale und vertikale Integration von Abwicklungsdienstleistungen und über die gewünschte Anzahl von Anbietern am Ende eines weiteren europäischen Konsolidierungsprozesses.

Im Rahmen der beabsichtigten Richtlinie zu Clearing und Settlement ist es deshalb umso wichtiger, dass alle von der Kommission beabsichtigten Maßnahmen wettbewerblich neutral ausfallen. Der konsequenten und sachgerechten Anwendung des funktionalen Ansatzes bei der geplanten Richtlinie kommt hierbei überragende Bedeutung zu. Dieser

*Sicherstellung  
eines freien  
Wettbewerbs...*

*...setzt wett-  
bewerblich  
neutrale Rege-  
lungen voraus*

Ansatz ist aber gleichermaßen eine große Herausforderung, wie sich bereits bei den noch nicht abgeschlossenen Diskussionen über die ESZB-CESR-Standards gezeigt hat, denn Geschäftsbanken und Zentralverwahrer sind auf sich teilweise überlappenden Geschäftsfeldern tätig. Eine Richtlinie könnte bei einer unscharfen Definition von Teilfunktionen, zum Beispiel bei der Regulierung des Kreditgeschäfts für die geldseitige Abwicklung von Geschäften, zu unerwünschten Wettbewerbsverzerrungen zwischen Zentralverwahrern einerseits und großen Geschäftsbanken andererseits führen. Außerdem ist fraglich, ob über die bestehenden bankenaufsichtlichen Regelungen hinaus weitere Regeln für die Behandlung von Risiken im Zusammenhang mit kurzfristigen Krediten für die Geschäftsabwicklung nötig sind. Die Ausführungen der Kommission zu spezifischen Governance-Regeln für das Wertpapierabwicklungsgeschäft sind sehr weit reichend, da sie verbindliche Regelungen für Clearing und Settlement vorsieht, während für die meisten Finanzdienstleistungen und die übrigen Wirtschaftszweige nur Governance-Regelungen mit Empfehlungscharakter gelten. Ferner ist kritisch zu hinterfragen, dass diese Regeln nicht umfassend, sondern allein auf Zentralverwahrer und zentrale Kontrahenten angewandt werden sollen.

### **Kapitalmarktorientierung und Unternehmensfinanzierung**

Der mit dem FSAP verbundene neue Regulierungsansatz strebt als zentrales Ziel – wie vorstehend ausgeführt – mittels einer Harmoni-

sierung der Regelwerke eine stärkere Integration der Finanzmärkte an. Im Kern geht es darum, am Wertpapiermarkt eine Erhöhung der Marktliquidität zu ermöglichen. Dabei wird auf den positiven Gleichlauf von Handelskosten und Nutzungskosten des Kapitals gesetzt. Verringerte Transaktionskosten, die einen Gegenposten in rückläufigen Intermediationsmargen finden, sollen zudem eine verbesserte Risikoallokation erlauben. Der durch eine Reihe von technologischen Faktoren angelegte Trend zu einer Finanzvermittlung jenseits der Bankbilanzen wird insofern auch regulatorisch gefördert. Die damit verbundene potenzielle Betonung der Ausrichtung am Kapitalmarkt bedeutet neue Chancen, aber auch Herausforderungen für die Unternehmensfinanzierung und folglich, recht unmittelbar, auch für die Geldpolitik.

Es sind insbesondere die kontinentaleuropäischen, stark durch die Universalbankausrichtung gekennzeichneten Finanzierungsstrukturen, die sich Änderungserfordernissen stellen müssen.<sup>29)</sup> Dies gilt gerade auch für den deutschen Unternehmenssektor, der – als unmittelbarer Ausdruck der institutionellen (z. B. Regelungen zur betrieblichen Altersvorsorge) und nicht zuletzt steuerlichen Rahmenbedingungen – durch niedrige Eigenkapitalquoten sowie eine Fremdfinanzierung vorwiegend über Bankkredite gekennzeichnet ist. Zwar hatte die Finanzierung über den Aktienmarkt gegen Ende der neunziger Jahre – kursnieveaubedingt – erheblich an Attraktivität gewonnen. Als es aber seit dem Frühjahr 2000

*Eigenkapital  
und  
Fremdkapital*

---

<sup>29</sup> Siehe hierzu für einen umfänglichen Überblick: J. P. Krahen und R. H. Schmidt (Hrsg., 2004), *The German Financial System*, Oxford University Press.

