

Daniel Mügge

## Es ist doch Politik!

### Liberalisierung und Integration der Finanzmärkte als politischer Prozess

#### 1. Einleitung

Finanzmarktregulierung hat sich in Europa in den letzten 20 Jahren grundsätzlich gewandelt: Finanzmärkte wurden *liberalisiert* und auf europäischer Ebene *integriert*. So viel ist einschlägigen Medien zu entnehmen. Weit schwieriger ist die Frage, mit was für Prozessen wir es da eigentlich zu tun haben. Wie können wir sie am besten verstehen, welche Schlüsse sind daraus zu ziehen? Wie dieser Artikel zeigen wird, stellen sie sich aus politökonomischer Sicht anders dar als aus einer klassisch-wirtschaftswissenschaftlichen oder „rein“ politikwissenschaftlichen Sicht. Im Unterschied zu Walter und Speyer in diesem Heft nimmt dieser Beitrag eine dezidiert politökonomische Perspektive ein, betrachtet Regulierung also primär als Gegenstand politischer Konflikte. Drei Fragen sind dabei zentral:

1. Wie sehen Liberalisierung und Finanzmarktintegration konkret aus? Entgegen landläufigen Vorstellungen sind beide Prozesse geprägt von einer Reform des geltenden Regelwerks, also von Re-Regulierung, nicht von Deregulierung, dem bloßen Wegfallen von Regeln und internationalen Beschränkungen.
2. Was sind die treibenden Kräfte hinter beiden Prozessen? In welchem Verhältnis stehen sie zur „Globalisierung“ von Finanzmärkten? Beide Fragen können nur beantwortet werden, wenn wir uns den doppelten Charakter von Regulierung verdeutlichen: Einerseits erfüllt Regulierung Funktionen im allgemeinen Interesse und dient damit wohlfahrtssteigernden Zielen. Andererseits wird diese Funktion häufig von Partikularinteressen überlagert. Um Liberalisierung und Integration zu verstehen, sind letztere mindestens so bedeutsam wie erstere.
3. Wer reguliert da eigentlich? Bei genauerem Hinsehen ist die „Staaten regulieren Märkte“-Metaphorik kaum hilfreich. Regulierung wird von öffentlichen und privaten Akteuren gemeinsam betrieben. In Reformdiskussionen stehen sich regelmäßig Koalitionen gegenüber, die beide Arten von Akteuren hinter einem

---

\* Daniel Mügge, M.A., geb. 1977, Doktorand an der Universität von Amsterdam.

politischen Projekt vereinigen. Am Beispiel der Europäisierung von Finanzmarktregulierung in der EU wird diese Dynamik sehr deutlich.

Diese Fragen bedingen sich gegenseitig und greifen ineinander. Sie werden daher nicht in der Reihenfolge ihrer Auflistung beantwortet, sondern – ähnlich einem Puzzle – von mehreren Seiten zugleich erschlossen, um am Ende ein zusammenhängendes Bild zu erhalten.

Zentrale These dieses Beitrags ist, dass Finanzmarktliberalisierung und -integration Teil von politischen Projekten sind. Diesen politischen Gehalt am Beispiel deutscher und europäischer Entwicklungen zu demonstrieren und ihn theoretisch zu fundieren, ist sein Hauptanliegen.

## 2. Finanzmarktliberalisierung als Programm

Finanzmarktliberalisierung als politisches Programm umfasst typischerweise einen Mix der folgenden Komponenten (siehe u. a. Moran 1991; Coleman 1996; Lütz 2002):

*Externe Marktöffnung* meint die Erleichterung von Marktzugang von außen – in erster Instanz, dass ausländische Finanzdienstleister ihre Produkte im Inland verkaufen können. Zusätzlich stellen nationale Finanzmarktregeln oft indirekte Handelsbarrieren dar: Solange in Deutschland angebotene Finanzprodukte nationalen Regeln genügen müssen, die sich von denen anderswo unterscheiden, kann ein britischer Dienstleister seine auf britische Regeln zugeschnittenen Produkte hier nicht einfach anbieten. Er muss sie dem jeweiligen Markt anpassen, was mit zusätzlichen Kosten verbunden ist. Externe Marktöffnung beinhaltet daher zweitens oft den Abbau indirekter Handelsbarrieren entweder durch die gleichberechtigte Anerkennung ausländischer Regeln oder durch grenzüberschreitende Regelharmonisierung. In der Europäischen Union werden beide Wege zur Schaffung eines integrierten Marktes beschritten – mit durchaus unterschiedlichem Erfolg.

*Interne Marktöffnung* beschreibt den Abbau von Barrieren zwischen verschiedenen Finanzmarktsegmenten. In der deutschen Universalbanktradition ist das gleichzeitige Engagement von Finanzdienstleistern in verschiedenen Segmenten wie dem Anlagemanagement, dem Wertpapier-, Versicherungs- und Kreditgeschäft fest verankert. Im Gegensatz dazu haben es angelsächsische Regelsysteme Kreditinstituten lange verboten, sich im Wertpapiergeschäft zu betätigen. Solche Segmentbarrieren sind in den letzten Jahrzehnten in den USA, in Japan und Großbritannien abgebaut worden.

Die *Festsetzung von Preisen* für Finanzdienstleistungen durch Marktmechanismen soll in vielen Fällen die Fiat-Entscheidungen ersetzen, die staatlichen Behörden oder nationalen Kartellen die Festlegung von Preisen ermöglichte. Staatlich geregelte Preise spielten besonders im Kreditgeschäft eine Rolle, zum Beispiel bei Zinssätzen. Lange Zeit haben staatlich sanktionierte Kartelle einhei-

mischer Finanzdienstleister als „Mitglieder“ nationaler Börsen (und nicht „Kunden“, wie heute üblich) Preise im Wertpapierhandel unter sich ausgemacht. Liberalisierung bedeutete dann den Wegfall von Preisbeschränkungen beziehungsweise die Ermutigung, Börsen von „Mitgliedervereinen“ in selbstständige Unternehmen umzuwandeln.

