

Hubert Gabrisch

## Zur Kritik der Kapitalmarktunion

**Vor der Finanzkrise hatte die Liberalisierung der Kapitalmärkte zur Aufhebung der traditionellen Trennung zwischen bank- und marktbasierter Finanzierung geführt. Dadurch sind hybride Kapitalmärkte entstanden, bei denen die Verflechtung zwischen den einzelnen Marktsegmenten und Instituten die Risikoteilung verbessert. Das Vorhaben der EU-Kommission einer vertieften Kapitalmarktunion soll diesen Zusammenhang verstärken. Der Autor befürchtet aber, dass es die Systemstabilität gefährdet. Zudem widerspricht es den bisherigen Bemühungen um eine bessere Kontrolle und Regulierung des Bankenmarktes.**

Die politischen Institutionen der EU – Rat, Ministerrat, Kommission, Parlament und auch die Europäische Zentralbank (EZB) – haben auf jeweils ihre Weise Anstrengungen zur Reform des institutionellen Gefüges der Union unternommen, um ein Zerbrechen der Währungsunion zu verhindern, die gesamte Union robuster gegen finanzielle Schocks aufzustellen und die andauernde wirtschaftliche Stagnation zu überwinden. Der jüngste Vorschlag der EU-Kommission zur Schaffung einer Kapitalmarktunion zielt auf die Wiederbelebung der mittel- und langfristigen Finanzierung von Investitionen und Innovationen in der EU. Ihr Kernstück ist die Stärkung der marktbasierten Unternehmensfinanzierung sowohl über Aktien, Risikokapital und anderes Beteiligungskapital als auch über die Ausweitung der Kreditvergabekapazität des Bankensektors durch die Förderung von Verbriefungen. Der Schlüsselbegriff des Konzepts lautet „Risikoteilung“ – auch grenzüberschreitend.

Der freie Kapitalverkehr gehört zu den vier Grundfreiheiten in der EU, die ihren Binnenmarkt konstituieren. Beschränkungen des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs sind laut Art. 63 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) verboten. Allerdings erlaubt derselbe Artikel Unterschiede in der Regulierung der nationalen Finanzmärkte und in der Besteuerung von Kapitalgewinnen und Dividenden. Damit verfügen die Mitgliedstaaten weiterhin über – wenn auch beschränkte – Instrumente zur Lenkung von Finanzströmen. Jene Länder, die nicht dem Euroraum angehören, können darüber hinaus die Geld- und Wechselkurspolitik zur Abwehr von externen Finanzschocks anwenden. Aber die Kommission sieht nur die Ausnahmen nach Art. 63 AEUV als ein Hindernis für grenzüberschreitende Finanzierung, Verbriefung und Risikoteilung an.

Der Anstoß für eine Kapitalmarktunion ging von der Rede Jean-Claude Junckers zur Eröffnung der Plenartagung des Europäischen Parlaments 2014 aus. Sie findet sich

sodann im „Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion“ vom Februar 2015<sup>1</sup> und im sogenannten Fünf-Präsidenten-Bericht zur „Vollendung der Wirtschafts- und Währungsunion“<sup>2</sup> vom Juni desselben Jahres und nimmt mit dem Aktionsplan der EU-Kommission vom September 2015<sup>3</sup> weitere Gestalt an. Der Aktionsplan enthält auch einen Plan zur Umsetzung wichtiger Maßnahmen bis Ende 2017.

### Die Aufnahme durch die Wissenschaft

In der ökonomischen Forschung ist die Zahl der Stellungnahmen zum Kommissionsvorschlag ziemlich überschaubar. Es handelt sich meistens um kürzere Kommentare.<sup>4</sup> Verón und Wolff bieten zwar eine ausführlichere Besprechung, aber ihr Thema ist die Sequenzierung und Implementierung der Kapitalmarktunion, die sie als eine willkommene politische Initiative begrüßen, weil Krisen durch

- 1 EU-Kommission: Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion, 2015, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX:52015DC0063> (18.11.2016).
- 2 EU-Kommission: Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden, Brüssel, Juni 2015, [http://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/5-presidents-report\\_de\\_0.pdf](http://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/5-presidents-report_de_0.pdf) (15.10.2016).
- 3 EU-Kommission: Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, Brüssel, September 2015, [http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_de.pdf) (10.3.2016).
- 4 Wohlwollende Kommentare finden sich auf der Website von CEPS <https://www.ceps.eu/topics/capital-markets-union> (15.11.2016), kritische Kommentare dagegen bei <http://www.finance-watch.org/our-work/dossiers?fid=174> (15.11.2016).

**Dr. Hubert Gabrisch** war langjähriger Abteilungsleiter und Forschungsdirektor des Instituts für Wirtschaftsforschung Halle (IWH) und ist zuzweit Research Associate am Wiesbaden Institute for Law and Economics.

verstärkte internationale Risikoteilung („risk sharing“) abgemildert würden.<sup>5</sup>

Brühl et al. nehmen eine etwas kritischere Position ein und betonen das Problem von Informationsasymmetrien zwischen Anbietern (Originatoren) von Verbriefungen und Investoren.<sup>6</sup> Ihre Studie enthält Vorschläge, diese längerfristig zu reduzieren, insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen und Start-ups. Allerdings gehen sie nicht so weit, die ausdrückliche Ausrichtung der Kommission auf die Förderung des Verbriefungsgeschäfts infrage zu stellen. „We largely share the EU Commission’s line of reasoning – the philosophy as well as the objectives“<sup>7</sup>.

Demary et al. listen eine Zahl von Problemen auf, die der Kommissionsvorschlag nicht adressiert (unter anderem die Rolle, die Regierungsanleihen für die Stabilität/Instabilität der Finanzmärkte spielen), akzeptieren aber ebenfalls die Idee einer weiteren Förderung der Verbriefungen durch die Beseitigung der Fragmentierung nationaler Kapitalmärkte.<sup>8</sup> Mit anderen Worten: Die These, dass mehr Risikoteilung durch Verbriefungen die Finanzmarktstabilität fördert, wird als gegeben angesehen, kann aber durchaus angezweifelt werden.

### Das Krisenverständnis der Kommission

Da der Vorschlag einer Kapitalmarktunion eine politische Reaktion auf die Folgen der europäischen Schuldenkrise darstellt (hier: Rückgang und Stagnation der Investitionstätigkeit), hängt die Einschätzung der Kommission stark von deren Verständnis der Krisenursachen ab. Die Kommission nimmt die Krise und die stagnierende Finanzierung in der EU bzw. im Euroraum als Bankenkrise wahr. Deshalb muss die in Europa dominierende Stellung der bankbasierten Finanzierung korrigiert werden.

