

# NACH DEM BREXIT – WAS WIRD AUS DER KAPITALMARKTUNION?

Philipp Ständer | Wissenschaftler am Jacques Delors Institut – Berlin

## ZUSAMMENFASSUNG

Als die Europäische Kommission ihre Pläne für eine künftige Kapitalmarktunion entwarf, war klar, dass Großbritannien mit seiner immensen Bedeutung für die europäischen Kapitalmärkte dazugehören würde. Durch den Brexit könnte jedoch alles ganz anders kommen, denn nun droht der Europäischen Union (EU) eine Abtrennung von dem Land das Europas größten Kapitalmarkt beheimatet.

Der Brexit wirkt sich in dreifacher Hinsicht auf das Projekt der Kapitalmarktunion aus:

**Erstens ist unklar, wie die Finanzbeziehungen zwischen Großbritannien und der EU in Zukunft gestaltet werden sollen.** Können in Großbritannien ansässige Finanzunternehmen weiterhin Zugang zum Binnenmarkt behalten, und wenn nicht, wie wirkt sich dies auf bestimmte Kapitalmarktsegmente aus? Der britische Kapitalmarkt ist für die EU von zentraler Bedeutung, da er eine Refinanzierungs- und Handelsplattform für andere europäische Finanzzentren darstellt. Sich den Zugang über Finanzpässe zu sichern, erscheint derzeit unwahrscheinlich, denn das würde bedeuten, dass von Großbritannien alle mit dem Binnenmarkt verbundenen Verpflichtungen anerkannt werden müssten. Am stärksten betroffen sind solche Kapitalmarktsegmente, bei denen Standortverlagerungen mit einem erheblichen Anstieg der Fixkosten verbunden wären (z. B. bei Vermögensverwaltungsfonds) oder bei denen britische Plattformen nicht mehr direkt über den Binnenmarkt zugänglich wären (z. B. Aktienhandel und Clearing).

**„BREXIT VERÄNDERT  
DIE KOSTEN-NUTZEN-  
ÜBERLEGUNGEN IN  
DEN ANDEREN 27  
EU-MITGLIEDSTAATEN“**

**Zweitens schwindet möglicherweise die politische Unterstützung für die Kapitalmarktunion, wenn Großbritannien sich aus dem Prozess zurückzieht,** weil die Motivation und die Richtung des Projekts beeinträchtigt werden könnten. Großbritannien war stets ein wichtiger Unterstützer der Kapitalmarktunion und half der Kommission dabei, dass dieses Ziel eine Priorität auf der politischen Agenda blieb. Durch die Kapitalmarktunion wird es für Investoren leichter, auf dem gesamten Binnenmarkt Finanzinstrumente bereitzustellen. Kein anderer Mitgliedstaat, erst recht keiner der größeren, hätte von der Kapitalmarktunion mehr profitieren können als Großbritannien. Nun aber verändert der Brexit die Kosten-Nutzen-

Überlegungen in den anderen 27 EU-Mitgliedstaaten. Manche Finanzstandorte könnten Vorteile davon haben, wenn Unternehmen mit Hauptsitz in Großbritannien ihre Standorte oder Teile ihres Geschäfts verlagern. Gleichzeitig müsste die EU der 27 den Verlust an Markttiefe ausgleichen, um die wirtschaftlichen Folgen für die Kapitalmarktfinanzierung abzumildern.

**Drittens bietet das Ausscheiden Großbritanniens die Möglichkeit einer umfassenden Reform des institutionellen Rahmens.** Durch den Brexit lebt die alte Diskussion wieder auf, ob bei einer Integration der Kapitalmärkte nicht Aufsichtskompetenzen von der nationalen auf die europäische Ebene übertragen werden müssten. Der im Zusammenhang mit dem Brexit erforderliche Umzug der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) bietet die Gelegenheit, das System der Europäischen Aufsichtsbehörden zu überprüfen und anzupassen, sodass diese Debatte möglicherweise erneut auf die Tagesordnung käme.

## INHALTSVERZEICHNIS

EINLEITUNG	3
<b>1. Die wirtschaftlichen Folgen des Brexit für die Kapitalmarktunion: Verlierer auf beiden Seiten?</b>	4
1.1. Die City ohne Pässe	4
1.2. Die Bedeutung Londons für die Kapitalmärkte der EU	6
<b>2. Politische Folgen des Brexit: Schwindender Nutzen versus neue Anreize</b>	9
2.1. Die politischen Interessen vor und nach dem Brexit	9
2.2. Zentrale Beaufsichtigung – Pro und Kontra	12
2.3. Stand der Kapitalmarktunion: Durchmischte Bilanz und neue Herausforderungen in Sicht	14
FAZIT	17
ZU DEN GLEICHEN THEMEN...	18

## EINLEITUNG

**D**ie Kapitalmarktunion war nicht zuletzt aufgrund der zentralen Bedeutung der britischen Kapitalmärkte für das Finanzsystem der EU ursprünglich als Projekt des Binnenmarkts und nicht des Euro-Raums konzipiert worden. Mit ihrer Initiative für die Kapitalmarktunion wollte die Kommission marktbaserte Alternativen stimulieren, etwa in den Bereichen Beteiligungsförderung, Risikokapital und Unternehmensanleihen. Man hoffte, dass eine stärkere Kapitalmarktintermediation den Pool der Finanzierungsinstrumente für Unternehmen vergrößern und in der Europäischen Union für mehr grenzüberschreitende Risikoteilung im privaten Sektor sorgen würde.<sup>1</sup>

Das Ergebnis des britischen Referendums zugunsten eines Brexit lässt nun Zweifel an der Zukunft der Kapitalmarktunion aufkommen. In Großbritannien befinden sich die größten Kapitalmärkte Europas. Die Mehrheit der in der EU aktiven internationalen Investoren hat ihren Sitz in London. In einigen Marktsegmenten werden bis zu 75% aller EU-Geschäfte in Großbritannien getätigt. Mit dem Austritt Großbritanniens würde die Kapitalmarkttiefe der EU um ca. 16% schrumpfen.<sup>2</sup>

Die britische Regierung plant den EU-Austrittsprozess im März 2017 auszulösen. Der Handel mit Finanzdienstleistungen wird in den Verhandlungen ein zentrales Thema sein, das sich unmittelbar auf die zukünftige europäische Kapitalmarktlandschaft auswirkt. Auch wenn die Details noch nicht feststehen, in einem Punkt ist die europäische Position eindeutig: Es wird keinen Zugang zum Binnenmarkt geben, der auf bestimmte Bereiche beschränkt ist. Damit wird die Abtrennung von britischen und europäischen Kapitalmärkten zu einem realistischen Szenario.

In dem vorliegenden Papier wird analysiert, welche wirtschaftlichen und politischen Folgen der geplante EU-Austritt von Großbritannien für die Kapitalmarktunion hätte. Im ersten Abschnitt wird untersucht, unter welchen Umständen Großbritannien den Zugang zum Binnenmarkt beibehalten könnte und welche Kapitalmarktsegmente am stärksten betroffen wären, wenn das Land diesen Zugang verlieren würde. Im zweiten Abschnitt wird verglichen, wie sich die politische Unterstützung für die Kapitalmarktunion vor und nach dem Brexit darstellt, und bewertet, wie sich der Rückzug Großbritanniens aus dem politischen Prozess auf die Agenda der Kapitalmarktunion auswirkt.

1. Europäische Kommission, [Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion](#), COM (2015)0468 final, vom 30. September 2015.

2. Wright, W., [Beyond Brexit: What next for European Capital Markets?](#), New Financial, Juni 2016.

# 1. Die wirtschaftlichen Folgen des Brexit für die Kapitalmarktunion: Verlierer auf beiden Seiten?

Der Verlust des Zugangs zum europäischen Finanzmarkt könnte für beide Seiten zu einer der kostspieligsten wirtschaftlichen Konsequenzen des Brexit werden. Jahrzehntelang war die Londoner City das unangefochtene Zentrum des europäischen Finanzhandels. Londons Bedeutung beruht auf seiner Funktion als Wholesale-Finanzzentrum für andere europäische Finanzstandorte. Es bietet eine Refinanzierungs-, Handels- und Clearing-Plattform für institutionelle Anleger aus der gesamten EU. London beherbergt Europas größte Aktien- und Derivatemärkte und ist Sitz einer Vielzahl unterschiedlichster Dienstleister in diesem Bereich, z. B. Ratingagenturen, Datenlieferanten und juristische und Wirtschaftsprüfungsdienste.<sup>3</sup>

Die hohe Liquidität der Londoner Kapitalmärkte und der Netzwerkeffekt, der entsteht, wenn alle Dienstleistungen am selben Ort angeboten werden, haben zu einer Vorrangstellung Londons gegenüber anderen Finanzzentren der EU geführt.<sup>4</sup> Mit dem Brexit besteht nun die Gefahr, dass die hoch entwickelten britischen Kapitalmärkte von den Märkten der EU abgekoppelt werden. Die Folgen könnten Effizienzverluste und höhere Kosten für die Kapitalmarktfinanzierung in den restlichen 27 Staaten der EU sein, ganz zu schweigen von den nachteiligen Auswirkungen für die britische Finanzbranche. Für den Fortschritt der Kapitalmarktunion, den London heute verkörpert, wäre der Brexit ein herber Rückschlag.