Die *Formalisierung von Finanzmarktregeln* als Liberalisierungselement ist am deutschen Beispiel deutlich zu sehen. Bis weit in die 1990er Jahre wurde der Wettbewerb besonders im Wertpapiergeschäft maßgeblich durch informelle Kodizes reguliert. Erst Anfang der 1990er erließ die Bundesregierung zum Beispiel ein Gesetz gegen Insider-Handel – und dies auch nur auf Druck vor allem der angelsächsischen Länder, wo solche Gesetze eine lange Tradition haben. Gentlemen-Vereinbarungen, die nationale Finanzdienstleister bis dato informell unter sich getroffen hatten, brachten ausländischen Firmen einen Wettbewerbsnachteil, weil sie an Aufstellung und Anwendung der Regeln de facto nicht beteiligt waren.

Schließlich war Finanzmarktliberalisierung beinahe überall an die *Errichtung oder Stärkung unabhängiger Regulierungsbehörden* gekoppelt. Das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe) nahm erst 1995 seine Arbeit auf. Bis dahin bildete der aus Ländervertretern zusammengesetzte föderale Arbeitskreis für Börsen- und Wertpapierfragen die öffentliche Seite der Aufsicht (Lütz 2003). Die praktische Regulierung des Börsengeschäfts oblag allerdings der Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen, einem kartellartigen Verbund der acht deutschen Aktienmärkte. Letztere wiederum wurden von den großen deutschen Finanzinstituten kontrolliert. In informeller Übereinstimmung mit den Ländervertretern kontrollierten die Finanzinstitute sich gegenseitig. Seit 1995 sind die Befugnisse der BAWe weiter ausgeweitet worden; Untersuchungen zu Marktmissbrauch und Betrug – noch vor gut einem Jahrzehnt beinahe unbekannt – sind mittlerweile fester Bestandteil der deutschen Finanzlandschaft.

Deutlich ist zudem der Trend, Regulierungsbehörden für verschiedene Marktsegmente unter einem Dach zusammen zu fassen. Den Anfang machte 1998 die britische *Financial Services Authority*; wenig später folgten die deutsche Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2002) und die französische *Autorité des Marchés Financiers* (2003). Diese Entwicklung spiegelt das Verwischen der Grenzen zwischen Marktsegmenten wider, denen vor allem große Institute oft nur noch ihrem Ursprung nach zuzuordnen sind. Gleichzeitig bedeutet sie eine weitere Lockerung der vormals engen Bande zwischen Aufsichtsbehörden und deren Adressaten.

### *Mehr Regeln, nicht weniger*

Fälschlicherweise wird Finanzmarktliberalisierung oft mit Deregulierung gleichgesetzt. Versuche, dieses Missverständnis aufzuklären (früh z.B. Cerny 1993), finden bestenfalls in wissenschaftlichen Kreisen Gehör. Dabei wäre es nicht nur

treffender, bei Finanzmarktliberalisierung von Re- statt De-Regulierung zu sprechen. Weiter noch, Finanzmarktliberalisierung ist normalerweise mit einem Mehr an Regeln und Aufsicht einher gegangen (Vogel 1996). Beispiele dafür sind neben den erwähnten Regelungen gegen Insiderhandel auch die Informationspflichten der Akteure, die Wertpapiere an den Markt bringen wollen. Im Gesetz über Wertpapierverkaufsprospekte von 1998 wird nicht nur festgelegt, welche Informationen in welcher Form wo hinterlegt werden müssen, sondern auch, welche Regressmöglichkeiten bestehen, sollte diesen Auflagen nicht genügt werden. Darüber hinaus sind die Kompetenzen und Ressourcen der Börsenaufsicht kontinuierlich ausgebaut worden.

Daraus sich ergeben zwei (scheinbare) Paradoxien. Zunächst widerspricht es landläufigen Vorstellungen, dass „freiere Märkte mehr Regeln“ (Vogel 1996) brauchen und nicht weniger. Das hängt allerdings davon ab, was mit „freien Märkten“ gemeint ist. Zum einen können „freie Märkte“ implizieren, dass *Marktteilnehmer* so wenig Beschränkungen wie möglich unterworfen sind – die klassische Vorstellung des *laissez-faire*. Diese vulgär-liberale Perspektive sieht „Marktfreiheit“ als Anti-These zu Staatsintervention. Zum anderen kann „freie Märkte“ bedeuten, dass der *Marktmechanismus* sich entlang der Vorstellungen neo-klassischer wirtschaftswissenschaftlicher Modelle frei entfalten kann. Um Verwirrungen zu vermeiden, nennen wir dieses Ideal lieber „effektive Märkte“. In der liberalen Tradition sind sie wünschenswert, weil effektiver Wettbewerb die Preise von Gütern und Dienstleistungen senkt sowie Innovation und eine stärkere Orientierung von Produzenten an Konsumentenwünschen befördert.