Dieses Verständnis wird in zwei Aussagen sichtbar:

- Zum einen zieht sich durch alle einleitend erwähnten Dokumente die These, wonach die Probleme der Krisenanfälligkeit der EU und der Finanzierung in einer zu starken Stellung des Bankensektors gegenüber den Märkten für Beteiligungskapital (marktbasierter Finanzierung) lägen. Verglichen wird das europäische Finanzmarktssystem explizit mit dem US-amerikanischen,

wobei auf die viel größere Bedeutung der Börsenkaptalisierung in den USA verwiesen wird. Vor diesem Hintergrund sind die Vorschläge zur Stärkung der marktbasierter Finanzierung vor allem von kleinen und mittleren Unternehmen über Börsen aber auch anderes Beteiligungskapital zu sehen.

- Zum anderen ist die Einstellung der Kommission zum Verbriefungsgeschäft (ein Element marktbasierter Finanzierung) in Europa ziemlich unkritisch und möglicherweise nicht gänzlich mit den Fakten vereinbar. Sie stellt fest, dass es im Zuge der Finanzkrise in Europa nur zu einem geringen Ausfall bei den Verbriefungen mit Triple-A- oder Triple-B-Rating gekommen sei – im Vergleich mit den viel höheren Ausfällen in den USA.<sup>9</sup> Die Kommission schließt daraus, dass die Qualität der Verbriefungen in der Eurozone eher hoch sei, d.h. die damit verbundenen systemischen Risiken eher gering wären. Gleichwohl sei der Verbriefungsmarkt enorm geschrumpft, was die Kreditverfügbarkeit in der EU reduziert hätte. Bei genauerem Hinsehen dürften die geringen Forderungsausfälle in der EU wohl auch auf staatliche Stützungsprogramme bis hin zur Verstaatlichung von Banken mit einem hohen Anteil von ursprünglich hoch-qualitativen Verbriefungen im Portfolio, die aber in der Krise erheblich an Marktwert verloren haben, zurückzuführen sein.<sup>10</sup>

Es lässt sich deshalb festhalten, dass die Kommission in ihrem Vorschlag für eine Kapitalmarktunion die bankbasierte Finanzierung als Hemmnis für die private Investitionsfinanzierung ansieht. Demgegenüber möchte sie die marktbasierter Finanzierung vornehmlich über das Verbriefungsgeschäft fördern. Diese Idee läuft auf eine weitgehende Aufhebung der Separierung von traditionellem Bankensektor und traditionellen Kapitalmärkten hinaus, bzw. auf die Schaffung von „hybriden Kapitalmärkten“. Von ihnen wird angenommen, dass sie effizienter und widerstandsfähiger gegenüber Schocks sind.

### Merkmale hybrider Kapitalmärkte

Was sich in der EU und mehr noch im Euroraum wie im globalen Kontext gezeigt hat: Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs – etwa in der EU durch die 2004 verabschiedete und 2007 in Kraft getretene Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (kurz MiFID I) und bereits davor auch

5 N. Véron, G. B. Wolff: Capital Markets Union: a Vision for the Long Term. in: Journal of Financial Regulation, 2016, H. 2, S. 130-153.

6 V. Brühl, H. Gründl, A. Hackethal, H.-H. Kotz, J. P. Krahen, T. Tröger: Comments on the EU Commission’s capital markets union projekt, Research Center SAFE, White Paper Series, Nr. 27, Frankfurt a.M. 2015.

7 Ebenda, S. 3.

8 M. Demary, M. Diermeier, H. Haas: A capital markets union for Europe: The relevance of banks and markets, Institut der Deutschen Wirtschaft, IW policy paper, Nr. 18/2015.

9 EU-Kommission: Aktionsplan zur Schaffung ..., a.a.O., S. 24, Fußnote 48.

10 Die spanische Regierung richtete 2008 einen Fonds von 50 Mrd. Euro ein, „to buy high quality asset-backed securities issued by banks and other financial institutions“. Vgl. International Monetary Fund: Spain: Financial Stability Assessment, IMF Country Report, Nr. 12/137, Washington DC, Juni 2012, S. 54, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12137.pdf> (18.7.2016).

unilaterale Maßnahmen – lösten bereits bisher dynamische Veränderungen im Finanzsektor aus, die Produkte, Märkte und Finanzunternehmen umfassen. Seitdem zeigt sich – besonders in den USA – ein Trend zu hybriden Kapitalmärkten, die sich durch die Auflösung der traditionellen Grenzen zwischen bankbasierter Kreditfinanzierung und marktbasierter Eigenkapitalfinanzierung auszeichnen. Diese Erosion wird weitgehend von wenig, gar nicht oder anders regulierten Finanzinstitutionen, den sogenannten Schattenbanken,<sup>11</sup> vorangetrieben, deren Geschäft in der Emission von und im Handel mit Derivaten, darunter Verbriefungen, besteht.

In einem hybriden System tendieren Banken dazu, ihre Risiken durch den strukturierten Verkauf von Forderungstiteln in den Kapitalmarkt zu transferieren. Sie tun dies, weil dieser Risikotransfer eine kostengünstigere Refinanzierung als durch das traditionelle Einlagengeschäft erlaubt und sie ihre Kreditvergabekapazität durch die Entlastung ihres Eigenkapitals von Forderungen mit höherem Risiko erweitern können (Originate-to-distribute-Strategie). Dadurch ersparen sie sich auch die mit Kosten verbundene Mühe einer eingehenden Risikobeurteilung ihrer Schuldner. Banken, aber auch Versicherungsgesellschaften, übertragen Teile ihres Forderungsportfolios an eigens von ihnen gegründete Zweckgesellschaften (Special Purpose Vehicles). Die Zweckgesellschaft wandelt die Forderungen in handelbare Wertpapiere um, indem sie die Forderungen stückelt und nach Risikoklassen tranchiert, wobei in den Tranchen der Anteil von Substandardforderungen nicht immer transparent war. Dies ist das Prinzip der Risikoteilung – unabhängig, ob grenzüberschreitend oder nicht. Häufig sagen die Kreditinstitute „ihren“ Zweckgesellschaften für den Fall von Refinanzierungsschwierigkeiten Liquiditäts- oder Kreditlinien zu, um die Attraktivität einer Verbriefung zu steigern. Die Zweckgesellschaft verkauft den tranchierten Forderungspool an in- und ausländische Kleinanleger, Versicherungsunternehmen und andere Investoren. In der Vergangenheit wollten Kleinanleger häufig durch den Erwerb von verbrieften Forderungen ihre Altersvorsorge sichern. Andere Investoren waren stärker am Handel mit den Papieren auf nachgelagerten Märkten interessiert, auch im Zuge einer Weiterverbriefung.