## 1.1. Die City ohne Pässe

London hat vom Binnenmarkt gewaltig profitiert. Der sogenannte Finanzpass ermöglicht es einem Finanzunternehmen, von einer einzigen Niederlassung aus EU-weit Dienstleistungen anzubieten. Viele Nicht-EU-Banken, insbesondere US-amerikanische und Schweizer Investmentbanken, nutzen London als Standort für den Zugang zu anderen europäischen Finanzmärkten. Die fünf größten US-Investmentbanken erwirtschaften 92% ihres Umsatzes in Großbritannien. Entsprechend ist auch ihr Personal auf die Londoner City konzentriert.<sup>5</sup>

Es gibt mindestens 13 verschiedene Finanzpass-Regime für unterschiedliche Dienstleistungen wie z. B. Bankgeschäfte, Investmentfonds oder Clearing.<sup>6</sup> Finanzpässe für Bankgeschäfte werden beispielsweise in der neuen Eigenkapitalrichtlinie (CRD IV) geregelt. Ein Finanzpass setzt eine entsprechende Zulassung durch eine Aufsichtsbehörde in dem Binnenmarktmittelstaat, in dem sich die Hauptniederlassung des Finanzdienstleisters befindet, voraus. Gemäß CRD IV kann eine Bank mit einem Finanzpass in anderen Mitgliedstaaten Zweigstellen einrichten und Dienstleistungen anbieten, ohne dass zusätzliche Genehmigungen der dortigen Aufsichtsbehörden erforderlich sind. Der Finanzpass bewirkt außerdem, dass die Aufsichtsbehörde, die die Zulassung erteilt, für die Beaufsichtigung zuständig ist.

Finanzpässe sind auf den Binnenmarkt beschränkt. Wenn Großbritannien die EU verlässt und keinen Zugang zum Binnenmarkt mehr hat, wird eine britische Zulassung ihre Gültigkeit als Finanzpass verlieren. In Großbritannien beheimatete Finanzdienstleister werden Niederlassungen auf dem Kontinent gründen und Zulassungen dortiger nationaler Aufsichtsbehörden beantragen müssen. Ebenso werden bestimmte Clearing- und Handelsgeschäfte in andere EU-Länder verlagert werden müssen.

Oftmals werden beim Entwurf möglicher Szenarien für die zukünftigen Beziehungen zwischen Großbritannien und der EU die Beispiele Norwegens, der Schweiz und Kanadas angeführt. Das norwegische Modell steht für die engste Form der Anbindung, da die Mitgliedschaft im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) den Zugang zum

3. Lannoo, K., [EU Financial Market Access after Brexit](#), CEPS Policy Brief, September 2016.

4. Schoenmaker, D., [Written evidence for the House of Lords, EU Sub-Committee on Financial Affairs on the future of Financial Services in the UK following the vote to leave the European Union](#), Bruegel, September 2016.

5. Goodhart, C., und Schoenmaker, D., [The United States dominates global investment banking: does it matter for Europe?](#), Bruegel Policy Contribution 2016/06, 2016.

6. Lannoo, K., [EU Financial Market Access after Brexit](#), CEPS Policy Brief, September 2016.

Binnenmarkt sicherstellt. Doch dürfte das norwegische Modell für Großbritannien kaum in Frage kommen, da es einige Verpflichtungen gegenüber der EU einschließt, die jenen der Mitgliedstaaten entsprechen, etwa die Arbeitnehmerfreizügigkeit, Beiträge zum EU-Haushalt und die Umsetzung von EU-Rechtsvorschriften, ohne dass auf die Entscheidungen in Brüssel nennenswert Einfluss genommen werden könnte. Auch das Schweizer Modell bietet Zugang zum Binnenmarkt, allerdings mit wichtigen Einschränkungen: So ist beispielsweise der Handel mit Dienstleistungen ausgenommen. Die Beziehungen zur EU basieren auf Verpflichtungen und Gebühren, sind aber bezüglich der Kooperationsbereiche selektiver und beruhen auf einem System bilateraler Verträge, die üblicherweise in jahrelangen Verhandlungen zustande kommen. Ein Handelsabkommen wie das mit Kanada schließlich würde dem Wunsch der Briten nach einer unabhängigen Politikgestaltung näher kommen, nicht aber den freien Kapitalverkehr einschließen.<sup>7</sup>

**„NUR BEIM  
NORWEGISCHE MODELL  
ERSCHEINEN PÄSSE  
FÜR DEN BRITISCHEN  
FINANZSEKTOR  
WAHRSCHEINLICH“**

Es ist höchst unwahrscheinlich, dass die EU Großbritannien Zugang zu ihren Kapitalmärkten gewähren wird, ohne dass das Land auch die übrigen Freiheiten des Binnenmarktes akzeptiert, einschließlich der rechtlichen Durchsetzung durch die Kommission und den Europäischen Gerichtshof (EuGH). Daher käme nur das norwegische Modell in Frage, wenn Finanzpässe für den britischen Finanzsektor sichergestellt werden sollen. Diese Option stünde allerdings sehr im Widerspruch zu dem Versprechen der Initiatoren der EU-Austrittskampagne, wieder die Kontrolle zu übernehmen.

Häufig wird für den Fall, dass der Zugang zum Binnenmarkt nicht aufrechterhalten werden kann, die Anerkennung der regulatorischen Gleichwertigkeit als Ausweichlösung diskutiert. Dieses System hätte jedoch entscheidende Nachteile für Großbritannien. Zunächst birgt es für all jene Institute, die bei der Führung ihrer Geschäfte auf das langfristige Fortbestehen des Gleichwertigkeitsstatus angewiesen sind, große Unsicherheiten. Die Kommission kann den Gleichwertigkeitsstatus jederzeit aberkennen, was für Großbritannien große Nachteile gegenüber anderen EU-Finanzstandorten mit sich bringen würde.<sup>8</sup> Zweitens würde Großbritannien auf diese Weise in seinen Möglichkeiten eingeschränkt, mit attraktiveren regulatorischen Rahmenbedingungen und öffentlichen Institutionen einen Wettbewerbsvorteil zu entwickeln.<sup>9</sup>

Abschließend lässt sich sagen, dass in der derzeitigen politischen Situation weder die Beibehaltung der Finanzpässe noch das Anstreben eines Gleichwertigkeitsstatus politisch durchführbare beziehungsweise attraktive Optionen für Großbritannien sein dürften. Für die City wäre es möglicherweise vorteilhafter, sich als globales Finanzzentrum mit interessanten regulatorischen Rahmenbedingungen und erstklassigen Institutionen zu etablieren. Für Geschäfte, für die der Finanzpass erforderlich ist, müssten dann Niederlassungen auf dem Kontinent eröffnet werden. Nach ersten Schätzungen müssten 15 bis 30% der Geschäfte mit Finanzdienstleistungen in andere EU-Länder verlagert werden.<sup>10</sup>

7. Carpenter, T., und Floater, G., [Brexit: Impacts on UK and EU Trade](#), Graduate Institute Geneva Policy Brief 002, 2016. Und Dhingra, S., und Sampson, T., [Life after BREXIT: What are the UK's options outside the European Union?](#), London School of Economics, Centre for Economic Performance, Paper Brexit 01, 2016.

8. Lannoo, K., [EU Financial Market Access after Brexit](#), CEPs Policy Brief, September 2016.

9. Véron, N., [The City will decline - and we will be the poorer for it](#), Prospect Magazine, 18. August 2016.

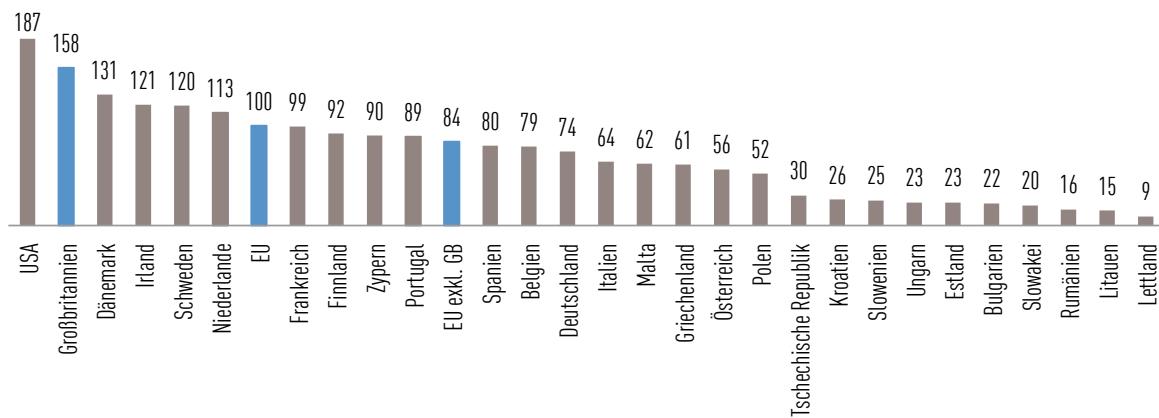
10. Schoenmaker, D., [Lost passports: a guide to the Brexit fallout for the City of London](#), Bruegel Blog Posts, 30. Juni 2016.