zu einer scharfen Marktkorrektur kam, verlor die Aktie als Finanzierungsinstrument spürbar an Bedeutung. Es ist zwar festzustellen, dass in der Hochphase – relativ zum Umfang an Bruttoinvestitionen – die Finanzierung der Kapitalaufwendungen durch die Begebung von Anteilsrechten angestiegen ist; über die Zeit betrachtet war sie jedoch starken Schwankungen ausgesetzt. So beliefen sich die Aktienemissionen in Relation zu den Bruttoinvestitionen im Jahr 2003 auf – 3,8 %, was nichts anderes heißt, als dass netto über Aktienrückkäufe mehr Anteilsrechte aus dem Markt genommen wurden als dort durch Emissionen neu begeben wurden.

*Bankkredite  
und Unternehmensanleihen*

Angesichts der Alternative bei der Fremdfinanzierung von Unternehmen – Bankkredite oder Emission von Anleihen – können die Finanzsysteme grob danach unterschieden werden, ob sie eher „bankbasiert“ oder stärker „kapitalmarktorientiert“ sind. Die nebenstehende Tabelle zeigt Anleihen sowie ausstehende Unternehmenskredite<sup>30)</sup> in Relation zum Bruttoinlandsprodukt für die USA, Deutschland und das Euro-Währungsgebiet.

In dieser Betrachtung der jüngsten Entwicklung deutet sich auch in Deutschland ein leichter Bedeutungsgewinn der Unternehmensanleihen gegenüber den Unternehmenskrediten an. Allerdings spiegelt die Kreditentwicklung in Europa und den USA nicht zuletzt auch die schwache Konjunktur der letzten Jahre wider. Die Finanzierung deutscher Unternehmen über Anleihen dürfte tatsächlich höher sein, da auf Grund der gewerbesteuerlichen Belastung von Dauerschuldzinsen viele Unternehmen langfristige Anlei-

### Unternehmensfinanzierung, Anleihen und Buchkredite von MFIs, zu Nominalwerten

in % des BIP (Jahresendwerte)

Land/Jahr	Anleihen	Kredite
<b>USA</b>		
1998	25,3	10,6
2000	26,4	10,9
2003	26,5	7,9
<b>Deutschland</b>		
1998	0,2	41,3
2000	0,5	39,9
2003	2,3	38,2
<b>EWU</b>		
1998	4,3	39,5
2000	5,3	41,6
2003	7,0	41,9

Quellen: Bloomberg, BIZ, Bundesbank, EZB, eigene Berechnungen.

Deutsche Bundesbank

hen über ausländische Töchter begeben und in kurzfristige Kredite umwandeln.

Die Gründe, weswegen die Unternehmensfinanzierung über Bankkredite in Deutschland, aber auch in vielen anderen kontinentaleuropäischen Finanzsystemen bisher eine so große Bedeutung hat, sind vielfältig. Dabei vermögen Hindernisse, wie die frühere Emissionsgenehmigungspflicht oder die Börsenumsatzsteuer, für die verschwindend geringe Rolle, die Industriefinanzierung bis Ende der neunziger Jahre in Deutschland gespielt haben, nur einen geringen Erklärungsbeitrag zu leisten. Schließlich blieb die Dominanz der Bankkredite

*Bankbasiertes  
System*

<sup>30</sup> Für Deutschland und EWU: Kredite inländischer MFIs an nichtfinanzielle Unternehmen; für die USA: Kredite von US Commercial Banks an nichtfinanzielle US-Unternehmen (commercial und industrial loans). Die Unternehmensanleihen schließen Commercial Paper ein.

ditfinanzierung auch nach deren Beseitigung erhalten.<sup>31)</sup> Neben dem Problem der gewerbesteuerlichen Belastung von Dauerschuldzinsen müssen es also tiefer liegende Gründe sein, die dieses Finanzierungsverhalten der deutschen Unternehmen erklären.