Nun sind „effektive“ Finanzmärkte, in denen die Preise sich aus einem effektiven Wettbewerb zwischen Marktteilnehmern ergeben, aus zwei Gründen auf ein Mehr an staatlicher Intervention angewiesen: Erstens sind funktionierende Finanzmärkte von weithin verfügbaren Informationen abhängig, zum Beispiel über die Kreditwürdigkeit potenzieller Gläubiger, Risiken von Investitionsvorhaben, die finanzielle Situation von Unternehmen, die an die Börse wollen, etc. Diese Informationen sind nicht ohne weiteres verfügbar, sondern müssen Anbietern vom Gesetzgeber in standardisierter Form abverlangt werden, wenn zu hohe individuelle Kosten für die Informationsbeschaffung effektives Marktgeschehen nicht vollkommen unmöglich machen sollen. Effektive Finanzmärkte entstehen nicht von selbst; sie müssen durch ein ausgefeiltes Regelwerk erst in Gang gesetzt werden.

Zweitens, und dieser Punkt ist ebenso schwer wiegend, haben etablierte Produzenten meist wenig Interesse an effektivem Wettbewerb *per se*. In den Worten von Adam Smith:

*„The interest of the dealers [...] in any particular branch of trade of manufactures, is always in some respects different from, and even opposite to, that of the public. To widen the market and narrow the competition, is always in the interest of the dealers [...]. The proposal of any new law or regulation of*

*commerce which comes from this order, ought always to be listened to with greatest precaution.*“ (Zitiert nach Underhill 2003, p. 818)

In aller Regel muss „mehr Markt“ gegen die Interessen etablierter Marktteilnehmer durchgesetzt werden und ist auf ein Mehr an Staatsintervention angewiesen.

Das zweite Paradox schließt sich an die Auflösung des ersten an: Wenn Finanzmarktliberalisierung mehr Regulierung bedeutet, die nicht nur zugelassen, sondern durchgesetzt werden muss, wie ist es dann möglich zu argumentieren, dass (1) Finanzmärkte im Zeitalter der Globalisierung die großen *Gewinner* sind und (2) sich staatlicher Einflussnahme *entziehen* – beides in Öffentlichkeit und Wissenschaft weit verbreitete Annahmen? Das Paradox löst sich auf, wenn wir erkennen, dass die Frage grundsätzlich falsch gestellt ist: Sie baut auf der irreführenden Vorstellung auf, „Staaten“ würden „Märkte“ regulieren.

### *Finanzmarktregulierung in der politischen Ökonomie*

Historisch gesehen hat Regulierung von Geschäftstätigkeit ihren Ursprung nicht beim Staat, sondern in Gilden und Berufsständen (einen Überblick geben Braithwaite and Drahos 2000); in Finanzmärkten sind Börsen als von ihren Mitgliedern kontrollierte Handelsplätze ein klassisches Beispiel. Zentraler Zweck dieser Regulierung war nicht der Dienst an einem übergeordneten öffentlichen Interesse, sondern die Regelung der Konkurrenz unter Marktteilnehmern: Wer darf sich zu welchen Bedingungen in welchem Marktsegment betätigen? Der Nachdruck lag dabei auf der *Beschränkung* der Konkurrenz.

Genau genommen werden nicht Märkte, sondern Marktteilnehmer reguliert. Da letztere sich sehr von einander unterscheiden (zum Beispiel in Größe, Internationalisierungsgrad und Spezialisierung), werden Kosten und Nutzen von Finanzmarktformen ungleich unter den Marktteilnehmern verteilt. Die Vorstellung, „die Märkte“ würden von dieser oder jener Gesetzesänderung profitieren, ist irreführend. Vielmehr profitieren einige Marktteilnehmer auf Kosten anderer im Streit um Marktanteile in gewinnversprechenden Geschäftssegmenten (Fligstein 2001).

In Finanzmärkten ist die konkurrenzregelnde Eigenschaft von Regulierung besonders prominent. Viele Produkte sind standardisiert und einfach vergleichbar. Das Internet hat die Informationskosten für Kunden, zum Beispiel zum Preisvergleich, erheblich gesenkt. Scharfer Konkurrenz um den Markt standardisierter Finanzdienstleistungen stehen kaum „natürliche“ Hindernisse im Weg. Mehr als in vielen anderen Bereichen definiert Regulierung die faktische „Form“ von Finanzmarktsegmenten und die Interaktionsmuster ihrer Teilnehmer. Kleine Veränderungen der Finanzmarktregeln können für letztere die Welt bedeuten.

Zwei Punkte sind entscheidend: Erstens hat Regulierung immer eine konkurrenzregelnde Wirkung, ob beabsichtigt oder nicht. Relativ zu den jeweiligen Konkurrenten stellt jede Reform manche Marktteilnehmern besser und andere schlechter. Das gilt im nationalen Kontext ebenso wie im internationalen. Zweitens ist Marktteilnehmern diese konkurrenzregelnde Wirkung deutlich bewusst,

und Versuche, *policy* in diesem Feld zu beeinflussen, konzentrieren sich auf sie. Der Extremfall solcher Einflussnahme ist das, was George Stigler „*regulatory capture*“ genannt hat, die Vereinnahmung einer Regulierungsinstanz durch eine bestimmte Interessengruppe (Stigler 1971).

Damit ist nicht gesagt, dass private Beteiligung an Regulierungsprozessen *per se* illegitime Einflussnahme darstellt (Egan 2001). Jede Regulierungsinstanz bedarf der Kooperation ihrer Adressaten. Erstens können letztere ohne große Mühen die beschlossenen Regeln umschiffen. Zusätzlich haben Marktteilnehmer wertvolles und für eine effektive Regulierung unabdingbares Expertenwissen. Und schließlich haben auch sie ein prinzipielles Interesse an Marktstabilität. Es ist also nicht so, dass Marktteilnehmer nicht an wohlfahrtssteigender Regulierung mitwirken können und wollen, sondern dass letztere mit ihren Eigeninteressen kollidieren kann.