## 1.2. Die Bedeutung Londons für die Kapitalmärkte der EU

Die Londoner City nimmt unter den europäischen Kapitalmärkten eine besondere Rolle ein. Zwar gibt es auch andere Finanzstandorte mit großen Börsen wie Frankfurt oder Paris, doch London hat als Wholesae- und Refinanzierungszentrum für andere Finanzzentren eine herausgehobene Funktion.<sup>11</sup> Auf den Wholesale-Märkten finden Handel und Clearing von Aktien, Derivaten, Termingeschäften sowie privaten und öffentlichen Anleihen statt. In einigen Kapitalmarktsegmenten werden bis zu drei Viertel aller EU-Geschäfte in London abgewickelt.<sup>12</sup>

Wie würde die europäische Landschaft der Kapitalmärkte nach einem Austritt Großbritanniens aussehen? Für 16 von 21 Kapitalmarktsegmenten ist Großbritannien der wichtigste Standort.<sup>13</sup> Wenn das Land die EU verlässt, würde die Tiefe der europäischen Kapitalmärkte im Verhältnis zum BIP um etwa 16% schrumpfen (siehe Abbildung 1).<sup>14</sup> Allerdings gibt es Unterschiede zwischen den verschiedenen Kapitalmarktsegmenten. In einigen Bereichen erfüllt Großbritannien wichtige grenzübergreifende Funktionen, in anderen werden die Konsequenzen seines Austritts für die anderen 27 EU-Länder eher gering ausfallen. Die folgende (nicht vollständige) Liste zeigt auf, wie sich der Brexit in fünf zentralen Kapitalmarktsegmenten für die anderen 27 EU-Mitgliedstaaten auswirken könnte.

ABBILDUNG 1 ► Tiefe der EU-Kapitalmärkte mit und ohne Großbritannien



Die Abbildung zeigt die relative Tiefe der Kapitalmärkte in Europa in 25 verschiedenen Sektoren (fünf Jahre bis 2014, im Verhältnis zum BIP, umbasiert auf EU = 100).

Quelle: New Financial, [Beyond Brexit: What next for European capital markets?](#), Juni 2016.

**1. Vermögensverwaltung:** In Europa sind die Ersparnisse privater Anleger überwiegend in Bankeinlagen mit niedriger Verzinsung konzentriert. Durch die Kapitalmarktunion sollen marktisierte Formen des Vermögensaufbaus stärker gefördert werden, z. B. Anlagen in Investment- und Rentenfonds. In der EU werden 40% dieser gemanagten Vermögenswerte in Großbritannien verwaltet.<sup>15</sup>

Während die Kapitalmarktunion zu einer größeren Reichweite europaweit verfügbarer Anlageprodukte führen soll, könnte der Brexit das Gegenteil bewirken. Vermögensverwalter mit Hauptsitz in Großbritannien operieren auf dem Binnenmarkt und können daher stärker diversifizierte und ausgefeilte Produkte anbieten. Wenn die Verwaltung solcher Fonds gezwungenermaßen auf verschiedene Länder verteilt werden muss, könnte dies einen Anstieg der Fixkosten und möglicherweise weniger attraktive Produkte zur Folge haben.

11. Lannoo, K., [EU Financial Market Access after Brexit](#), CEPS Policy Brief, September 2016.

12. Wright, W., und Bax, L., [What do EU capital markets look like post-Brexit?](#), New Financial, September 2016.

13. Wright, W., und Bax, L., [What do EU capital markets look like post-Brexit?](#), New Financial, September 2016.

14. Wright, W., [Beyond Brexit: What next for European Capital Markets?](#), New Financial, Juni 2016.

15. Wright, W., [The potential impact of Brexit on European capital markets: A quality survey of market participants](#), New Financial, April 2016.

**2. Risikokapital:** Die Verfügbarkeit von Risikokapital ist für die Europäische Kommission ein wichtiges Ziel, das der Förderung von Unternehmergeist und dem Wachstum von Start-ups dienen soll.<sup>16</sup> Großbritannien ist Europas wichtigster Handelsplatz für Risikokapital und der einzige, der EU-weit operiert und nicht auf Sub-Regionen beschränkt ist.<sup>17</sup> Auch haben die meisten internationalen Risikokapitalfonds, die in der EU investieren, ihren Sitz in London. Derzeit entfallen 36% der gesamten EU-Geschäfte in diesem Bereich auf den britischen Risikokapitalmarkt. Um die Markttiefe von Großbritannien auszugleichen, müsste die EU der 27 um 30 Prozentpunkte bzw. 2 Mrd. EUR expandieren.<sup>18</sup>

Wenn die in Großbritannien ansässigen Risikokapitalfonds keinen uneingeschränkten Zugang zur EU der 27 mehr haben, könnte das Gesamtangebot an Risikokapital in Europa zurückgehen. Mit der Verlagerung von Unternehmen bzw. der Einrichtung von Zweigniederlassungen sind hohe Kosten verbunden, und eine Aufteilung auf verschiedene europäische Finanzstandorte könnte dazu führen, dass wichtige Netzwerkeffekte verloren gehen.

**3. Aktienhandel:** Der Binnenmarkt ermöglicht die Konsolidierung von Handelsplattformen. Dadurch wird die Preisfindung dank hoher Liquidität effizienter und der Handel wegen geringerer Kosten für Marktinfrastruktur kostengünstiger. Auf den Handelsplattformen Großbritanniens werden 40% des Aktienhandels der EU der 27 getätigt.<sup>19</sup>

„**DIE  
MARKTKAPITALISIERUNG  
GROSSBRITANNIENS IST  
FAST DOPPELT SO HOCH WIE  
DER DURCHSCHNITT DER  
EU-28“**

Nach dem Brexit könnten die Aktienmärkte mit Zugangsbeschränkungen für britische Plattformen konfrontiert sein, was wiederum Liquiditätseinbußen nach sich ziehen könnte. Auch die Marktkapitalisierung der EU der 27 bezogen auf das BIP würde sinken. Die Marktkapitalisierung Großbritanniens ist mit 121% des BIP fast doppelt so hoch wie der Durchschnitt der 28 EU-Mitgliedstaaten (64,5% des BIP).<sup>20</sup>

**4. Schuldverschreibungen:** Eines der vordringlichsten Ziele der Kapitalmarktunion ist die Wiederbelebung solider Verbriefungsmärkte.<sup>21</sup> Auf Großbritannien entfällt zwar mit 21% der größte Teil der europäischen Verbriefungsemisionen, doch die Verbriefung ist hier sehr stark auf Wohnimmobilien konzentriert.<sup>22</sup> Wichtiger für europäische Unternehmen ist dagegen die Verbriefung von Schulden nichtfinanzialer Kapitalgesellschaften. Hier beträgt der Anteil von Großbritannien lediglich 11% der begebenen Wertpapiere, während die Anteile von Frankreich und Deutschland bei 27% bzw. 22% liegen (siehe Abbildung 2).<sup>23</sup>

Diese Zahlen legen nahe, dass die britischen Märkte keine ausschlaggebende Plattform für den Handel von Verbriefungen waren und somit zumindest im Segment der Unternehmensverbriefung größere Märkte wie Frankreich und Deutschland zum Motor für das EU-Geschäft werden könnten.

**5. Post-trade Clearing- und Abwicklungstätigkeit:** Beim Clearing und bei der Abwicklung von Kapitalmarktgeschäften nehmen britische Clearinggesellschaften innerhalb Europas eine dominante Position ein. Im Segment des OTC-Derivatehandels wird das Clearing für ca. 70% der in Euro denominierten Geschäfte von Firmen durchgeführt, die ihren Hauptsitz in Großbritannien haben (siehe Abbildung 2).<sup>24</sup> Das System der Finanzpässe ermöglicht es ihnen, solche post-trade Dienstleistungen überall in der EU anzubieten.

16. Europäische Kommission, *Building a Capital Markets Union: Economic Analysis*, SWD(2015)0183 final, 30. September 2015.

17. Europäischer Investitionsfonds, *The European venture capital landscape: an EIF perspective*, EIF Working Paper 2016/34, 1. Juni 2016.