Verbrieft und weiterverbrieft Forderungen gehören zu den Derivaten, d.h. Wertpapieren, deren Marktwert sich vom Marktwert anderer Wertpapiere ableitet. Verbrieftungen wie auch den meisten anderen Derivaten (Futures, Optionen, Leerverkäufen) liegt in aller Regel eine ursprüngliche Forderung (Kreditvertrag, Hypothek, Anleihe, Aktie, andere Derivate) zugrunde. In der jüngeren

11 Mir ist der unpräzise Gehalt des Begriffs bewusst, verwende ihn aber doch für ein intuitives Verständnis durch den Leser.

Vergangenheit wurden einfache Derivate zu hochkomplexen Finanzinstrumenten weiterentwickelt, z.B. wenn ein Pool von Forderungen bereits Verbriefungen enthält – ein Umstand, der die Kalkulation des Risikos eines einzelnen Portfolios erschwert. Da die Spekulation mit Derivaten hohe Gewinne verspricht, geht von ihnen sogar ein Impuls zur Emission langfristiger Forderungen durch den realen Sektor aus, was dann wieder zu neuen Derivaten führt. Die Kette der Risikoteilung kann sehr lang werden, und der Versuch, eine perfekte Risikoteilung zu erreichen, bläht die Kapitaltransaktionen auf.

Wie stark die Dynamik des globalen Handels mit Derivaten aller Art ausgefallen ist, zeigen Berechnungen mit Zahlen internationaler Statistiken: Der Nennwert aller bestehenden Derivatverträge hatte bis 2014 auf mehr als das Achtfache des Welteinkommens zugenommen – 1998 war es noch das Zweifache gewesen. Der Nennwert aller Devisenverträge – eine Gruppe der Derivate zur Absicherung von Währungsrisiken – überstieg die Weltexporte 1998 um das Dreifache, 2014 bereits um das Vierfache.<sup>12</sup> Der europäische Verbriefungsmarkt ist nicht so umfangreich. Seine Expansion gewann erst Fahrt, nachdem die Finanzdienstleistungen in der EU 2004 durch die MiFID-I-Richtlinie weitreichend liberalisiert wurden. Kernstück der Richtlinie war die weitreichende Liberalisierung des Börsenhandels. Unter anderem wurde die „Concentration rule“, die es den Mitgliedstaaten erlaubte, den Handel mit Wertpapieren auf geregelte Börsenplätze zu beschränken aufgehoben, was dem außerbörslichen Handel den Weg bereitete. Daraus hat sich bis heute eine schier unübersichtliche Struktur von Handelsplätzen, Instituten und Instrumenten entwickelt. Gleichwohl hat sich nach Schätzungen der EU-Kommission das Expansionsvolumen der Verbriefungen 2014 gegenüber 2007 mehr als halbiert.<sup>13</sup> Trotzdem ist das Spektrum der Investoren in Derivate und der Handelsplätze stark diversifiziert geblieben. Nach Schätzung der EU-Kommission sind 2015 etwa 15 Mio. Instrumente auf 300 Handelsplätzen in der EU gehandelt worden.<sup>14</sup> Das hybride Finanzsystem ähnelt derzeit also eher einem ausgetrockneten und unregulierten Flusssystem im Sommer, das auf das Wasser wartet, das ihm die Kapitalmarktunion im nächsten Frühling liefern will.

Große Teile des hybriden Kapitalmarktes agieren zwar außerhalb der Banken, aber wie diese, indem sie Fristen-

12 Berechnungen des Autors anhand folgender Datensätze: Derivate: Bank for International Settlement: <http://stats.bis.org/statx/srs/table/d5.1?p=20151&c=> (17.11.2016), Tabelle 5.1; Welteinkommen: World Bank: <http://databank.worldbank.org/data/home.aspx> (17.11.2016); Exporte: UNCTAD: <http://unctadstat.unctad.org/wds/TableView/tableView.aspx?ReportId=89795> (17.11.2016).

13 EU-Kommission: Grünbuch Schaffung einer ..., a.a.O., S. 12.

14 Ebenda, S. 2.

bzw. Liquiditätstransformation, Risikotransfer und Kredithebelung betreiben. Als „Schattenbanken“ fallen sie nicht unter die Regulierung und Kontrolle durch die Bankenaufsicht, und die Zentralbank kann nicht als Lender of Last Resort im Falle der Illiquidität einspringen. Auch entzieht sich ihre Tätigkeit weitgehend den Bestimmungen, die für traditionelle Kapitalmärkte, insbesondere Börsen, gelten. Die deutsche Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht spricht von einem „grauen“ Kapitalmarkt, dessen Regulierung sich offensichtlich nur auf ausgewählte Konstruktionen und Geschäftsmodelle beschränkt.<sup>15</sup> Der von den G20 eingerichtete Finanzstabilitätsrat schätzt den Anteil des weltweiten Schattenbankwesens für 2014 auf ca. 12% der Vermögenswerte aller Finanzinstitutionen. Gemessen am globalen Bruttoinlandsprodukt hätten 2014 die Vermögenswerte ca. 36% betragen, deutlich mehr als 2010, dem Jahr Zwei nach Ausbruch der globalen Finanzkrise.<sup>16</sup>

Schattenbanktätigkeiten üben in einem nicht unbeträchtlichen Umfang auch ansonsten regulierte Pensions- und Lebensversicherungsfonds aus. Dies dürfte vor allem auf die staatliche Förderung der kapitalgedeckten Altersvorsorge in vielen Ländern in den vergangenen 20 bis 30 Jahren zurückgehen. Offensichtlich haben Versicherer auf Geschäftsmodelle von Originatoren zurückgegriffen, die unter Umgehung der Erlaubnispflicht entwickelt wurden.<sup>17</sup> Für die EU hat die Europäische Zentralbank allerdings mit einer anderen Methodologie als der Finanzstabilitätsrat den Anteil des Schattenbanksektors an den Finanzvermögen des gesamten Finanzsektors in der Eurozone für 2011 auf 32,5% geschätzt. Bezüglich der regulären Banken in der EU beobachtete die EZB, dass seit Beginn der Vorbereitungen auf die Europäische Währungsunion 1992 der Anteil der Einlagen aus dem nicht-finanziellen Sektor ständig gesunken war, während der Anteil der überwiegend kurzfristigen Anlagen der nur schwach oder gar nicht regulierten Teile des Finanzsystems heute überwiegt.<sup>18</sup>