### *Staatsregulierung als Krisenintervention*

Regulierung als anerkannte Staatsaufgabe zur Steigerung allgemeiner Wohlfahrt hat sich relativ spät entwickelt. In Finanzmärkten bildete sie regelmäßig eine Antwort auf Krisen: Das bekannteste Beispiel sind die für ihre Zeit radikalen Gesetze, die in den USA nach dem Börsencrash von 1929 erlassen wurden. In Deutschland haben staatliche Regulierungsverschärfungen als Antwort zum Beispiel auf die Bankenkrise von 1931 und die Insolvenz der Herstatt-Bank 1974 stattgefunden.

Internationale Kooperation in der Finanzaufsicht ist diesem Muster noch deutlicher gefolgt: Das Basler „Konkordat“ zur Aufsicht international aktiver Finanzinstitute folgte ebenfalls der Herstatt-Krise und wurde in den folgenden 20 Jahren im Zuge der Krisen um die *Banco Ambrosiano* (1982) und die *Bank for Credit and Commerce International* (1992) weiter ausgebaut (vgl. Walter und Speyer in diesem Heft). Die Finanzmarktkrisen der späten 1990er Jahre in Asien, Südamerika und Russland haben eine ganze Reihe an internationalen Initiativen hervorgebracht, die im 1999 gegründeten *Financial Stability Forum* gebündelt werden (Lastra 2001).

Diesen Effekt kann man als wohlfahrtssteigernde Funktion von Regulierung bezeichnen – eine Eigenschaft, die nicht allen Bestandteilen nationaler Systeme eigen ist. Sie entspricht der von Walter und Speyer in diesem Heft besprochenen „Ratio“ von Finanzmarktregulierung (weiter führend z.B. Goodhart et al. 1998; Herring and Litan 1995). Allerdings können regulative *Policy*-Probleme (z.B. Systemstabilität) verschiedene, prinzipiell gleichwertige Lösungen haben (Laurence 2001). Regulierung ist durch scheinbar objektive „öffentliche“ Problemstellungen unterdeterminiert und lässt darum Raum für private Einflussnahme. Das heißt keineswegs, dass die wohlfahrtssteigernde Funktion von Regulierung nicht ernst zu nehmen ist, sondern lediglich, dass sie empirisch gesehen nicht ihre einzige oder nicht einmal ihre Hauptfunktion ist.

Finanzmarktliberalisierung stellt sich oft weniger als staatliches Projekt dar – weder „gegen“ noch „für“ Märkte –, sondern als gemeinsam getragen von privaten Akteuren mit Partikularinteressen und öffentlichen Akteuren selbst. Die Finanzmarktliberalisierungen in Großbritannien, Japan und den USA seit Mitte der 1970er Jahre verdanken ihre Dynamik der Konkurrenz zwischen etablierten Nischenanbietern im Wertpapiermarkt und Geschäftsbanken, die von diesem Marktsegment ausgeschlossen waren. In allen Fällen ist es letzteren gelungen, ihre Marktöffnungsagenda an öffentliche Diskussionen, Krisen oder Reformvorhaben zu koppeln (Sobel 1994). Die externe Marktöffnung ergab sich aus dieser Perspektive oft als Nebenprodukt des Konflikts über interne Marktöffnung.

Im europäischen Kontext hat sich die Situation mittlerweile weiterentwickelt: Hier hat der europäische Binnenmarkt die Rolle übernommen, die in den genannten Beispielen nationale Märkte gespielt haben, und nationale Finanzmarktliberalisierung war ein Ergebnis von Verhandlungen über grenzüberschreitenden Marktzugang. Finanzmarktliberalisierung ist nicht von außen (oder von „oben“) aufgezwungen und folgt keiner exogen gegebenen Rationalität, zum Beispiel einseitigem Wettbewerbsdruck. Globale oder europäische Entwicklungen geben oft den Anstoß für Reformprojekte, allerdings ohne dass deren konkrete Ausgestaltung damit vorgezeichnet wäre. Für diese Ausgestaltung ist entscheidend, wie solche Entwicklungen durch Partikularinteressen und Einflussmöglichkeiten konfligierender Akteursgruppen „gefiltert“ werden. Finanzmarktliberalisierung und -integration sind von letzteren aktiv befördert und gestaltet worden, auch wenn sie in der Öffentlichkeit bevorzugt durch den Hinweis auf Globalisierungsnotwendigkeiten legitimiert werden.

### *Die Initiative „Finanzplatz Deutschland“*

In der Geschichte der deutschen Finanzmarktliberalisierung zeigt dies z.B. die „Finanzplatz Deutschland“-Initiative (Lütz 2003). Im Zuge der so genannten „Verbriefung“, der Ausgabe von Wertpapieren zum Beispiel zur Unternehmensfinanzierung anstelle von Bankkrediten, gerieten deutsche Universalbanken verglichen mit angloamerikanischen Investmentbanken in den 1980er Jahren ins Hintertreffen. Sie wählten eine doppelte Strategie, um aufzuholen: Zum einen nutzten sie die Liberalisierung der britischen Wertpapiermärkte, um bedeutende britische Investmentbanken zu kaufen. Zum anderen stand die Modernisierung des nationalen Marktes ganz oben auf ihrer Agenda. Um zu vermeiden, dass deutsche Großkunden sich auf der Suche nach frischem Kapital den angloamerikanischen Wertpapiermärkten und den dort etablierten Dienstleistern zuwandten, brauchte Deutschland selbst „moderne“, gebündelte Kapitalmärkte. Die Bundesregierung und der damalige Finanzminister Waigel unterstützten dieses Projekt, nicht zuletzt angesichts der bevorstehenden Privatisierungen (Deutsche Telekom, Lufthansa). Die Regionalbörsen außer Frankfurt am Main wehrten sich gegen den Vorstoß. Einer solchen „Modernisierung“ und Konzentration des

Marktgeschehens in Frankfurt würde die regional gegliederte Börsenstruktur zum Opfer fallen. Die regionalen Banken wurden dabei von ihren Landesregierungen sowie kleineren Finanzhäusern unterstützt, die sich Sorgen machten um die Marktöffnung nach außen, die nötig sein würde, um Frankfurt international eine Reputation als wettbewerbsorientierter Markt zu verschaffen. Die Pro-Reform-Koalition aus Bundesregierung und Großbanken behielt die Oberhand.