18. Wright, W., und Bax, L., *What do EU capital markets look like post-Brexit?*, New Financial, September 2016.

19. Wright, W., *The potential impact of Brexit on European capital markets: A quality survey of market participants*, New Financial, April 2016.

20. Angaben des Jahres 2013. Europäische Kommission, *Kapitalmärkte in der EU*, Infografiken der Kommission, 18. Februar 2016.

21. Europäische Kommission, *Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion*, COM (2015)0468 final, vom 30. September 2015.

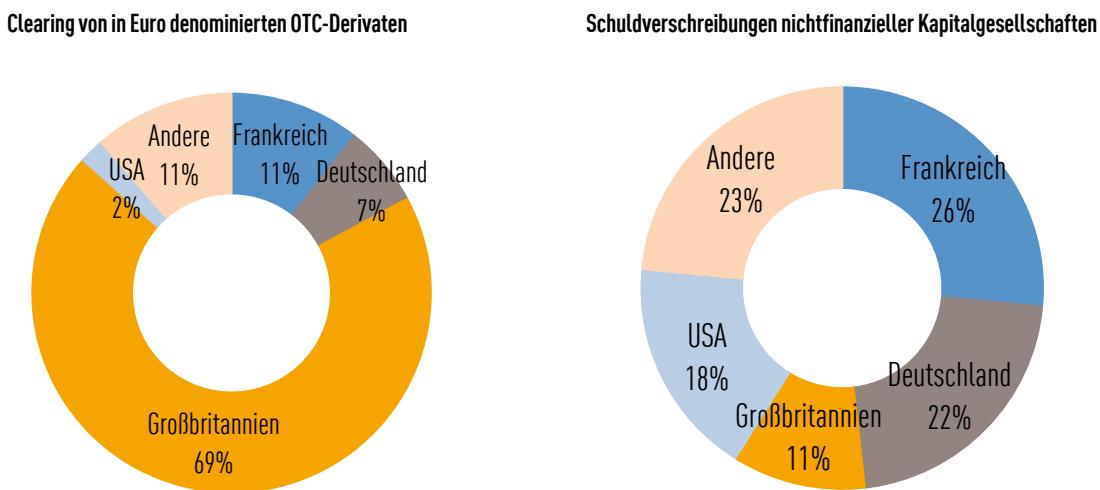
22. SIFMA, AFME Securitization Data Report, Second Quarter 2016, 7. September 2016. <http://www.sifma.org/research/item.aspx?id=8589962069>

23. Dies gilt allerdings nur für in Euro denominierte Anleihen, d. h. Anleihen aus dem Euro-Raum. London spielt also bei Transaktionen von Anleihen und Wertpapieren des Euro-Raums eine Rolle, aber nicht im selben Maß wie bei anderen Wholesale-Geschäften.

24. Schoenmaker, D., *Lost passports: a guide to the Brexit fallout for the City of London*, Bruegel Blog Posts, 30. Juni 2016.

Wegen der potenziellen Gefahren für die finanzielle Stabilität war es der EZB ein Dorn im Auge, dass der Großteil des Euro-Clearinggeschäfts außerhalb ihrer Aufsicht durchgeführt wurde. Mit ihrem Vorstoß, in Euro denomierte Clearing in den Euro-Raum zurückzuholen, hatte die EZB jedoch vor dem EuGH keinen Erfolg.<sup>25</sup> Doch auch wenn man an einigen Finanzstandorten der Eurozone sich nun über die Chance freut, die derzeit in Großbritannien basierten Clearing- und Abwicklungsgeschäfte im Umfang von ca. 1 Billionen USD zu übernehmen, könnten durch den Wegfall der wettbewerbsfähigsten Dienstleister auch hier die Kosten steigen.

ABBILDUNG 2 ► Die Bedeutung Großbritanniens für die Kapitalmärkte der EU



Das Schaubild rechts zeigt die begebenen Schuldverschreibungen nichtfinanzialer Kapitalgesellschaften (in Euro denominiert) im 1. Quartal 2016. Das Schaubild links zeigt den Umsatz von in Euro denominierten OTC-Zinsderivaten (einheitliche Währung) Tagesdurchschnittswerte im April 2013.

Quellen: BIS, [Debt securities issues and amounts outstanding](#), Tabelle C3; BIS, [Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and derivatives market activity in 2013](#), September 2015. Berechnung des Verfassers.

**Die fünf Beispiele machen deutlich, dass sich der Brexit auf die verschiedenen Marktsegmente der Kapitalmärkte unterschiedlich stark auswirken wird.** Der beschränkte Zugang zu britischen Handelsplattformen bezüglich in Euro denomierte Geschäfte wird voraussichtlich zu höheren Handels- und Clearingkosten und schließlich zu einem Anstieg der Kosten für die Unternehmensfinanzierung führen. Am stärksten werden solche Segmente betroffen sein, bei denen Investoren Großbritannien als zentrale Anlaufstelle für die EU nutzen, ohne in jedem Land ihrer Geschäftstätigkeit Niederlassungen einrichten zu müssen. Dies trifft beispielsweise für Investmentbanken, Vermögensverwalter und Risikokapitalfonds zu.

Mit der Kapitalmarktunion sollen die Fragmentierung der europäischen Kapitalmärkte eingedämmt und Skaleneffekte gefördert werden, damit die Finanzierungskosten sinken und marktbaserte Finanzierungstools für Unternehmen im gesamten Binnenmarkt verfügbar gemacht werden können. Der Brexit stellt für die marktbaserte Finanzierung in der EU der 27 einen schweren Rückschlag dar.

25. Gericht der Europäischen Union, Urteil in der Rechtssache T-496/11, Vereinigtes Königreich / Europäische Zentralbank, Pressemitteilung, 4. März 2015.

## 2. Politische Folgen des Brexit: Schwindender Nutzen versus neue Anreize

Was die Zukunft der Kapitalmarktunion nach dem Brexit angeht, sind verschiedene Szenarien denkbar. Im Wesentlichen wird es darauf ankommen, welche Präferenzen die übrigen 27 Mitgliedstaaten haben, doch auch das Verhalten Großbritanniens bei den bevorstehenden Brexit-Verhandlungen wird eine Rolle spielen. Erstens könnte die EU mit einer Intensivierung ihrer Bemühungen um die Kapitalmarktunion reagieren, um den nachteiligen Effekten entgegenzuwirken, die die Abkopplung von Europas größtem Kapitalmarkt mit sich bringen würde. Eine stärkere Integration der 27 übrigen EU-Mitgliedstaaten könnte allerdings wiederum die Beziehungen zu Großbritannien belasten. Zweitens wäre es möglich, dass das Interesse an einer Kapitalmarktunion ohne Beteiligung Großbritanniens schwindet.<sup>26</sup> Drittens könnte die EU der 27 versuchen, enge Beziehungen zu Großbritannien aufrechtzuerhalten und einen Kompromiss auszuhandeln, der Finanzpass-Rechte für den britischen Finanzsektor einschließt.

### 2.1. Die politischen Interessen vor und nach dem Brexit

Das Interesse am Vorhaben der Kapitalmarktunion ist auf bestimmte Länder konzentriert. Bei den Stellungnahmen im Rahmen einer entsprechenden Konsultation der Kommission fiel auf, dass sich insbesondere Finanzmarktteilnehmer aus den größten europäischen Finanzzentren äußerten (siehe Abbildung 4). Dementsprechend kamen die meisten Beiträge aus Großbritannien. Auch die britische Regierung machte sich für eine Kapitalmarktunion stark.<sup>27</sup> Die Regierungen Irlands, der Niederlande, Schwedens und Luxemburgs äußerten, entsprechend ihren hoch entwickelten Finanzmärkten, ebenfalls große Zustimmung. Die Antworten aus mittel-, ost- und südeuropäischen Mitgliedstaaten waren weniger zahlreich, enthielten aber auch eher positive Stellungnahmen zu der Initiative, da sie die Möglichkeit besserer Finanzierungsbedingungen für Unternehmen in kleineren Mitgliedstaaten begrüßten.<sup>28</sup> Die Regierungen Deutschlands und Frankreichs reagierten dagegen zurückhaltender auf den Vorschlag einer Kapitalmarktunion. Sie hoben die wichtige Rolle der Banken im europäischen Finanzsystem hervor und gaben zu bedenken, dass es nicht unbedingt wünschenswert sei, das US-amerikanische Modell der Finanzintermediation zu übernehmen.<sup>29</sup>

Die meisten Antworten kamen von Befragten aus finanziellen und nichtfinanziellen Unternehmen, wobei der Finanzsektor mit 36% dominierte. Allerdings war eine klare Trennung zwischen eher lokal und eher international ausgerichteten Finanzdienstleistern erkennbar. Sparkassen und lokale Marktinfrastrukturanbieter, die wegen des steigenden Wettbewerbsdrucks Einbußen befürchten, sehen die Kapitalmarktunion kritisch.<sup>30</sup> Größere Banken, Versicherungen und Anbieter von marktbasierten Finanzierungsinstrumenten (z. B. Vermögensverwaltungsfonds) sehen dagegen Chancen zur Erweiterung ihres grenzüberschreitenden Geschäfts.<sup>31</sup>

 **MITGLIEDSTAATEN**  
MIT EHER LOKALEN  
FINANZIERUNGSSTRUKTUREN  
WAREN MIT EHER  
GEMISCHTEN KOSTEN-NUTZEN  
ÜBERLEGUNGEN KONFRONTIERT

Da ein Großteil der Finanzdienstleister, die grenzüberschreitende Finanzierungen anbieten, seinen Sitz in Großbritannien hat, überrascht die starke Unterstützung der Kapitalmarktunion durch die britische Regierung nicht. Mitgliedstaaten mit eher lokalen Finanzierungsstrukturen, in denen weniger ausländische Finanzfirmen ansässig sind, waren dagegen mit eher gemischten Kosten-Nutzen Überlegungen der Marktteilnehmer konfrontiert.