Zuerst ist hier an die Größen- und Rechtsformstruktur zu denken. Prägend für die deutsche Wirtschaft sind mittelständische Unternehmen. Diese verfügen zumeist über gewachsene Bindungen an eine Hausbank. Eine direkte Kapitalmarktfinanzierung kommt für viele dieser Unternehmen bereits aus Kostengründen kaum in Frage. Die durchschnittlichen Aufwendungen etwa für eine Anleiheemission (z.B. Provisionen, Beratungs- und Börseneinführungsgebühren) können bei einer kleineren Emission mehrere Prozentpunkte ausmachen. Hinzu kommen später die Ausgaben für die Unternehmenspublizität.<sup>32)</sup> Die Finanzierung über Anleiheemissionen wird deshalb vorwiegend von börsennotierten Aktiengesellschaften genutzt, die ohnehin schon umfangreichen Publizitätsanforderungen genügen müssen. Diese Veröffentlichungserfordernisse leisten zugleich einen Beitrag zum Abbau der bei Finanzierungsbeziehungen generell bestehenden Informationsasymmetrien, die in Banken durch die vor dem Eingehen eines Kontrakts angestellten Kreditwürdigkeitsprüfungen und während dessen Laufzeit durch die anhaltende Kreditüberwachung („Monitoring“) abgebaut werden.<sup>33)</sup> Die Effizienz langjähriger Hausbankbeziehungen findet folglich vor allem in den damit verbundenen Kostenverringerungen ihre Rechtfertigung.

Bankkredite können für Unternehmen den Vorteil haben, dass die kreditgebenden Banken Veränderungen in ihren Refinanzierungskonditionen in der Regel nur schrittweise an ihre Schuldner weitergeben, so dass sich ein Zinsglättungseffekt ergibt.<sup>34)</sup> Hierbei spielen sowohl die für beide Seiten attraktive enge Kundenbindung als auch Wettbewerbsgesichtspunkte eine Rolle. Bankkredite ermöglichen im Übrigen eine wesentlich größere Flexibilität bei einer gegebenenfalls notwendig werdenden nachträglichen Anpassung von Zahlungsverpflichtungen, als dies bei Anleihen der Fall ist.<sup>35)</sup> Gerät ein Unternehmen in wirtschaftliche Schwierigkeiten, so wird eine kreditgewährende Bank zumeist bereit sein, Zahlungserleichterungen zu gewähren, sofern ihr das Unternehmen überlebensfähig erscheint. Bei Anleiheemissionen erweisen sich dagegen Umschuldungsverhandlungen auf Grund der Vielzahl von in der Regel anonymen Anleihegläubigern als oft sehr schwierig oder gelegentlich auch unmöglich.

Es lässt sich zwar argumentieren (Modigliani-Miller-Theorem), dass die Art der Finanzierung in einem perfekten Kapitalmarkt irrelevant ist, empirisch robustere Ansätze zeigen

*Bankkredit und  
Hausbank-  
bindung*

*Art der  
Finanzierung  
von großer  
Bedeutung*

<sup>31</sup> Siehe hierzu auch: Deutsche Bundesbank, Die Beziehung zwischen Bankkrediten und Anleihemarkt in Deutschland, Monatsbericht, Januar 2000, S. 33–48.

<sup>32</sup> Es ist allerdings plausibel, dass die Kapitalmarktfinanzierung für kleinere und mittlere Unternehmen auf vermittelte Art eine stärkere Relevanz bekommen wird – durch die Nutzung von Kreditforderungen als Sicherheiten für die Emission von Wertpapieren, also im Wege von „asset-backed securities“.

<sup>33</sup> Vgl. hierzu: A. Hackethal (2000), Banken, Unternehmensfinanzierung und Finanzsysteme, S. 52 ff.

<sup>34</sup> Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank, Zum Zusammenhang zwischen Kreditzinsen deutscher Banken und Marktzinsen, Monatsbericht, März 2002, S. 54 ff.

<sup>35</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Neuere Entwicklungen am Markt für Unternehmensanleihen, Monatsbericht, April 2004, S. 18 ff.

aber die Bedeutung verschiedener Finanzierungsmöglichkeiten für die Entwicklung eines Unternehmens.<sup>36)</sup> Insbesondere jungen und innovativen und deshalb aus Informationsgesichtspunkten noch nicht sehr durchschaubaren Unternehmen steht der Kapitalmarkt von daher in der Regel noch nicht offen, dies gilt zumeist auch aus Gründen der Größe. Eigenkapital kann zwar über Private Equity eingeworben werden, für die Fremdfinanzierung sind die jungen Unternehmen aber in besonderer Weise auf die Kreditgewährung durch Banken angewiesen.