### „Systemische Risiken“ und Risikoteilung

In der Einleitung des Aktionsplans der EU-Kommission heißt es: „Die Kapitalmarktunion soll Investitionen und Wachstum in Europa durch eine Wiederbelebung der Fi-

nanzierung fördern, gekoppelt mit einer besseren Risikoteilung, damit EU-Bürger und -Unternehmen bei Bankenschwüngen künftig weniger verwundbar sind.“<sup>19</sup> Es heißt weiter: „Stärker integrierte Kapitalmärkte werden zu Effizienzgewinnen führen und die Fähigkeit Europas, Wachstum zu finanzieren, erhöhen.“<sup>20</sup> Es handelt sich hierbei offensichtlich um jenes Argumentationsmuster, mit dem die Wirtschaftstheorie seit ca. 30 Jahren der Wirtschaftspolitik den Legitimationsrahmen für die Liberalisierung und Integration der Kapitalmärkte liefert.<sup>21</sup> Obwohl die vergangenen 30 Jahre die Geschichte einer zunehmenden Frequenz und Intensität von Finanzkrisen ist, sind auch heute viele Wirtschaftswissenschaftler tief davon überzeugt, dass die Anfälligkeit gegenüber Krisen und die Stärke von Krisen in monetären Marktwirtschaften durch Risikoteilung verringert werden kann. Diesen unbeirrbareren Glauben transportieren sie nach wie vor in den wirtschaftspolitischen Raum. Und insofern beurteilen sie den mit der Kapitalmarktunion verbundenen Abbau bestehender regulativer Grenzen im europäischen Kapitalverkehr positiv.

In ihrer Besprechung des Vorschlags der Kommission führen Verón und Wolff 2016 aus: „A substantial body of literature provides evidence that well-integrated and deep capital markets can spread country and region-specific risk, thereby smoothing the impact of deep recessions on consumption and investment.“<sup>22</sup> Sie ignorieren dabei, dass es seit ca. 15 bis 20 Jahren auch eine substanzielle theoretische Literatur gibt, die aus verschiedenen Perspektiven zeigt, wie Risikoteilung zu einer wachsenden Instabilität des Finanzsystems führt.<sup>23</sup> Viele Befürworter einer Kapitalmarktunion ignorieren ferner, dass in den europäischen Staaten mit einem sehr hohen Grad an Finanzintermediation die globale Finanzkrise die stärksten sozialen und wirtschaftlichen Verwüstungen angerichtet hat, nämlich in Spanien, Portugal und Irland. Sie übersehen schließlich auch, dass der Abbau von Beschränkungen im europäischen Kapitalverkehr ja nicht bei null beginnt, sondern dass Risikoteilung, auch grenzüberschreitend, seit Jahrzehnten gängige Praxis ist. Wenn die tieferen Ursachen der verschiedenen regionalen und globalen Finanzkrisen der Vergangenheit trotz Risikoteilung, insbe-

15 O. Fußwinkel: Grauer Kapitalmarkt: Rendite und Risiko – Marktbegrenzung, Regulierung und Verantwortung des Anlegers, BaFin-Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2014/\(8.6.2016\)](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2014/(8.6.2016)).

16 Financial Stability Board: Global Shadow Banking Monitoring Report 2015, November 2015.

17 P. Walkamp: Kauf gebrauchter Lebensversicherungen, BaFin-Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 2013, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2013/\(8.6.2016\)](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2013/(8.6.2016)).

18 European Central Bank: Shadow Banking in the Euro Area. An Overview, ECB Occasional Paper Series, Nr. 133, April 2012, Abb. 10 und S. 22.

19 EU-Kommission: Aktionsplan zur Schaffung ..., a.a.O., S. 3.

20 Ebenda.

21 Auf EU-Ebene prominent der sogenannte Lamfalussy report: Final report of the committee of wise men on the regulation of European securities markets, Brüssel 2001, [http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_de.pdf) (20.5.2016).

22 N. Verón, G. B. Wolff, a.a.O., S. 16.

23 Als kleine Auswahl: C. L. Culp: Risk Transfer: Derivates in Theory and Practice, Hoboken 2004; J. Krahen, C. Wilde: Risk Transfer with CDOs and Systemic Risk in Banking, CEPR Discussion Papers, Nr. 5618, 2006; J. J. Bone, J. Jey, J. Suckling: A simple risk-sharing experiment, in: Journal of Risk and Uncertainty, 28. Jg. (2004), H. 1, S. 23-38.

sondere der globalen Finanzkrise, der Großen Rezession und der Euro-Schuldenkrise nicht diagnostiziert werden, kann man nun nicht mehr ohne Weiteres annehmen, dass die Effizienz der Finanzmärkte durch die Expansion grenzüberschreitender Kapitalströme und der damit verbundenen weitergehenden Risikoteilung erhöht wird.

Aber wo sollte eine Diagnose ansetzen? Vielleicht an der Unterscheidung zwischen Risiko und Unsicherheit, für die Knight und Keynes mit ihren grundlegenden Arbeiten zu Risiko und Wahrscheinlichkeit frühe Exponenten sind: Demnach führt die Verwendung des Begriffs „Risiko“ in einem gesamtwirtschaftlichen Kontext in die Irre. Risiko ist immer ein Einzelrisiko, und seine Bestimmung basiert auf Erfahrung und Mathematik. Eine Risikoabwägung auf Basis konventionellen Wissens mag im Finanzsektor zwar zu einzelwirtschaftlicher Risikominderung und damit zu Kostensenkungen beitragen. Es wäre aber eine Illusion zu glauben, dass die Summe der einzelwirtschaftlichen Handlungen auch einer gesamtwirtschaftlichen Risikominderung entspräche. Es läge sogar ein grundsätzliches Missverständnis vor, wenn man behauptete, einzelwirtschaftliche Risikominderung durch unendliche Risikoteilung könne die Krisenanfälligkeit der monetären Marktwirtschaft beseitigen.