26. Wright, W., *The potential impact of Brexit on European capital markets: A quality survey of market participants*, New Financial, April 2016,

27. Regierung des Vereinigten Königreichs, *UK Response to the Commission Green Paper on Capital Markets Union: Building a Strong Capital Markets Union*, 2015.

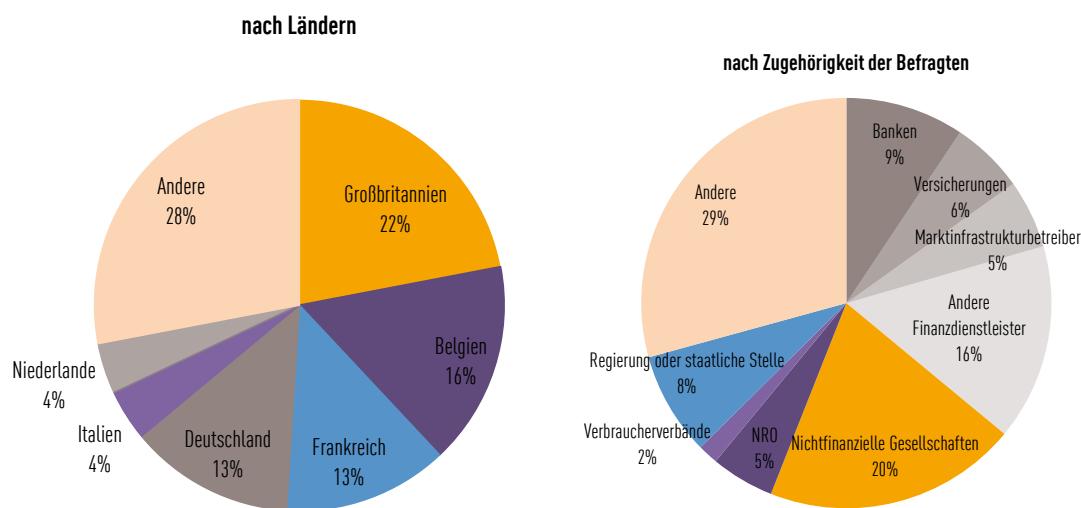
28. Quaglia, L., Howarth, D., und Liebe, M., "The Political Economy of European Capital Markets Union", *Journal of Common Market Studies*, 54 (2016), Annual Review, S. 185–203.

29. Schäuble, W., und Sapin, M., *Schreiben an Lord Jonathan Hill*, 6. Juli 2015.

30. European Savings and Retail Banking Group, *ESBG response to the European Commission's Green Paper on "Building a Capital Markets Union"*, Mai 2015.; Véron, N., *Defining Europe's Capital Markets Union*, Bruegel Policy Contribution, Ausgabe 2014/12, November 2014.

31. Quaglia, L., Howarth, D., und Liebe, M., "The Political Economy of European Capital Markets Union", *Journal of Common Market Studies*, 54 (2016), Annual Review, S. 185–203.

ABBILDUNG 3 ► Das Interesse an einer Kapitalmarktunion konzentriert sich auf wenige Länder und Stakeholder



Die Abbildungen zeigen die Beteiligung an der Konsultation zum Grünbuch „Schaffung einer Kapitalmarktunion“ nach Ländern und Zugehörigkeit der Befragten.

Quellen: Europäische Kommission, [Feedback Statement on the Green Paper “Building a Capital Markets Union”](#), SWD(2015) 184 final, 30. September 2015; L. Quaglia, D. Howarth und M. Liebe, [The Political Economy of European Capital Markets Union](#), Journal of Common Market Studies Vol. 54, Annual Review, pp. 185–203, 2016.

Der mögliche Zuzug von Teilen der Londoner Finanzbranche ist für viele kontinentaleuropäische Länder eine durchaus verlockende Aussicht. Frankreich, Deutschland, Irland, Luxemburg und andere Mitgliedstaaten setzen sich bei in Großbritannien ansässigen Finanzunternehmen aktiv dafür ein, dass diese in ihre Länder abwandern.<sup>32</sup> Die französische Werbe-Offensive mit beschleunigten Lizenzverfahren, englischsprachigen Anlaufstellen und Steuererleichterungen war die bisher nachdrücklichste Initiative in diesem Wettkampf.<sup>33</sup>

**„GRÖSSERE UND BESSER  
INTEGRIERTE KAPITALMÄRKTE  
WÜRDEN DEN BINNENMARKT  
FÜR FIRMEN AUS  
GROSSBRITANNIEN  
ATTRAKTIVER MACHEN“**

In Box 1 wird an den Beispielen Deutschlands und Frankreichs dargestellt, dass einzelne Finanzzentren in der EU der 27 davon profitieren könnten, wenn in Großbritannien ansässige Finanzmarktteilnehmer ihren Sitz oder Teile ihres Geschäfts auslagern. Dies wäre ein zusätzliches Argument für die Kapitalmarktunion der übrigen 27 Mitgliedstaaten der Europäischen Union. Größere und besser integrierte, konsequent regulierte Kapitalmärkte würden den Binnenmarkt für Firmen mit Hauptsitz in Großbritannien, die entscheiden müssen, ob und inwieweit sie ihre Geschäfte auslagern sollten, attraktiver machen.

32. Bloomberg, [Europe's Financial Hubs on Frankfurt "Catwalk" for Brexit Spoils](#), 14. November 2016.

33. Financial Times, [France turns anglophone to woo UK businesses](#), 28. September 2016.

**BOX 1 ► Beispiele wie Deutschland und Frankreich vom Brexit profitieren könnten****Deutschland:**

- Aufsichtsbehörden berichten, es gebe ein gestiegenes Interesse von Banken mit Sitz in Großbritannien an einer Verlagerung nach Frankfurt
- Deutschland überholt Großbritannien bei den Fintech-Investitionen: In den ersten drei Quartalen 2016 beliefen sich diese Investitionen in Deutschland auf 398 Mio. USD gegenüber 320 Mio. USD in Großbritannien.
- Eine Fusion des London Stock Exchange mit der Deutschen Börse würde den Transfer von Handelsaktivitäten wie Clearinggeschäften an Aktienmärkten vereinfachen. Derzeit findet das Clearing für 40% der Geschäfte der EU der 27 in Großbritannien statt.

**Frankreich:**

- In Paris befindet sich eine Niederlassung des größten Londoner Clearinghauses LCH. Diese Gesellschaft könnte das derzeit in London durchgeführte Clearing von Staatsanleihen des Euro-Raums übernehmen (monatliches Handelsvolumen: 6 Billionen EUR).
- Auch Versicherungsgesellschaften sind bereits in Paris konzentriert, was eine gute Ausgangslage für künftiges Wachstum bildet. Vom Brexit sind sie weniger stark betroffen, weil sie meist über Zweigniederlassungen operieren.

Quellen: Spiegel Online, Brexit: Die Briten kommen, 14. November 2016; KPMG, The Pulse of Fintech, Q3 2016: Global Analysis of Fintech Venture Funding, 16. November 2016; Schoenmaker, D., Lost passports: a guide to the Brexit fallout for the City of London, Bruegel Blog Posts, 30. Juni 2016. And Financial Times, Germany well-placed for post-Brexit migration of London business, 9. Oktober 2016.

Bedeutet dies nun, dass der Kapitalmarktunion in der EU der 27 oberste Priorität eingeräumt wird? Einerseits kann keines der 27 verbleibenden EU-Länder damit rechnen, im selben Maß von der Kapitalmarktunion profitieren zu können, wie Großbritannien dies hätte tun können, da abwandernde Firmen sich wahrscheinlich auf verschiedene Finanzzentren verteilen werden. Andererseits kann die Aussicht, den Zugang zu den größten Handelsplattformen für Aktien und Schuldinstrumente zu verlieren, auch ein Anreiz sein, sich um eine beschleunigte Vertiefung der Kapitalmärkte in den übrigen 27 EU-Ländern zu bemühen.