Es wäre also verfehlt zu denken, globale Entwicklungen hätten „deutsche Finanzmärkte“ unter Druck gesetzt. Lokalen Sparkassen oder Mittelstandsbanken bereiteten diese Entwicklungen kaum Probleme. Es sind große, international tätige Institute gewesen, die ihre internationale Konkurrenzposition gefährdet sahen und eine Reform der nationalen Märkte aktiv voran getrieben haben.

Reformen von Finanzmarktregulierung haben, darum geht es hier, einen doppelten politischen Gehalt. Erstens haben sie verteilungspolitische Konsequenzen, indem sie Gewinner und Verlierer produzieren. Am deutlichsten wird dies bei Konflikten zwischen Marktteilnehmern, die sich von Reformen Wettbewerbsvorteile erhoffen. Zusätzlich hat Finanzmarktregulierung gesamtgesellschaftliche verteilungspolitische Auswirkungen. Regulierung beeinflusst zum Beispiel die Zinsen, zu denen potenzielle Schuldner Kredite aufnehmen können, oder legt fest, wie finanzielle Risiken zwischen Dienstleistern und Kunden aufgeteilt werden.

Zweitens sind politische Konflikte zentrale Triebfedern von Regulierungsreformen; dabei ist die Rolle von Konkurrenz zwischen Marktteilnehmern deutlicher als die von durch die Gesellschaft gestreuten Konflikten.

### **3. Europäische Finanzmarktintegration als Projekt**

Im europäischen Wirtschaftsraum findet Finanzmarktregulierung mittlerweile hauptsächlich auf EU-Ebene statt. Eine sinnvolle Unterscheidung zwischen nationaler und supranationaler Regulierungspolitik ist kaum noch möglich. Europäische Regelungen müssen meistens noch in nationales Recht übersetzt werden, aber die Regelsetzung hat eine überwiegend europäische Dimension. Ein Verständnis deutscher Finanzmarktpolitik ist darum nur durch eine genauere Betrachtung europäischer Politik möglich.

#### *EU-Finanzmarktintegration: Ein historischer Abriss*

Die Geschichte europäischer Finanzmarktintegration trägt deutliche Merkmale der doppelten Funktion von Regulierung – der konkurrenzregelnden und der wohlfahrtsorientierten. Integrierte Finanzdienstleistungsmärkte standen bei der Schaffung eines einheitlichen Binnenmarktes weit oben auf der Agenda. Grob betrachtet fallen vier Marktsegmente in diese Kategorie: Wertpapiermärkte, Kreditmärkte, Versicherungen und Anlagedienstleistungen/Vermögensmanagement. Als am spannendsten und kontroversesten haben sich die ersten beiden Segmente erwiesen, auf die sich diese Ausführungen konzentrieren.

Nach den grundsätzlichen Weichenstellungen für einen europäischen Binnenmarkt Mitte der 1980er Jahre mussten die europäischen Regierungen konkrete Regelungen schaffen, um die Bewegungsfreiheit von Arbeit, Gütern, Dienstleistungen und Kapital in den verschiedenen Marktsektoren zu gewährleisten. Gleichzeitig unterlagen Finanzdienstleistungen national spezifischen Produkt- und Produktionsstandards. Wie bereits dargestellt, ist der Schaffung eines „effektiven“ Marktes mit negativer Integration, dem reinen Wegfallen von Beschränkungen, nicht Genüge getan.

Zwei Modelle boten sich zur positiven Integration an, „gegenseitige Anerkennung“ und „Harmonisierung“: Entweder ausländische Standards würden als den nationalen gleichwertig anerkannt, oder man würde ein für ganz Europa geltendes Regelwerk aushandeln, sodass sich die Frage nach der Anerkennung ausländischer Regeln nicht mehr stellen würde. Anfang der 1990er Jahre entschied man sich für die erste Variante, gegenseitige Anerkennung kombiniert mit pan-europäischen Mindeststandards, weil Regierungen und nationale Finanzindustrien nicht gewillt waren, nationale Regelsysteme aufzugeben. In einem europäischen Mitgliedsstaat regulierte Finanzinstitute sollten einen „europäischen Pass“ bekommen, mit dem sie ihre Dienstleistungen quer durch die EU würden anbieten können.

Die entscheidende Richtlinie für den Kreditsektor – die Zweite Bankenrechtskoordinierungsrichtlinie (89/646/EWG) – trat 1992 in Kraft. Im Vergleich zum Wertpapiermarkt gestalteten sich die Verhandlungen über Minimalstandards einfach (Underhill 1997). Der zentrale konkurrenzrelevante Mindeststandard, Kapitalrücklagen für Kredite, war schon im Rahmen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht ausgehandelt worden (siehe Walter und Speyer in diesem Heft).

Ein einheitlicher Wertpapiermarkt gestaltete sich ungleich schwieriger (Steil 1993, 1998; zur Regulierung europäischer Kapitalmärkte allgemein Lederer 2003). Die entscheidende Wertpapierdienstleistungsrichtlinie wurde erst 1993 verabschiedet, ein Jahr nach dem offiziellen Inkrafttreten des Binnenmarktes, und die Umsetzung der entsprechenden Regeln in nationales Recht erfolgte bestenfalls zögerlich (Wymeersch 1998).