### Negative Wirkungen der Risikoteilung

Drei Gründe sprechen dagegen, dass Risikoteilung positive Wirkungen hat:

1. Die Risikokalkulationen aller Investoren, beispielsweise mit den gebräuchlichen Value-at-risk-Modellen, führen zu individuellen Parametern der Wahrscheinlichkeit eines Forderungsausfalls, die sich nach den individuellen Erfahrungen und für die einzelnen Finanzinstrumente unterscheiden. Die konzeptuellen Probleme bei einer Aggregation der unterschiedlichen Parameter zu einem gesamtwirtschaftlichen Parameter sind auch als Unmöglichkeitstheorem bekannt, für dessen Formulierung Kenneth J. Arrow 1972 den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften erhielt.<sup>24</sup>
2. Die Einbeziehung eines autonomen Indikators für gesamtwirtschaftliche Instabilität in ein individuelles Risikomodell würde die Investoren in eine falsche Richtung leiten. Ein Beispiel ist der Exchange-Market-Pressure-Index (EMP-Index), der nach den Asienkrisen 1997 entwickelt wurde, um einen Investor vor einer Währungs-krise in den nächsten Tagen zu warnen. Faktisch muss eine derartige Warnung zu einem allgemeinen Verkauf der Währung führen, um das individuelle Risiko zu min-

dern. Aber die prognostizierte Währungs-krise würde tatsächlich ausbrechen und sogar stärker als erwartet.

3. Viele, wenn nicht sogar die meisten Entscheidungen in Unternehmen und Banken mit langfristiger Bedeutung basieren nicht auf individuellem Wissen oder individueller Erfahrung, sondern bei Unsicherheit auf dem Treibsand einer „konventionellen Beurteilung“, wie es Keynes einmal ausdrückte,<sup>25</sup> bzw. auf Herdenverhalten, wie die moderne Finanzkrisenliteratur es nennt. Im Unterschied zu „Unsicherheit“ beschreibt somit ein „systemisches Risiko“ eine Lage, die weder bekannt ist, noch kalkuliert und damit auch nicht versichert werden kann, weil das individuelle Erfahrungswissen fehlt.

Mit diesen drei Argumenten gegen die Annahme wachsender Finanzmarktstabilität durch (grenzüberschreitende) Risikoteilung wird die Frage aufgeworfen, inwieweit das Konzept der Kapitalmarktunion vielleicht sogar die Gefahr erhöht, dass die Techniken unendlicher Risikoteilung gesamtwirtschaftlich destabilisierende Effekte – etwa in der Förderung von systemischen Risiken – besitzen. In der Tat kann die qualitative und quantitative Entwicklung hybrider Kapitalmärkte einige „systemische Risiken“ begründen:

- *Verschlechterte Fristentransformation*: Kreditinstitute betreiben Fristentransformation, indem sie kurzfristige Einlagen in langfristige Kredite umwandeln. Sie versuchen, ihr Liquiditätsrisiko über die Erfahrungswerte aus den Einzahlungs- und Abhebegewohnheiten ihrer Geldanleger zu minimieren. Aber wenn Banken in einem hybriden System Zugang zu den Kapitalmärkten suchen, treten an die Stelle von weniger volatilen Spareinlagen hoch volatile Einlagen von Schattenbanken. Die Fristentransformation verschlechtert sich zugunsten einer größeren Kredithebelung. Die Gefahr eines Bank Run durch den Abzug von Einlagen durch Schattenbanken ist verglichen mit einem Abzug durch Kleinanleger größer. Der Grund liegt darin, dass Schattenbanken zur Sicherung ihrer eigenen Zahlungsfähigkeit sensibler auf eine bedrohliche Änderung der Märkte reagieren als private Haushalte. Letztere können mit einem negativen Nettovermögen weiter existieren, Schattenbanken wären jedoch insolvent. Fristentransformation betreiben auch Zweckgesellschaften. Sie müssen ständig neue Käufer für die von ihnen ausgegebenen Wertpapiere finden und refinanzieren deshalb häufig kurzfristig, vor allem dann, wenn ein gesättigter Markt die Neigung potenzieller Käufer erhöht, nur noch Papiere mit kurzer Laufzeit zu akzeptieren. Um Refinanzierungsproble-

<sup>24</sup> Keynesianer würden als Beispiel das Sparparadoxon anführen.

<sup>25</sup> J. M. Keynes: The General theory of employment, in: The Quarterly Journal of Economics, February 1937, S. 209-223.

me zu lösen, können Zweckgesellschaften häufig auf Kredit- und Liquiditätslinien der Banken zurückgreifen. Eine verschlechterte Fristentransformation der Zweckgesellschaften hat dann Ansteckungseffekte für die regulären Banken.

- *Unvollständiger Risikotransfer:* Ein perfekter Risikotransfer bzw. eine perfekte Risikoteilung durch Verbriefungen ist nicht möglich. Dazu wäre erforderlich, dass für jedes Risiko aus einem Vermögenswert zu vernünftigen Kosten eine passende Verbriefung und damit ein Counterparty-Risiko gefunden werden kann. In der Praxis ist es für einen Händler/Originator geradezu unmöglich, einen Vertrag mit einem Investor abzuschließen, dessen Risiko perfekt (negativ) mit dem Risiko der zugrundeliegenden Forderung korreliert wäre. Ein Derivat ist somit eine Wette, die indes nur dann sinnvoll ist, wenn beide Parteien abweichende Erwartungen haben, da sonst eine optimale Risiko- und Kostenteilung nicht stattfinden würde. Die perfekte Kombination ist jedoch schwer zu finden, so dass in der Regel ein Risikotransfer unvollständig bleibt und der Kapitalmarkt nicht effizient sein kann. Je mehr Finanzinstrumente gehandelt werden und sich in den Bilanzen aller Finanzinstitutionen wiederfinden, desto größer ist die Gefahr eines unvollständigen Risikotransfers.
- *Erhöhte Kredithebelung:* Wenn Banken beabsichtigen, Kreditforderungen zu verbrieften und über Zweckgesellschaften auf den Kapitalmärkten zu platzieren, verschieben sie diese zunächst aus ihrem Anlagenbuch in das Handelsbuch und entlasten damit ihr Eigenkapital. Dadurch wird es möglich, die Kredithebelung zu steigern. Tun dies alle Banken, ist das Banksystem erhöhten Solvenzrisiken ausgesetzt, die nicht durch die Verbriefung verringert werden. Denn die Bank übernimmt gegenüber der Zweckgesellschaft Garantien für einen Zahlungsausfall, und das umso eher, wenn das Angebot an Verbriefungen die Nachfrage zu übersteigen beginnt, also auf dem Höhepunkt einer Spekulationsblase.
- *Steigende Informationsasymmetrien:* Die modernen, elektronik-basierten Strategien der Spekulation mit Derivaten erlauben die Gewinnung von minimalsten Informationsvorsprüngen in Sekundenbruchteilen. Der Anteil des Hochfrequenzhandels ist angesichts fehlender Daten schwer zu schätzen, soll sich aber im europäischen Bereich auf bis zu 40% aller Transaktionen belaufen.<sup>26</sup> Hochfrequenzhandel steht gegenwärtig in der Kritik, weil die neuen Informations- und Kommu-