Für die Länder, die bereits über hoch entwickelte Kapitalmärkte verfügen, wie Irland, die Niederlande oder Schweden, sowie für Länder, die sich um die Verfügbarkeit von grenzüberschreitenden Kapitalflüssen sorgen, erhöht der Brexit den Druck, die Kapitalmarktunion voranzutreiben. Für Mitgliedstaaten, die weder Probleme mit der Unternehmensfinanzierung haben noch über besonders große Kapitalmärkte verfügen, dürfte die Kapitalmarktunion dagegen keine unmittelbare Priorität darstellen.

Zum jetzigen Zeitpunkt ist kaum absehbar, welches der drei Szenarien (Beschleunigung der Kapitalmarktunion, Abklingen des Interesses daran oder Aufrechterhaltung enger Beziehungen zu Großbritannien) sich durchsetzen wird. Die Kommission hat aber deutlich gemacht, dass das Vorhaben weiterhin hohe Priorität hat und sie eher versuchen wird, die Kapitalmarktunion schneller zu verwirklichen.<sup>34</sup> Die Aufrechterhaltung enger Beziehungen ist dagegen die unwahrscheinlichste Variante, da Frankreich und Deutschland bereits klar gestellt haben, dass wichtige in Euro denominierte Finanzgeschäfte, wie zum Beispiel Euro-Clearing, nicht außerhalb des Binnenmarktes stattfinden können.<sup>35</sup>

**„UNSICHERHEIT  
SOWIE MÖGLICHE  
MEINUNGSVERSCHIEDENHEITEN  
ÜBER DIE ZUKÜNTIGE RICHTUNG  
KÖNNTEN DEN POLITISCHEN  
VORSTOß DER KOMMISSION  
UNTERGRABEN“**

Allerdings haben die verbleibenden 27 EU-Mitgliedstaaten sich bisher nicht eindeutig dazu geäußert, ob sie die Kapitalmarktunion nach dem Brexit-Referendum immer noch als eine Priorität betrachten. Die Unsicherheit, ob eine Kapitalmarktunion ohne Großbritannien sinnvoll ist, sowie mögliche Meinungsverschiedenheiten über die zukünftige Richtung des Vorhabens könnten den politischen Vorstoß der Kommission untergraben.

34. Europäische Kommission, Capital Markets Union – Accelerating Reform, COM(2016)0601 final, 14. September 2016.

35. Financial Times, Wolfgang Schäuble sets out tough line on Brexit, 17. November 2016; and Financial Times, Hollande demands tough Brexit negotiations, 7. Oktober 2016.

## 2.2. Zentrale Beaufsichtigung – Pro und Kontra

Die aktuelle politische Agenda der Kapitalmarktunion ist nicht unumstritten. Zu der Frage, ob die Kapitalmarktunion eine stärker zentralisierte Kapitalmarktregulierung und -aufsicht beinhalten solle, gibt es zwei unterschiedliche Haltungen.

Die Befürworter **institutioneller Veränderungen** argumentieren, dass die Fragmentierung der Kapitalmarktregulierung und der Durchsetzung in der EU eines der Haupthindernisse für grenzüberschreitende Investitionen sei.<sup>36</sup> Ein echter Binnenmarkt für Kapital setze voraus, dass Aufsichts- und Regulierungskompetenzen einer „einheitlichen europäischen Kapitalmarktaufsicht“ übertragen werden.<sup>37</sup> Die Übertragung solcher Kompetenzen wird in drei Bereichen für notwendig erachtet:

- **Aufsicht über Systemrisiken:** Manche nationalen Aufsichtsbehörden haben nicht genügend Erfahrung mit der Überwachung von Kapitalmarktrisiken. Je mehr solche Aktivitäten über grenzübergreifend stattfinden, desto sinnvoller wäre eine einheitliche Aufsicht. Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) könnte diese Funktion übernehmen.
- **Regulierungsstandards und Durchsetzung:** Trotz harmonisierter Rechtsvorschriften wenden nationale Aufsichtsbehörden oftmals verschiedene Standards an, sodass es zu rechtlichen Abweichungen zwischen den Mitgliedstaaten kommt. Auf diese Weise entstehen grenzüberschreitende Investitionshindernisse. Außerdem veranlasst die unterschiedlich streng gehandhabte Aufsicht Marktteilnehmer dazu, sich den jeweils günstigsten Standort auszusuchen („Forum Shopping“). Um eine konsequente Anwendung der EU-Rechtsvorschriften sicherzustellen, sollte die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA), die derzeit lediglich eine koordinierende Funktion ausübt, zu einer echten Regulierungsbehörde mit Durchsetzungsbefugnissen ausgebaut werden.
- **Rechnungslegung und Abschlussprüfung:** Damit eine Standardisierung der Finanzinformationen erreicht werden kann, müssen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften einheitliche Standards anwenden. Eine europäische Institution wie die ESMA könnte dafür sorgen, dass Rechnungslegungsvorschriften entwickelt und in allen Mitgliedstaaten einheitlich angewendet werden.<sup>38</sup>

 **DIE KOMMISSION  
VERZICHTETE MÖGLICHERWEISE  
AUF INSTITUTIONELLE  
VERÄNDERUNGEN, UM  
SPANNUNGEN MIT  
GROSSBRITANNIEN ZU  
VERMEIDEN**

Die Befürworter institutioneller Veränderungen befürchten, dass bei einer Nichtverlagerung der entsprechenden Kompetenzen auf EU-Ebene die Kapitalmarktunion kaum Wirkung entfalten würde, da bedeutende nationale Hemmnisse bestehen blieben.<sup>39</sup> Bei der Ausgestaltung der Agenda musste man aber auch der politischen Opposition, vor allem aus Großbritannien, entgegenkommen. So verweist Nicolas Véron darauf, dass die Kommission möglicherweise auf Maßnahmen verzichtete, die institutionelle Veränderungen erfordert hätten, weil sie vor dem Brexit-Referendum Spannungen mit Großbritannien vermeiden wollte.<sup>40</sup>

Die Verfechter **schrittweiser Veränderungen** dagegen vertreten die Auffassung, dass eine Zentralisierung von Kompetenzen keine tragfähige Lösung für das Problem der Behinderung des freien Kapitalverkehrs böte. Durch den typischen EU-Reflex der Zentralisierung werde begrenztes politisches Kapital verschwendet. Die Feinabstimmung bestehender Rechtsvorschriften und eine Konvergenz nationaler Standards dagegen wäre

36. Bei einer Befragung von Marktteilnehmern stellte sich heraus, dass die uneinheitliche Regulierung und Durchsetzung durch unterschiedliche Gerichtsbarkeiten grenzüberschreitende Investitionen erheblich behindert. Association for Financial Markets in Europe, *Bridging the growth gap: Investor views on European and US capital markets and how they drive investment and economic growth*, Februar 2015.

37. Juncker, J.-C., et al., *Bericht der fünf Präsidenten: Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden*, 22. Juni 2015.

38. Véron, N., und Wolff, G.B., *Capital Markets Union: A vision for the long term*, Bruegel Policy Contribution, Ausgabe 2015/05, April 2015.

39. Lannoo, K., *Eliminating the cost of non-Europe in capital markets*, ECMI Commentary No. 43/2, November 2016.

40. Véron, N., *Europe's Capital Markets Union and the new single market challenge*, Bruegel Blog Post, 30. September 2015.

ein pragmatischerer Ansatz.<sup>41</sup> Durch den übergreifenden Rahmen der Kapitalmarktunion würden die eher technischen Initiativen miteinander verknüpft und so der nötige politische Impuls gegeben.

Eine stärkere Zentralisierung von Kompetenzen auf europäischer Ebene bringt von diesem Standpunkt gesehen zwei Probleme mit sich. Erstens steht sie im Widerspruch zum Subsidiaritätsprinzip. Zur Durchsetzung gemeinsamer europäischer Standards ist nicht unbedingt eine europäische Institution notwendig.<sup>42</sup> Statt eine weitere Aufsichtsebene einzuführen, wäre es zweckmäßiger in Aufsichtskonvergenz zu investieren. Zweitens sehen die Befürworter schrittweiser Veränderungen die Gefahr, dass die Kapitalmarktunion zu ehrgeizig sein könnte und wegen zu vieler politischer Hindernisse rasch scheitern würde. Aus diesem Grund sollten heikle Themen wie die Harmonisierung von Insolvenzverfahren und die Abschaffung steuerlicher Hindernisse vorerst noch ausgespart bleiben.<sup>43</sup> Eine zentrale Beaufsichtigung sollte wegen des Widerstands Großbritanniens ganz vermieden werden.