### *Verteilungspolitische Konflikte im Wertpapiermarkt*

Die Schwierigkeit im Wertpapiermarkt lag in den Auswirkungen, die die vorgeschlagenen Regelungen auf die Konkurrenzposition von Finanzinstituten aus verschiedenen Ländern haben würden (Brown 1997). So sah die Zweite Bankenrechtskoordinierungsrichtlinie vor, dass Finanzinstitute eine breite Palette an Dienstleistungen in ganz Europa anbieten können. Entscheidend für die Universalbanken war, dass Wertpapiergeschäfte mit inbegriffen waren. Konkret hieß das, dass deutsche und französische Universalbanken ohne große Beschränkungen in den Londoner Kapitalmärkten würden mitmischen können. Spezialisierte britische Nischenanbieter, die sich auf das „*investment banking*“ konzentriert hat-

ten, fielen als Nicht-Banken nicht unter die Richtlinie und wurden nicht automatisch mit einem EU-Pass ausgestattet. Es dauerte mehrere Jahre, bevor ein Kompromiss gefunden wurde, der die konkurrenzrelevanten Implikationen europäischer Regelungen für alle Parteien akzeptabel regelte – auch wenn kleinere „*securities houses*“ trotzdem fast ausnahmslos der Expansion großer (Investment-)Banken zum Opfer gefallen sind.

Die Ausgestaltung des europäischen Regulierungsregimes folgte keiner wohlfahrtssteigernden Ratio, sondern orientierte sich an deren Auswirkungen auf innereuropäische und transatlantische Konkurrenz (Brown 1997). Dem entsprechend stellte sich vor allem bei Wertpapiermärkten das System gegenseitiger Anerkennung nationaler Standards zur Schaffung eines Binnenmarktes als defizitär heraus (Steil 1998). Im Interesse nationaler Finanzdienstleister nutzen Regierungen Schlupflöcher in den Absprachen, um erstere vor pan-europäischem Wettbewerb zu schützen, oder setzen Regeln ungenügend um. Vor allem bei großen Finanzdienstleistern schürte die daraus resultierende Marktfragmentierung in der zweiten Hälfte der 1990er Frustrationen; die überproportionalen Vorteile, die sie aufgrund ihrer Finanzkraft, Reputation und Expertise von einem effektiven Binnenmarkt erwartet hatten, materialisierten sich nur unvollständig. Zusammen mit der Europäischen Kommission bildeten sie die Speerspitze einer Koalition, um in einer zweiten Runde der Finanzmarktintegration das zu vervollständigen, was in der ersten nicht gelungen war.

### *Wie funktioniert europäische Finanzmarktregulierung heute?*

Nach langen politischen Disputen haben sich die europäischen Regierungen im März 2001 darauf geeinigt, EU-Wertpapiermarkt-Regeln in Zukunft durch das sogenannte Lamfalussy-Verfahren aufzustellen (benannt nach dem Vorsitzenden der Kommission, die es vorgeschlagen hat). Mit leichten Änderungen ist dieses Verfahren Ende 2003 auch für Kredit- und Versicherungsmärkte beschlossen worden. Das Lamfalussy-Verfahren hat für europäische Finanzmärkte zentrale Bedeutung, da der Großteil der Finanzmarktreformenten in Europa entweder seinen Ursprung in einem der EU-Organe hat oder mit anderen Mitgliedsstaaten abgestimmt wird. Es entspricht der inneren Logik eines europäisch integrierten Finanzmarktes, dass nationale regulative Alleingänge beinahe automatisch zu Verstößen gegen die grenzüberschreitende Integration werden. Wie die Schlussbetrachtungen zeigen werden, lässt dieser Aspekt die Legitimität der gegenwärtigen Regelsetzungsmechanismen durchaus zweifelhaft erscheinen.

Das zentrale Element des Lamfalussy-Verfahrens ist die Teilung der Gesetzgebung in zwei Stufen<sup>1</sup>. Die Kommission hat das Vorschlagsrecht für legislative

---

<sup>1</sup> Insgesamt hat der Prozess vier Stufen: Zu den zwei legislativen kommt noch eine dritte, der Implementierung auf nationaler Ebene gewidmete Stufe, und eine vierte, die die systematische Evaluierung der Umsetzung von Finanzmarktregeln beinhaltet.

Maßnahmen. In der ersten Stufe legt sie eine Rahmenrichtlinie zur Stoßrichtung neuer Gesetzgebung vor, über die der Europäische Rat gemeinsam mit dem Europäischen Parlament beschließt. In der zweiten Stufe werden die Details der neuen Gesetzgebung festgelegt. Im Fall der Wertpapiermärkte übernimmt diese Aufgabe *de facto* der Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden, auch wenn er *de jure* nur eine beratende Funktion hat. In diesem Ausschuss sind die (vielfach unabhängigen) europäischen Regulierungsbehörden vertreten, nicht die nationalen Regierungen selbst. Die Regulierungsbehörden vereinigen nicht nur das meiste Expertenwissen im gesamten Gesetzgebungsprozess, sondern neigen auch eher zur Umsetzung der etablierten Regulierungsothodoxie, als das von Regierungsvertretern zu erwarten wäre.

Zunächst führt diese Technokratisierung von Finanzmarktregulierung auf europäischer Ebene zu schnelleren Gesetzgebungsprozessen; als „epistemische Gemeinschaft“ (Haas 1992) – deren Mitglieder Weltbilder, Paradigmen und eine normative Orientierung teilen – tendieren ihre Interaktionen zu einem „Problemlösungs“-Modus, während Verteilungskonflikte (scheinbar) in den Hintergrund treten.