*Unternehmensanleihen*

Etwa seit Ende der neunziger Jahre hat die Emission von Unternehmensanleihen (einschl. der kurzfristigen Mittelaufnahme im Wege von Commercial Paper) in Europa an Dynamik gewonnen, wenngleich die Bedeutung marktfähigen Fremdkapitals für die Unternehmensfinanzierung in Deutschland nach wie vor untergeordnet ist. Ein Grund für diese Entwicklung war die Einführung des Euro, die zum Zusammenwachsen der bislang nationalen Anleihemärkte und zur Entstehung eines breiten und tiefen Euro-Kapitalmarkts beigetragen hat. Daneben waren hohe Investitionsvolumina im Zuge des Technologiebooms sowie für Fusionen und Übernahmen nur über den Kapitalmarkt zu finanzieren. Dementsprechend konzentrierte sich die Emission von Unternehmensanleihen auf wenige Branchen, wie etwa die Automobil- und Luftfahrtbranche sowie Telekommunikations- und IT-Unternehmen. Auch von der Nachfrageseite sind Impulse für die Belebung des Marktes für Unternehmensanleihen ausgegangen. So haben institutionelle Anleger weltweit an Bedeutung gewonnen. Diese Investoren suchen

verstärkt nach Anlagealternativen zu den bislang dominierenden Staatsanleihen und Bankschuldverschreibungen. Der Rückgang der Renditen am Markt für Staatsanleihen hat diese Tendenz noch verstärkt.<sup>37)</sup> Für institutionelle Anleger ist es von besonderer Bedeutung, dass sie die Möglichkeit haben, in einem breiten und tiefen Markt zu investieren.

Eine stärkere Kapitalmarktorientierung bei der Unternehmensfinanzierung wirft die Frage auf, wie sich dies auf die Stabilität der Unternehmen und des Finanzsystems auswirkt. Zusätzliche Finanzierungsalternativen führen grundsätzlich zu einer Diversifizierung der Finanzierungsmöglichkeiten und somit zu einer gesteigerten Markteffizienz und prinzipiell auch zu einer größeren Robustheit. Andererseits zeigen etwa die im Nachgang zu den Marktkorrekturen deutlich rückläufigen Commercial-Paper-Programme, dass der Marktzugang bisweilen auch schwierig sein kann. Da eine geringere Bereitschaft zum Eingehen von Risiken tendenziell ein Phänomen sein dürfte, das zeitgleich sowohl im Kreditmarkt als auch im Anleihemarkt auftritt, ist dieser Effekt des wechselseitigen Austausches der Finanzierungsquellen empirisch wohl eher unplausibel. Einen Hinweis auf einen derartigen Zusammenhang geben die Volatilitäten der Finanzierungsströme der beiden Fremdfinanzierungsarten relativ zur Fremdfinanzie-

*Zur Stabilität der Unternehmensfinanzierung*

<sup>36</sup> Vgl. etwa: R. G. Hubbard (1998), Capital Market Imperfections and Investment, in: Journal of Economic Literature, Bd. 36, Nr. 1, S. 193–225.

<sup>37</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Neuere Entwicklungen am Markt für Unternehmensanleihen, Monatsbericht, April 2004, S. 16ff.

rung insgesamt sowie die Korrelationen der Finanzierungsströme.<sup>38)</sup>

*Höhere Volatilität der Kapitalmarktfinanzierung ...*

Vergleicht man die Finanzierungsströme bei der Anleihe- und Kreditfinanzierung im Euro-Währungsgebiet vom ersten Quartal 1998 bis zum dritten Quartal 2003, so ergibt sich für die Kreditfinanzierung ein Variationskoeffizient von 0,57, für die Anleihefinanzierung ein Variationskoeffizient von 0,77.<sup>39)</sup> Die Finanzierungsströme bei der Anleihefinanzierung sind also tendenziell volatil als bei der Kreditfinanzierung. Da Unternehmen aus Gründen der Planungssicherheit an stabilen Finanzierungsströmen interessiert sind, werden diese bei ihren Dispositionen die höhere Volatilität bei der Anleihefinanzierung in Rechnung stellen, auch wenn sich aus dem Vergleich der Variationskoeffizienten nicht ableiten lässt, ob die stärkere Streuung nachfrage- oder angebotsseitig bedingt ist.