**TABELLE 1 ► Konkurrierende Ansätze in Bezug auf die Vorgehensweise und die politische Durchführbarkeit der Kapitalmarktunion**

	SCHRITTWEISE VERÄNDERUNGEN	INSTITUTIONELLE VERÄNDERUNGEN
Wo sollten die Schwerpunkte liegen?	Verbesserung der regulatorischen Rahmenbedingungen, schrittweiser Abbau von Hindernissen	Einheitliche Aufsicht und Regulierungsbefugnisse auf EU-Ebene
Was kann die Kapitalmarktunion bewirken?	Einzelne Schritte summieren sich, bewirken einen politischen Impuls durch die übergreifende Initiative	Beseitigung grenzüberschreitender Hindernisse durch Harmonisierung und Zentralisierung
Wie sollte mit nationalen Empfindlichkeiten umgegangen werden?	Vermeiden. Die komplexe regulatorische Agenda darf nicht durch politische Sackgassen gefährdet werden.	Ausräumen. Ohne institutionelle Veränderungen wird das Potenzial der Kapitalmarktunion von vornherein marginalisiert.

Quelle: Verfasser.

Da man Großbritannien unbedingt mit ins Boot holen wollte, wurde die zentrale Beaufsichtigung politisch unmöglich. Die Kampagne für einen EU-Austritt wäre dadurch zusätzlich angeheizt worden.<sup>44</sup> So entschied man sich für die pragmatische Lösung, die Kapitalmarktunion auf den Weg zu bringen, ohne institutionelle Veränderungen zu fordern.

**„DURCH DEN NOTWENDIGEN UMZUG DER EBA ÖFFNET SICH EIN ZEITFENSTER, UM DIE AUFSICHTSSTRUKTUR ANZUPASSEN“**

Jetzt, da die Briten die EU verlassen wollen, entfällt einer der Hauptgründe, der die Kommission dazu bewogen hatte, den Ansatz der schrittweisen Veränderungen zu verfolgen. Darüber hinaus öffnet sich aufgrund des notwendigen Umzugs der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) ein Zeitfenster, das System der Finanzmarktaufsicht zu überprüfen und anzupassen. Aufgrund der großen Zahl der Länder, die nach dem Brexit Standort der EBA werden wollen, wird es in dieser Frage höchstwahrscheinlich zu einem Kompromisspaket kommen, die eine Reorganisation aller drei Europäischer Aufsichtsbehörden zur Folge haben könnte.

41. Wright, W., [Capital markets union: managing high expectations](#), New Financial, März 2015.

42. Dixon, H., [Unlocking Europe's capital markets union](#), Centre for European reform, Oktober 2014,

43. Wright, W., [Capital markets union: be careful what you wish for...](#), New Financial, November 2014.

44. Véron, N., [Europe's Capital Markets Union and the new single market challenge](#), Bruegel Blog Post, 30. September 2015.

Die Verfechter einer stärkeren Zentralisierung von Aufsichtsbefugnissen führen an, dass die Zunahme von Kapitalmarktaktivitäten wie Handel und Clearing in Kontinentaleuropa schon bald zu einer großen Herausforderung für die nationalen Aufsichtsbehörden werden könnte. Damit ein straff integriertes Finanzsystem für die EU der 27 sichergestellt werden kann, müsste die Position der ESMA innerhalb der Aufsichtsstruktur gestärkt werden.<sup>45</sup>

## 2.3. Stand der Kapitalmarktunion: Durchmischte Bilanz und neue Herausforderungen in Sicht

Das „Ja“ zum Brexit wirkte sich unmittelbar auf die Arbeit der Europäischen Kommission aus. Als der für die Kapitalmarktunion zuständige britische Finanzmarktkommissar Jonathan Hill im Juli 2016 zurücktrat und von Vize-Kommissionspräsident Valdis Dombrovskis ersetzt wurde, deutete sich an, dass die Kommission ihre Agenda für die Kapitalmarktunion anpassen würde.

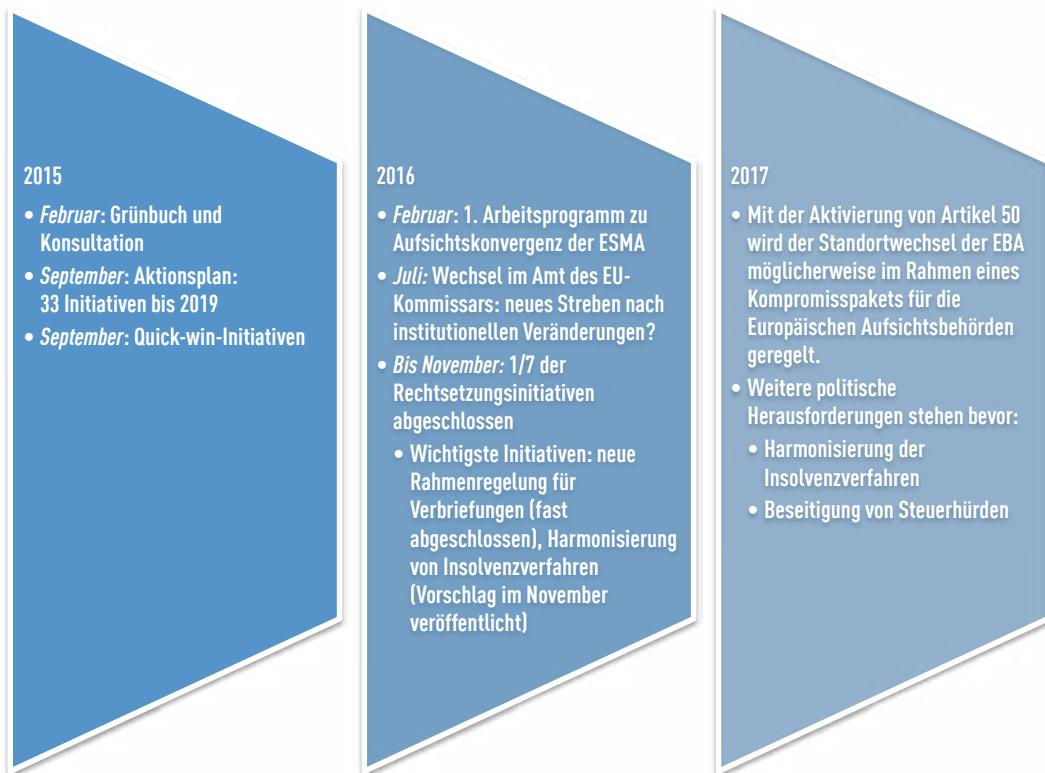
Die Kommission ist bemüht, Zweifel am Sinn einer Kapitalmarktunion ohne Großbritannien zu zerstreuen. In seinem an Dombrovskis gerichteten Mission Letter hebt Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker hervor, dass die Reformen im Rahmen der Kapitalmarktunion beschleunigt werden sollten und die Harmonisierung des Insolvenzrechts, des Steuerrechts sowie institutionelle und aufsichtsrechtliche Fragen Priorität erhalten müssten.<sup>46</sup> Dies deutet darauf hin, dass Hills klare Ablehnung von institutionellen Veränderungen nicht mehr ausschlaggebend ist. Dombrovskis erklärte öffentlich, dass die Kapitalmarktunion angesichts des Ausgangs des britischen Referendums für die übrigen 27 Mitgliedstaaten sogar noch dringlicher sei.<sup>47</sup>

45. Schoenmaker, D., [Stealing London's financial crown would bring both benefits and responsibilities](#), Bruegel Blog Post, 17. November, 2016.

46. Juncker, J.-C., [Complementary Mission Letter to Valdis Dombrovskis Commissioner for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union](#), Brüssel, 21. September 2016.

47. Dombrovskis, V., [What next for Europe's banking system?](#), Vortrag bei Bruegel, 15. November 2016.

ABBILDUNG 4 ► Aktueller Stand der Kapitalmarktunion: Chronik der wichtigsten Entwicklungen



Source: author.

Bis November 2016, d. h. im Laufe von 14 Monaten seitdem der Aktionsplan aufgelegt wurde, hat die Kommission sieben Rechtsetzungsinitiativen gestartet und in allen sechs prioritären Bereichen mit der Arbeit begonnen.<sup>48</sup> Von den frühen Quick-win-Initiativen dürfte ein neuer Regulierungsrahmen für Verbriefungen die wichtigste, aber auch umstrittenste Maßnahme sein. Die Verbriefung als marktbasierter Instrument für die Kreditvergabe von Banken ist wegen ihrer Rolle in der US-amerikanischen Subprime-Krise in die Kritik geraten, obwohl dadurch in Europa eigentlich kaum Verluste entstanden waren.<sup>49</sup> Die Verbriefung wäre eine von drei vergleichsweise einfach umzusetzenden Maßnahmen, bei denen die Kommission entweder neue gemeinsame Standards schaffen oder geltende Rechtsvorschriften ändern könnte.<sup>50</sup>

Im November 2016 präsentierte die Kommission einen Vorschlag für eine Richtlinie zu Insolvenz- und Umstrukturierungsverfahren, die zu den wichtigsten Hindernissen für grenzüberschreitende Investitionen gezählt werden.<sup>51</sup> Europa kämpft derzeit mit ineffizienten und uneinheitlichen Insolvenzregelungen, die zu niedrigen Erlösquoten für Investoren und Unsicherheiten bei grenzüberschreitenden Investitionen führen.<sup>52</sup> Gemeinsame Standards würden die Unsicherheiten und Kosten grenzüberschreitender Investitionen erheblich reduzieren, doch wegen der uneinheitlichen nationalen Rechtsvorschriften könnte ein entsprechender Vorstoß auch zu einem langwierigen und komplizierten legislativen Unterfangen werden. Im Jahr 2017 will die Kommission Steuerpraktiken auf den Prüfstand stellen, die eine ungünstige Behandlung grenzüberschreitender Investitionen bewirken und gleichfalls ein wichtiges Hindernis für den Kapitalverkehr darstellen.