### *Gefahren der Depolitisierung von Regulierung*

Gleichzeitig ändert die Depolitisierung europäischer Finanzmarktreformen natürlich nichts an deren distributiven Implikationen. Regulative Reformen produzieren nach wie vor Gewinner und Verlierer. Mehr noch als im Fall von nationalen Regierungen schwindet die Rolle nationaler Parlamente als Organe demokratischer Legitimation von Finanzmarktregulierung (Young 2003). Dabei kann letztere tiefgreifende Konsequenzen für soziale Gruppen haben, die selbst kaum Einfluss auf regulative Reformen haben. So werden zum Beispiel die vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht beschlossenen Novellierungen der Eigenkapitalrichtlinien (bekannt als Basel II; siehe auch Walter und Speyer in diesem Heft) Kredite für kleine und mittlere Unternehmen voraussichtlich verteuern – ein Aspekt, der in der deutschen Volkswirtschaft angesichts der Bedeutung des Mittelstandes besonders zum Tragen kommen dürfte. Durch ihre gleichzeitige Technokratisierung und Supranationalisierung werden Regulierungsentscheidungen Rationalitäten unterworfen, in denen gesamtgesellschaftliche Auswirkungen bestenfalls eine sekundäre Rolle spielen. Im Gegensatz dazu haben Abweichungen von etablierter Regulierungsothodoxie dann eine gute Chance auf Umsetzung, wenn materielle Interessen einflussreicher Finanzdienstleister betroffen sind. Die Entscheidung der Europäischen Union im Oktober 2004, aufgrund des Drucks vor allem französischer Banken und europäischer Versicherungen die vom *International Accounting Standards Board* ausgearbeiteten Internationalen Rechnungslegungsstandards nicht vollständig anzuerkennen, ist ein lehrreiches Beispiel (Financial Times 2004). Wie bei der Finanzmarktliberalisierung versuchen auch hier Koalitionen aus privaten und öffentlichen Akteuren, gemeinsam

– wenn auch aus verschiedenen Beweggründen – ihre eigenen Vorstellungen von Finanzmarktreformen gegen andere Koalitionen durchzusetzen.

Nicht nur formale Entscheidungsprozesse, sondern auch die Interessenvertretung der Finanzdienstleister ist maßgeblich europäisiert. Zunächst hat eine Vorhut großer Finanzdienstleister begonnen, sich im Licht grenzüberschreitender gemeinsamer Interessen paneuropäisch zu organisieren, und in der Europäischen Kommission einen dankbaren Partner gefunden, um Finanzmarktintegration zu intensivieren. Mit zunehmender Europäisierung der Entscheidungsprozesse haben dann auch andere private Akteure nachgezogen. Neben Verbänden nach klassischem Muster (wie der Europäischen Sparkassen-Gruppe oder der Föderation Europäischer Wertpapierbörsen) finden sich zunehmend exklusivere Clubs wie zum Beispiel der *European Financial Services Roundtable*, dessen 20 Mitglieder die *crème de la crème* der europäischen Finanzdienstleister aus allen Marktsegmenten umfassen. Neu daran ist weniger die systematische Organisation von Akteuren auf Basis von Interessen, sondern dass transnationale Zusammenschlüsse ihre nationalen Vorgänger nicht mehr nur komplementieren, sondern als zentrale Koordinationsforen in den Schatten stellen.

Ungeachtet des verminderten Einflusses nationaler Legislativen auf europäische Finanzmarktregulierung hat die Bündelung von Regulierung auf EU-Ebene die europäische Position gegenüber den USA spürbar gestärkt. In der globalen „Regulierungs-Geometrie“ liegt die Achse EU–USA zentral. Die vormalige Fragmentierung europäischer Regelsetzungsinstanzen hatte US-amerikanischen Interessen oft zum Vorteil gereicht. Das Basler Abkommen zu Kapitalrücklagen von 1988 ist ein gutes Beispiel: Durch Kooperation mit Großbritannien gelang es amerikanischen Behörden, anderen Staaten das Abkommen mehr oder weniger als *fait accompli* vorzulegen. Eine solche Situation wäre mittlerweile schwer denkbar.

Dabei geht es auch auf globalem Niveau um die Verhandlung von Marktzugang und dessen Bedingungen. 2004 stand im Zeichen von transatlantischen Disputen über Rechnungslegungsstandards und deren Anerkennung, Rechnungsprüfung und die transatlantische Integration von computerbasiertem Derivat-Handel. In allen drei Fällen dürften materielle Interessen auf beiden Seiten bestimmen, ob, wann und zu welchen Bedingungen Einigung erzielt werden wird.

#### 4. Schlussbetrachtung

Reformen von Finanzmarktregulierung sind politische Prozesse – das zu demonstrieren war zentrales Anliegen dieses Artikels. Diese politische Qualität betrifft auch die beiden Entwicklungen, die europäische Finanzmarktregulierung in den letzten 20 Jahren geprägt haben: die Liberalisierung von Finanzmärkten und ihre grenzüberschreitende Integration. Entgegen verbreiteten Vorstellungen waren beide Prozesse von einem Ausbau von Regelsystemen geprägt, nicht von einem schlichten Wegfallen von Beschränkungen. Auch wenn Liberalisierung und In-

tegration mehr staatliche Regeln bedeutet haben, lassen sich beide doch nur vor dem Hintergrund verteilungspolitischer Konflikte zwischen privaten Akteursgruppen verstehen. Regulative Reformen folgten dabei weder rein wohlfahrtssteigernden Rationalitäten noch wurden sie durch Globalisierungszwänge „von oben“ diktiert.