nikationstechnologien wenigen Investoren einen „unfairen Informationsvorteil“ ermöglichen.<sup>27</sup> Sie verstärken darüber hinaus Dysfunktionalitäten des Marktes: Leerverkäufe können Informationsvorsprüngen folgen und extreme Ausschläge der Kurswerte verursachen. Außerdem offerieren neue Finanztechnologien (z.B. Crowd-Finanzierung) einer größeren Zahl von Individuen rund um den Globus Zutritt zu den Finanzmärkten. Die Einbeziehung wenig informierter Investoren bläht die weltweite Liquiditätsproduktion im Vergleich zur Güterproduktion auf und erhöht die Risiken eines Zusammenbruchs von Finanzsektoren.

- *Arbitragegewinne:* Ein System aus regulären Banken und Schattenbanken unterliegt notwendigerweise auch unterschiedlichen Regulierungen, insbesondere dann, wenn das Subsystem der Schattenbanken eine große Dynamik hinsichtlich institutioneller Auffächerung und innovativer Finanzinstrumente aufweist. Dadurch ergeben sich immer Möglichkeiten der Regulierungsarbitrage zwischen Banken und Schattenbanken. Sie lässt zwar Kurs- und Zinsunterschiede verschwinden, nicht aber die ursprünglich dahinter stehenden Risiken. Für strenger regulierte Banken kann es attraktiv sein, riskante Kreditgeschäfte auf das Subsystem der Schattenbanken zu übertragen und sich bei ihnen auch zu refinanzieren.

### Stärkung des Verbriefungsgeschäfts durch die Mobilisierung von privaten Ersparnissen

Im zweiten Kapitel des Aktionsplans führt die Kommission aus, wie die Kapitalmarktunion Kleinanleger (in der Mehrzahl private Haushalte), institutionelle Anleger und Investmentfonds dazu bringen soll, ihre Ersparnisse bzw. Finanzmittel auf (hybriden) Kapitalmärkten anzulegen und dadurch die Nachfrage nach und das Angebot an entsprechenden Sicherheiten (Eigentumstitel, Derivate) zu erhöhen. Bezüglich der Kleinanleger bzw. Sparer sollen deren Einlagen bei Banken bzw. Versicherungen durch Eigentumstitel ergänzt oder gar ersetzt werden. Institutionell verfolgt der Aktionsplan hierzu zwei Wege:

- Der erste besteht in der Stärkung des Vertrauens der Kleinanleger in die von Banken und Versicherungen angebotenen Investment-Instrumente, also Verbriefungen. Nach der neuen Finanzdienstleistungsrichtlinie der Kommission<sup>28</sup> bleiben die strukturierten Produkte und ihr Verkauf an private Haushalte weiterhin erlaubt,

<sup>26</sup> F. Contratto: Hochfrequenzhandel und systemische Risiken, in: GesKR – Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Nr. 2/2014, S. 147.

<sup>27</sup> Für die Diskussion im IWF vgl. A. Narain: Two Faces of Change, in: Finance & Development, 53. Jg. (2016), Nr. 3, S. 20-21.

<sup>28</sup> Vgl. Aktualisierung der Vorschriften für Finanzinstrument-Märkte: MiFID 2; [http://ec.europa.eu/finance/securities/isd/mifid2/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/finance/securities/isd/mifid2/index_de.htm) (1.7.2016).

ihre Transparenz soll aber durch Änderungen der Vorschriften über Anlageberatung und Produktinformation verbessert werden. Damit dürfte das Konzept der Kapitalmarktunion einer Verschlechterung der Fristentransformation im Banksystem nicht entgegenstehen, so dass die systemischen Risiken bei einer Ausweitung der marktbasierter Finanzierung weiter steigen.

- Der zweite Weg besteht in der Unterstützung kollektiver und privater Altersvorsorgesysteme zur Ergänzung des staatlichen Rentensystems. Die EU-Kommission konstatiert eine Zersplitterung der privaten Altersvorsorgesysteme in der EU, so dass es keinen grenzüberschreitenden Markt gäbe, und die Kapitalmarktunion soll den Abbau unterschiedlicher nationaler Einzelregelungen forcieren. Angestrebt werden private Verträge, die angesichts der demografischen Entwicklung die staatliche Altersvorsorge ergänzen sollen. Ignoriert wird, dass Erträge privater Vorsorgeprodukte an die Volatilitäten und Krisenanfälligkeit des Finanzsystems gebunden sind. Dies macht sich bereits seit einigen Jahren bemerkbar: die Renditen aus den Abschlüssen der früheren euphorischen Jahre fallen äußerst mager aus. Demary et al. weisen plausibel darauf hin,<sup>29</sup> dass solche Konzepte auch Investitionen in eine entsprechende Schulung privater Haushalte verlangen (worüber sich der Aktionsplan ebenfalls in Schweigen ergeht), was nicht nur angesichts der Dynamik des Schattenbankwesens, sondern auch angesichts psychologischer Verhaltensweisen – wie etwa Herdenverhalten – wohl eher illusorisch ist. Asymmetrische Informationen machen somit einen perfekten Risikotransfer obsolet.