48. Zur Zählung siehe Europäische Kommission, *Capital Markets Union: First Status Report*, SWD(2016)0147 final, 25. April 2016.; Europäische Kommission, *Capital Markets Union – Accelerating Reform*, COM(2016)0601 final, 14. September 2016.; Europäische Kommission, *Capital Markets Union: Implementation table* (letzte Aktualisierung am 20.10.2016), abgerufen am 20. November 2016.

49. Europäische Kommission, *Building a Capital Markets Union: Economic Analysis*, SWD(2015)0183 final, 30. September 2015.

50. Odendaal, C., *The low-hanging fruit of European capital markets*, Bulletin-Artikel des Centre for European Reform, 8. April 2015.

51. Europäische Kommission, *Proposal for a directive on Insolvency, Restructuring and Second Chance*, European Commission – Fact Sheet, 22. November 2016.

52. Europäische Kommission, *Building a Capital Markets Union: Economic Analysis*, SWD(2015)0183 final, 30. September 2015.

Während die Kommission mit ihrer Agenda auf Kurs ist, befinden sich einige der Initiativen von 2015 noch im Rechtsetzungsprozess. Die obengenannten Aspekte, mit denen man sich 2017 näher befassen will, reichen weiter in die nationalen Zuständigkeiten hinein. Daher erscheinen die anfänglichen Prognosen, wonach der Aufbau der Kapitalmarktunion weit länger dauern könnte als die anberaumten fünf Jahre, durchaus realistisch.<sup>53</sup>

Eigentlich hätte die Kapitalmarktunion im Jahr 2016 erhebliche Fortschritte machen können. Stattdessen hinterlässt der Brexit viele ratlos bezüglich der Zukunftsaussichten dieses Projekts. Mit dem Rückzug Großbritanniens aus dem Prozess verliert die Kapitalmarktunion einen wichtigen politischen Unterstützer. Für die Briten wäre die Kapitalmarktunion ein zentrales wirtschaftspolitisches Ziel gewesen, da sie die Möglichkeit geboten hätte, einen größeren Nutzen aus dem Binnenmarktes zu ziehen. Für die übrigen 27 EU-Länder ist die Kapitalmarktunion womöglich nur eines von mehreren wichtigen wirtschaftspolitischen Anliegen, aber auf jeden Fall ein dringendes, denn ohne Großbritannien wird die EU Wege finden müssen, um den Verlust an Kapitalmarkttiefe zu kompensieren. Ansonsten könnte es zu einem Investitionsrückgang und einer Abschwächung des Wachstums kommen.

53. Wright, W., [Capital markets union: managing high expectations](#), New Financial, März 2015.

## FAZIT

Auch bei einem Brexit-Szenario, bei dem Firmen mit Hauptsitz in Großbritannien Passporting-Rechte und den Gleichwertigkeitsstatus verlieren würden, was derzeit als wahrscheinlich gilt, bliebe London ein wichtiger globaler Finanzstandort und ein bedeutender Handelspartner für den Finanzsektor der EU der 27. Der beträchtliche Kapitalverkehr mit der Insel macht eine Fortsetzung der engen Zusammenarbeit zwischen den Behörden der EU und Großbritanniens auch nach dem Brexit unverzichtbar. Eine regulatorische Abwärtsspirale wäre kontraproduktiv und sollte vermieden werden.<sup>54</sup>

**„DIE KOMMISSION  
MUSS IM VAKUUM  
EINER UNFERTIGEN  
FINANZMARKTARCHITEKTUR  
VERHANDELN“**

Die Gespräche über die Zukunft des Rechtsrahmens für britische und EU-Kapitalmärkte würden von einem gemeinsamen Standpunkt der 27 EU-Mitgliedstaaten zur Ausgestaltung der geplanten Kapitalmarktunion profitieren. Eine solche gemeinsame Position könnte der Kommission dabei helfen, im Vakuum einer unfertigen Finanzmarktarchitektur mit Großbritannien zu verhandeln. In diesem Zusammenhang sollten die 27 EU-Mitgliedstaaten zwei klare Botschaften vermitteln: Erstens, dass die EU entschlossen ist, die Abtrennung von den britischen Kapitalmärkten durch eine Entwicklung tieferer und besser integrierter Kapitalmärkte in Kontinentaleuropa auszugleichen, und zweitens, dass die EU die erforderlichen regulatorischen Kapazitäten aufbauen wird, um den potenziellen Zuzug von Finanzunternehmen in jedem der 27 Mitgliedstaaten zu bewältigen.

Während der bevorstehenden Verhandlungen sind zwei Punkte besonders zu beobachten: **Erstens ermöglicht der Brexit neue politische Schritte im Kontext der Kapitalmarktunion.** Durch die Aktivierung von Artikel 50 wird eine Umgestaltung der Aufsichtsstrukturen möglich. Angesichts der politischen Bedeutung des Standorts von EU-Institutionen, wäre dies auch eine Chance für eine Effizienzsteigerung der Aufsicht über verschiedene Finanzmarktsegmente hinweg. **Zweitens wird eine Vertiefung der Kapitalmarktunion schon bald komplexe Fragen aufwerfen, wie national verankerte Hindernissen für den freien Kapitalverkehr abgebaut werden können.** Hier wären z. B. die Harmonisierung von Insolvenzregelungen und die Verringerung von Steuerhürden zu nennen. Die Kommission ist darauf angewiesen, dass sich alle Mitgliedstaaten dem Voranbringen der Kapitalmarktunion verschreiben. Bei einem Stillstand bestünde die Gefahr, dass man es nicht schafft, mit diesem Projekt bis zum voraussichtlichen Abschluss der Brexit-Verhandlungen im Jahr 2019 wirkliche Veränderungen herbeizuführen. Bis zu diesem Zeitpunkt sollte die EU der 27 auf substanzielle Veränderungen auf den europäischen Kapitalmärkten vorbereitet sein.

54. Lane, P.R., *The European financial system after Brexit*, Rede von Philip R. Lane, Gouverneur der Irischen Zentralbank, bei Reuters Newsmaker Event, London, 28. Oktober 2016.

Zu den gleichen Themen...

**VERMÖGENSPREISE IN DER EUROZONE: WIE VOLATIL SIND PRIVATVERMÖGEN?**

Henrik Enderlein & Philipp Ständer, *Policy Paper Nr. 179*, Jacques Delors Institut - Berlin, November 2016

**FINANCIAL FRAGMENTATION IN THE EURO AREA: STATE OF PLAY**

Paul Berenberg-Gossler & Henrik Enderlein, *Policy Paper Nr. 177*, In-depth analysis requested by the European Parliament, Jacques Delors Institute – Berlin, November 2016

**REPAIR AND PREPARE: DER EURO UND WACHSTUM NACH DEM BREXIT**

Henrik Enderlein, Enrico Letta u. a., Gütersloh, Berlin, Paris: Bertelsmann Stiftung, Jacques Delors Institut – Berlin und Institut Jacques Delors in Paris, September 2016

**THE EURO AREA CRISIS: A SHORT HISTORY**

Jörg Haas & Katharina Gnath, *Policy Paper Nr. 172*, Jacques Delors Institut - Berlin, September 2016

**WARUM SICH DIE EUROZONE NICHT AUF KONVERGENZIELE EINIGEN KANN UND WIE STRUKTURREFORMEN HELFEN KÖNNEN**

Anna auf dem Brinke, Henrik Enderlein & Jörg Haas, *Policy Paper Nr. 165*, Jacques Delors Institut - Berlin, Mai 2016

Herausgeber: Prof. Dr. Henrik Enderlein • Die Publikation gibt ausschließlich die persönliche Auffassung der Autoren wieder • Alle Rechte vorbehalten • Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise – nur mit Quellenangabe zulässig • Übersetzung aus dem Englischen: ETC Europe scrl, Brüssel  
© Jacques Delors Institut – Berlin, 2016.



Hertie School  
of Governance



Pariser Platz 6, D – 10117 Berlin  
19 rue de Milan, F – 75009 Paris  
office@delorsinstitut.de  
www.delorsinstitut.de