Finanzmarktregulierung entsteht in politischen Auseinandersetzungen, und sie hat politische Auswirkungen in dem Sinne, dass sie verschiedene Akteure und gesellschaftliche Gruppen unterschiedlich bevorteilt oder benachteiligt. Angesichts dieser politischen Qualität von Regulierung erscheint ihre zunehmende Depolitisierung fragwürdig. Letztere widerspiegelt sich sowohl in der Autorität, die nationale Regulierungsbehörden bei der Regelsetzung genießen, als auch in der *de facto*-Delegation von Entscheidungen an europäische Expertenkomitees. Dabei sind nationalen oder europäischen Regulierungsinstanzen keineswegs unlautere Absichten zu unterstellen. Die prinzipielle Legitimität von Entscheidungen, die trotz ihrer immanent politischen Qualität weit gehend jenseits effektiver demokratischer Kontrolle getroffen werden, bleibt aber mit Zweifeln behaftet.

## Literaturverzeichnis

- Braithwaite, John / Drahos, Peter, 2000: *Global Business Regulation*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Brown, Philip, 1997: *The Politics of the EU Single Market for Investment Services: Negotiating the Investment Services and Capital Adequacy Directives*, in: Underhill, Geoffrey (Ed.): *The New World Order in International Finance*, Houndsmills: MacMillian, p. 124-143.
- Cerny, Philip, 1993: *American Decline and the Emergence of Embedded Financial Orthodoxy*, in: ders. (Ed.): *Finance and World Politics. Markets, Regimes and States in the Post-Hegemonic Era*, Aldershot: Edward Elgar, p. 155-185.
- Coleman, William, 1996: *Financial Services, Globalization, and Domestic Policy Change*, Basingstoke: MacMillian Press.
- Egan, Michelle, 2001: *Constructing a European Market: Standards, Regulation and Governance*, Oxford: Oxford University Press.
- Financial Times, 2004: *EU members free to interpret derivatives rules*, October 1.
- Fligstein, Neil, 2001: *The Architecture of Markets: An Economic Sociology of Twenty-First-Century Capitalist Societies*, Princeton: Princeton University Press.
- Haas, Peter, 1992: *Introduction: Epistemic Communities and International Policy Coordination*, in: *International Organization* 46 (1), p. 1-35.
- Herring, Richard / Litan, Robert, 1995: *Financial Regulation in the Global Economy*, Washington DC: The Brookings Institution.
- Goodhart, Charles / Hartmann, Philip / Llewellyn, David / Rojas-Suarez, Liliana, 1998: *Financial Regulation. Why, How, and Where Now?*, London: Routledge.
- Lastra, Rosa (Ed.), 2001: *The Reform of the International Financial Architecture*, London: Kluwer Law International.

- Laurence, Henry, 2001: *Money Rules: The New Politics of Finance in Britain and Japan*, Ithaca: Cornell University Press.
- Lederer, Markus, 2003: *Exchange and Regulation in European Capital Markets*, Münster: LIT Verlag.
- Lütz, Susanne, 2002: *Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten*, Frankfurt am Main: Campus.
- Lütz, Susanne, 2003: *Finanzmarktregulierung: Globalisierung und der regulative Umbau des „Modell Deutschland“*, in: Czada, Roland / Lütz, Susanne / Mette, Stefan (Hrsg.): *Regulative Politik: Zähmung von Markt und Technik*, Opladen: Leske + Budrich, S. 103-170.
- Moran, Michael, 1991: *The Politics of the Financial Services Revolution*, Houndmills: MacMillian.
- Sobel, Andrew, 1994: *Domestic Choices, International Markets: Dismantling National Barriers and Liberalizing Securities Markets*, Ann Arbor: University of Michigan Press.
- Steil, Benn, 1993: *Competition, Integration and Regulation in EC Capital Markets*, Royal Institute of International Affairs, London.
- Steil, Benn, 1998: *Regional Finance Market Integration: Learning from the European Experience*, Royal Institute of International Affairs, London.
- Stigler, George, 1971: *The Theory of Economic Regulation*, in: *Bell Journal of Economics* 2 (1), 3-21.
- Underhill, Geoffrey, 1997: *The Making of the European Financial Area: Global Market Integration and the EU Single Market for Financial Services*, in: ders. (Ed.): *The New World Order in International Finance*, Basingstoke: MacMillian, 101-123.
- Underhill, Geoffrey, 2003: *States, Markets and Governance for Emerging Market Economies: Private Interests, the Public Good and the Legitimacy of the Development Process*, in: *International Affairs* 79 (4), 755-781.
- Vogel, Steven, 1996: *Freer Markets, More Rules: Regulatory Reform in Advanced Industrial Countries*, Ithaca: Cornell University Press.
- Wymeersch, Eddy, 1998: *The Implementation of the ISD and CAD in National Legal Systems*, in: Ferrarini, Guido (Ed.): *European Securities Markets. The Investment Services Directive and Beyond*, London: Kluwer International Law.
- Young, Brigitte, 2003: *„Rauschzustand der Besoffenheit über den Sieg der Marktwirtschaft“ – Zur Liberalisierung von Finanzdienstleistungen in der EU und der WTO*, in: Brunnengräber, Achim (Hrsg.): *Globale öffentliche Güter unter Globalisierungsdruck*, Münster: Westfälisches Dampfboot, S. 58-84.



## **Universitätsverlag Potsdam**

<http://info.ub.uni-potsdam.de/verlag.htm>

Wissenschaftliche Literatur  
in elektronischer, gedruckter  
und multimedialer Form

Bestellen Sie online oder  
per e-mail: [ubpub@rz.uni-potsdam.de](mailto:ubpub@rz.uni-potsdam.de)  
per Telefon: +49 (0)331 977-4517  
per Fax: +49 (0)331 977-4625