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

29 M. Demary, M. Diermeier, H. Haas, a.a.O., S. 32.

### Vermehrter Risikotransfer

Im Aktionsplan der EU-Kommission heißt es: „Verbriefungen (...) können als wichtige Risikotransferinstrumente dienen, um die Kapitaleffizienz zu verbessern und die Risikoallokation der Nachfrage anzupassen.“<sup>30</sup> Das Verbriefungsgeschäft der Banken soll durch eine neue Zertifizierung von Verbriefungen gefördert werden – den sogenannten STS-Produkten (simple, transparent, standardized), deren Standards im Rahmen einer globalen Diskussion entwickelt wurden. Dies käme der Idee nahe, Informationsasymmetrien zwischen Originatoren und Investoren zu reduzieren. Hierzu hat die Kommission 2015 einen Zusatz zu ihrer Kapitaladäquanzverordnung (Capital Requirements Regulation – CRR) vorgeschlagen, in der detaillierter die STS-Anforderungen aufgeführt sind. STS-Verbriefungen sollen einen Wettbewerbsvorteil gegenüber den übrigen Verbriefungen erhalten. Banken, die STS-Produkte erwerben, sollen weniger Eigenkapital aufbringen müssen als Banken, die sogenannte synthetische Produkte (z.B. Kreditausfallversicherungen) erwerben. Es wäre aber eine Illusion zu glauben, dass selbst bei symmetrischen Informationen ein vollständiger Risikotransfer praktisch möglich würde. Dieses grundsätzliche Problem kann auch nicht durch die obligatorische Einführung einer Zentralen Gegenpartei im Zuge der anvisierten europäischen Wertpapieraufsicht auf den entsprechenden Handelsplätzen gelöst werden. Möglicherweise erschwert der anonymisierte Handel auf diesen Handelsplätzen sogar eine akzeptable Risikokorrelation, da es ja dann noch schwerer würde, gleich informierte Parteien zu finden.

Kritisch zu beurteilen ist auch die Beschränkung des STS-Konzepts auf True-Sale-Transaktionen. Denn ausgenommen bleiben die viel komplexeren und in ihrem Risiko schwerer zu beurteilenden synthetischen Verbriefungen, die erst zu einem späteren Zeitpunkt in die Kapitalmarktunion aufgenommen werden sollen. Einer der Gründe ist der Mangel an öffentlich verfügbaren Daten zu Emission, Entwicklung und Marktpraktiken, wie die Europäische Bankenaufsicht EBA 2015 in einem Bericht feststellt.<sup>31</sup> Ein derartiger Mangel macht eine effektive Regulierung unmöglich. In das STS-Konzept ebenso wenig aufgenommen wurden andere Derivate, bei denen überhaupt keine Basisforderung vorliegen muss, und die im Wesentlichen den globalen Handel mit Wertpapieren in den letzten Jahren riskanter gemacht haben (z.B. Multi-Faktor-Indexfonds). Insgesamt bleibt fraglich, ob STS-Produkte in der Lage sind, die mit einem höheren Risiko verbunde-

30 Europäische Kommission, Aktionsplan zur Schaffung ..., a.a.O., S. 24.

31 Europäische Bankenaufsicht EBA: The EBA report on synthetic securitisation, EBA/Op/2015/26, <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/983359/EBA-Op-2015-26+EBA+report+on+synthetic+securitisation.pdf> (15.11.2016).

nen übrigen Verbriefungen aus dem Markt verdrängen zu können. Wächst der Markt insgesamt, ist auch eine Zunahme der hochriskanten Papiere nicht auszuschließen. In diesem Falle würde nicht nur das systemische Risiko erneut zunehmen, sondern auch eine destabilisierende Rückkopplung mit der realen Wirtschaft.

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

### Kapitalmarktunion versus mehr Regulierung

Das Konzept der Kapitalmarktunion steht in seinem Bemühen, das geschrumpfte Verbriefungsgeschäft wieder auszuweiten, in einem eigentümlichen Verhältnis zu den regulativen Maßnahmen, die in den vergangenen Jahren zu seiner Schrumpfung beigetragen haben, und die, zu Ende gedacht, einer weiteren Hybridisierung der Kapitalmärkte entgegenwirken könnten. Die bisher verfassten Regulierungs- und Kontrollmaßnahmen umfassen insbesondere die seit 2009 verabschiedeten Capital Requirements Directives (CRD) II, III und IV. Ihnen zufolge darf eine Zweckgesellschaft als Anleger nur noch dann Verbriefungsrisiken übernehmen, wenn die emittierende Bank einen Selbstbehalt des Risikos von mindestens 5% übernimmt. (Da der deutsche Sonderweg 10% erfordert, stellt sich die Frage, ob durch die Konvergenz der nationalen Rechtssysteme die höhere Hürde in Deutschland wieder fallen soll.) Durch die Richtlinie wurden auch die Anforderungen an die Eigenkapitalunterlegung im Handelsbuch, in dem die Kreditinstitute Positionen zur Verbriefung halten, an die höheren des Anlagenbuchs angepasst, so dass einer exzessiven Steigerung der Kredithebelung Grenzen gesetzt worden sind.

Außerdem wurde mit der CRD III eine gesonderte Kategorie der Wiederverbriefung geschaffen: Wenn ein Pool von Forderungen in Tranchen unterteilt wird und eine der zugrunde liegenden Forderungen bereits eine Verbriefungsposition ist, erfordert die neue Kategorie besondere und gegenüber einfachen Verbriefungen höhere Risikogewichte, da solche Positionen wegen ihrer Komplexität schwerer zu analysieren sind. Dieser Kategorie gehören beispielsweise Collateral Debt Obligations (CDO) an, wenn in deren Pool eine Asset Backed Security (ABS) enthalten ist. Darüber hinaus werden auch Stresstests in Bezug auf Verbriefungspositionen erforderlich (Stress-value-at-risk). Für die Tests spielt keine Rolle, wie wahrscheinlich ein Wertverlust ist, sondern wie sich ein bereits eingetretener Wertverlust auf die Überlebensfähigkeit des Investors auswirkt. Auch diese Maßnahme zielt auf eine höhere Eigenkapitalunterlegung für die Bank ab.

Im Juni 2013 wurde von den zuständigen Instanzen der EU eine Richtlinie angenommen, mit der die erhöhten Eigenkapitalanforderungen für Kreditinstitute gemäß Basel III umgesetzt werden sollen und die früheren Bankenrichtlinien (aus 2006) und die Kapitaladäquanzrichtlinie (ebenfalls aus 2006) ablösen. Von Zweckgesellschaften begebene Aktiva dürfen nur unter engen Voraussetzungen als liquide Aktiva in der Bankbilanz gelten. In Deutschland wurde die Richtlinie durch das CRD-IV-Umsetzungsgesetz vom 28.8.2013 umgesetzt.