*... aber trotzdem ein Mehrwert*

Weiteren Aufschluss über den Grad der Austauschbarkeit zwischen den beiden Fremdfinanzierungsarten gibt die Korrelation zwischen den Finanzierungsströmen. Ist diese negativ, so wäre das ein Indiz dafür, dass sich die Finanzierungsquellen tendenziell gegenläufig entwickeln, insofern also sich situationsabhängig wechselseitig ergänzen würden. Für den oben genannten Zeitraum ergibt sich eine schwach positive Korrelation von 0,17, die darauf hindeutet, dass sich beide Finanzierungsquellen relativ unabhängig voneinander entwickeln. Eine zurückgehende Kreditfinanzierung wird demnach nicht automatisch durch eine höhere direkte Kapitalmarktfinanzierung kompensiert. Die Entstehung eines größeren Marktes für Unternehmensanleihen

erweitert jedoch das Finanzierungsspektrum für Unternehmen.

Die verstärkte Integration der EU-Finanzmärkte verändert auch deren Mikrostruktur. Die Tendenz zu einer intensiveren Ausrichtung am Kapitalmarkt bei der Erschließung von externen Finanzierungsquellen dürfte sich fortsetzen. Hinsichtlich der Wirkungen integrierter Kapitalmärkte, welche sich in einem positiven Marktumfeld durch eine erhöhte Liquidität und eine effiziente Kapital- und Risikoallokation auszeichnen, lassen sich jedoch auch Marktzutrittsbeschränkungen nicht ausschließen. Insbesondere in rezessiven Phasen ist der Zugang zu externen Mitteln in kapitalmarktdominierten Systemen bisweilen spürbar erschwert. Eine Akzentuierung von Finanzzyklen ist dann eine fast zwangsläufige Konsequenz.<sup>40)</sup>

*Integration der EU-Finanzmärkte verändert die Marktstruktur*

Hausbankorientierte Systeme reagierten jedenfalls in der Vergangenheit bei der Kreditvergabe in Rezessionen weniger volatil. Sie trugen damit zur gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung bei.<sup>41)</sup> Der Bedeutungszuwachs der Finanzmärkte, der durch die Bemühungen um die Integration des europäischen

*Bankorientierte Systeme und Kapitalmarktorientierung: sinnvolle Ergänzung*

<sup>38</sup> Vgl. hierzu auch: Europäische Zentralbank, Monatsbericht, Oktober 2003, S. 16–18.

<sup>39</sup> Als Volatilitätsmaß wird hier der Variationskoeffizient, das Verhältnis der Standardabweichung zum arithmetischen Mittel, verwendet. Diese Messgröße ermöglicht eine bessere Vergleichbarkeit von Datenreihen unterschiedlicher Größenordnung.

<sup>40</sup> Vgl.: P. Artus, Rating, cycle économique, cycle financier, in: CDC IXIS Flash 2001-221; siehe auch Banque de France, Le cycle financier: facteurs amplificateurs et réponses envisageables par les autorités monétaires et financières, in: Bulletin de la Banque de France, November 2001, Nr. 95, S. 41–65.

<sup>41</sup> Vgl.: M. Kueppers, Curtailing the Black Box: German banking groups in the transmission of monetary policy, in: European Economic Review 45, 2001, S. 1907–1930.

Kapitalmarkts akzentuiert wird, dürfte die Robustheit erhöhen. Insbesondere die Möglichkeiten zu einem verbesserten Risikomanagement – und damit einem höheren Wachstumspotenzial – werden auf der unternehmensindividuellen Ebene ausgeweitet. Für die Anleger sollte die Finanzmarktintegration das Erreichen einer höheren Effizienzgrenze – also einer besseren Kombination von erwarteten Erträgen und Risiken – erlauben.<sup>42)</sup>

Ein robustes Finanzsystem ist unabdingbare Voraussetzung für eine erfolgreiche Geldpolitik. Es gibt insofern einen weit gehenden

Gleichklang zwischen der zentralen Aufgabe einer Notenbank, den Geldwert zu sichern und ihrem Bemühen, Finanzstabilität zu gewährleisten. Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass die Geldpolitik bei einer intensivierten Kapitalmarktorientierung ihre operativen Maßnahmen auf mögliche Finanzmarktauswirkungen überprüfen muss. Denn bei einer stärkeren Integration der Finanzmärkte funktioniert die Verarbeitung monetärer Impulse vor einer veränderten Kulisse.

*Integrierte  
Finanzmärkte  
haben Auswirkungen auf die  
Geldpolitik*

---

<sup>42</sup> Siehe: A. Brender und F. Pisani (2001), *Les marchés et la croissance*, Paris: Economica.