Alle diese Maßnahmen sind Schritte in die richtige Richtung, dürften angesichts der Dynamik von Finanzmarktprozessen aber kaum ausreichen. Vier Bereiche einer effektiven Regulierung bleiben offene Positionen:

- Es gibt keine wesentlichen Fortschritte bei der Erfassung jener Finanzinstitute, die nicht der Aufsicht der Europäischen Bankenaufsicht unterstehen (Schattenbanken) und insofern gibt es bisher auch keine europaweiten Regulierungsmaßnahmen. Eine Schwierigkeit ist zweifelsohne die prekäre Datenlage nicht zuletzt vor dem Hintergrund einer riesigen Zahl verschiedener Finanzinstrumente und Institutionen.<sup>32</sup> Erst seit wenigen Jahren bemühen sich Forschungsinstitutionen um eine systematische Datenerfassung. Man fragt sich, ob die Politik wusste, was sie tat, als sie diesen Sektor vor mehr als 20 Jahren schnell liberalisierte. Hinzu kommt interessengeleiteter Widerstand selbst dort, wo gesichertes Wissen vorliegt: Während der internationale Finanzstabilitätsrat eine „Austrocknung“ wesentlicher Bereiche des Schattenbankwesens (Geldmarktfonds)

<sup>32</sup> EU-Kommission: Grünbuch Schattenbankwesen, 2012, ec.europa.eu/internal\_market/bank/docs/shadow/green-paper\_de.pdf (15.2.2016).



vorschlägt, konnten in EU-Kommission und -Parlament bisher keine harten Regeln verabschiedet werden.<sup>33</sup>

- Für synthetische Verbriefungen existieren auch Mitte 2016 keine umfassenden Standards. Die Kommission hat nur unzureichende Anstrengungen unternommen, die neuen Standards bei True-Sale-Verbriefungen auf einzelne Komponenten von synthetischen Verbriefungen zu übertragen.<sup>34</sup> Dies schafft für Originatoren neue Möglichkeiten von Arbitragegewinnen.
- Die Regulierungen des Bankensektors und des Derivatemarktes sind nur lückenhaft verzahnt, was ebenfalls Regulierungsarbitrage ermöglicht. Sinnvoll wäre die Ausdehnung des Single Supervisory Mechanism der Bankenunion auf den Verbriefungsmarkt der Schattenbanken. Dem stehen aber mögliche Interessenkonflikte zwischen Euroländern und Nicht-Euroländern entgegen. Großbritannien hatte in den Verhandlungen über die Struktur der Bankenunion eine Doppelte-Mehrheit-Abstimmungsprozedur in der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde EBA gesichert. Damit kann eine einfache Mehrheit der Nicht-Euro-Mitglieder in der EBA Entscheidungen der Euroländer verhindern.
- Der Hochfrequenzhandel ist weiterhin unbegrenzt möglich. Die Umsetzung eines Kommissionsvorschlags zur Einführung einer Finanztransaktionssteuer, die sowohl den Hochfrequenzhandel wie auch den Derivatehandel reduzieren könnte, ist seit 2011 im EU-Ministerrat im Verhandlungsprozess und allenfalls für elf Länder der Eurozone zu erwarten. Ob und in welcher Form sie letztlich kommt, ist gegenwärtig nicht abzuschätzen.

33 EU macht Rückzieher und verzichtet auf strenge Regeln für Schattenbanken, in: Deutsche Wirtschafts Nachrichten vom 27.2.2015, <https://deutsche-wirtschafts-nachrichten.de/2015/02/27/eu-macht-rueckzieher-und-verzichtet-auf-strenge-regeln-fuer-schattenbanken/> (18.11.2016).

34 Vgl. EBA, a.a.O. Synthetische Verbriefungen unterscheiden sich von True-Sales-Transaktionen dadurch, dass nicht die Forderung verbrieft wird, sondern nur das Ausfallrisiko, d.h., eine synthetische Verbriefung ist eine Versicherung gegen Gebühr (z.B. Credit Default Swaps).

Ein Verbot der ebenfalls problematischen Leerverkäufe ist kein Diskussionsgegenstand mehr.

### Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Es wurde gezeigt, wie die Liberalisierung der Kapitalmärkte weltweit und in der Europäischen Union zur Aufhebung der traditionellen Trennung zwischen bankbasierter und marktbasierter Finanzierung geführt hat. Dadurch sind hybride Kapitalmärkte entstanden, bei denen die Verflechtung zwischen den einzelnen Marktsegmenten und Institutionen die Risikoteilung verbessert. Diesen Trend zu verstärken ist das Ziel des Kommissionsvorschlags für eine Kapitalmarktunion. Indes ist die These von einem vollständigen mikroökonomischen Risikotransfer durch möglichst viele Derivate eine Illusion; eher werden die gesamtwirtschaftlichen Risiken durch eine Verschlechterung der Fristentransformation, einen unvollständigen Risikotransfer, eine Ausdehnung der Kredithebelung und neue Formen der Regulierungsarbitrage erhöht. Das Konzept zertifizierter Verbriefungen stellt keine ausreichende Systemstabilität her, weil es wesentliche Märkte – synthetische Verbriefungen und nachgelagerte Märkte – auslässt.

Der Vorschlag für eine Kapitalmarktunion steht in Konkurrenz zu dem von der EU seit 2009 beschrittenen Weg der Regulierung und Kontrolle des Bankenmarktes sowie des Verbriefungsgeschäfts. Dieser zielt eher auf eine Verstärkung regulatorischer Restriktionen als auf ihren Abbau ab. Solange der Schattenbanksektor nicht reguliert und kontrolliert werden kann, sollte das wirtschaftspolitische Ziel in Europa die volumenmäßige Beschränkung des Verbriefungshandels und nicht seine Wiederbelebung und weitere Förderung sein. Es bleibt zumindest riskant, wesentliche Komponenten des Kommissionsentwurfs bis Ende 2017 zu implementieren, wenn wichtige Finanzmarktsegmente weder statistisch erfasst noch kontrolliert und reguliert sein werden. Die Instrumente, über die nationale Regierungen noch heute verfügen, um destabilisierende Finanzströme zu verringern, sollten daher besser nicht abgeschafft werden.

#### Title: *A Critique of the Capital Markets Union*

**Abstract:** *This article examines the European Commission's proposal to establish a Capital Markets Union through facilitated market-based financing, prominently crossborder securitisation. However, facilitated securitisation might raise systemic risks through a deteriorated term transformation, imperfect risk transfer and excessive leverage. It might create a new liquidity glut completely separated from the needs of the real economy. In addition, this concept is contradictory to previous efforts to properly supervise, regulate and control the European financial markets. The essay favours a regulation and control approach combined with extensive EU reforms of the financial sector.*

**JEL Classification:** F36, G18, G38