

# Der Weg zum europäischen Finanzmarkt

*Jörn-Carsten Gottwald*

1999 beschloss die Europäische Union, durch ein ambitioniertes politisches Programm einen einheitlichen Markt für Bank-, Wertpapier- und Versicherungsdienstleistungen zu schaffen. Ein neues Verfahren zur europäischen Gesetzgebung, knapp bemessene Fristen und die intensive Einbindung von Unternehmen, Verbänden und Experten ermöglichten die erfolgreiche Umsetzung dieses „Aktionsplans Finanzdienstleistungen“. Zugleich entstanden so die Grundzüge eines einheitlichen politischen und rechtlichen Rahmens für eine europäische Finanzmarktpolitik mit weit reichenden Folgen auch für den Finanzplatz Deutschland.



Dr. habil. Jörn-Carsten  
Gottwald,  
Politikwissenschaft,  
Universität Trier

## 1. Einleitung

Die Einführung einer gemeinsamen Währung im Jahre 1999 symbolisierte die Vollendung eines einheitlichen europäischen Wirtschaftsraumes. Doch selbst die gleichzeitige Ausgabe der neuen Euromünzen und Euroscheine in zunächst 11 Mitgliedsstaaten am 1. Januar 2002 vermochte die Unzulänglichkeiten bei der Überwindung nationaler Handelshemmnisse nicht zu übertünchen. Besonders der Bereich der Bankdienstleistungen, Wertpapier- und Versicherungsgeschäfte, der doch durch eine gemeinsame Währung einen Integrationsschub erhalten sollte, präsentierte sich Ende der 1990er Jahre als ein Flickenteppich unterschiedlichster Regelungen und Vorschriften. Nachdrücklich beharrten die Mitgliedsstaaten auf den nationalen Vorrechten zur Aufsicht und Kontrolle der Finanzmärkte, so dass nur wenige Unternehmen innerhalb der EU Grenzen übergreifend ihre Dienste anboten.

Diese Situation war weder überraschend noch akzeptabel. Zwar hatten bereits die Gründungsverträge der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft von Rom 1957 den freien Handel mit Dienstleistungen einschließlich von Finanzdienstleistungen vorgesehen. Doch sprachen sie zugleich den Regierungen der Mitgliedsstaaten das Recht zu, ihre jeweiligen Finanzsysteme vor Krisen und Zusammenbrüchen zu schützen. Banken und Börsen, die eine zentrale Rolle für die

Finanzierung von Unternehmen – und im Zeitalter verschuldeter öffentlicher Haushalte auch für staatliche Budgets – besitzen, galten als zu sensibel, um ihre Kontrolle nach Brüssel zu verlagern.

Bis Ende der 1990er Jahre fanden nur wenige Initiativen zur europäischen Vereinheitlichung rechtlicher Rahmenbedingungen und einer effektiven Koordination der Banken- und Wertpapieraufsicht ihren Weg durch das Dickicht aus nationalen Interessen und unternehmerischem Lobbying. Erst 1998 gelang der Europäischen Kommission mit einem in enger Abstimmung mit Unternehmen entwickelten und 1999 von den Mitgliedsstaaten verabschiedeten Aktionsplan Finanzdienstleistungen ein erster Durchbruch. Zentrale Gesetzeslücken wurden geschlossen, die traditionell langwierigen europäischen Entscheidungswege durch ein verkürztes Regelungsverfahren deutlich verkürzt. Die Gründung neuer Regulierungs- und Beratungsausschüsse schließlich legten den Grundstein für den Aufbau einer einheitlichen europäischen Finanzmarktregulierung. Das politische Projekt der Integration der europäischen Finanzmärkte hat – von einer breiteren Öffentlichkeit kaum beachtet – erheblich an Fahrt gewonnen.

## 2. Der Aufbruch aus der nationalen Finanzmarktpolitik

Bis in die 1990er Jahre hinein entwickelten sich die wichtigsten Finanzmärkte in Europa höchst unterschiedlich (vgl. Lütz 2002; Busch 2003). Während Großbritannien bei der staatlichen Aufsicht über die Geschäfte der City of London bis in die 1980er Jahre hinein auf die Mechanismen der informellen Selbstkontrolle im so genannten „Gentleman-Kapitalismus“ (Augar 2001) setzte, griff etwa die französische Regierung zum selben Zeitpunkt noch auf das traditionelle Mittel der Verstaatlichung zurück. In der Bundesrepublik wiederum stand die „Deutschland AG“ als Ausdruck der engen Beziehungen zwischen Staat, Banken und Unternehmen in voller Blüte. Während in Großbritannien der Wertpapierhandel eine zentrale Rolle einnahm, basierten etwa das französische und das deutsche Finanzsystem auf großen Universalbanken, die sowohl Privatkundengeschäfte abwickelten als auch die Finanzierung von Unternehmen organisierten. Während Großbritanniens Reformen 1983 und 1986 die City of London für ausländische Banken öffneten, zielten die französische und die deutsche Politik vor allem auf den Schutz der wichtigsten Unternehmen. Dem Vertrauen auf die positiven Auswirkungen international offener, allerdings staatlich überwachter Märkte in London stand in Paris und Berlin eine deutlich skeptischere Sichtweise gegenüber: In beiden Staaten hatten sich enge Beziehungen zwischen Banken und Industrieunternehmen entwickelt, der Handel in Aktien und Unternehmensanleihen blieb hingegen schwach. Anstatt die aus Kursveränderungen an den Börsen resultierenden Chancen zur individuellen Vermögensbildung zu betonen, setzten die beiden Kontinentalmächte in ihrer Finanzmarktpolitik vor allem auf den Schutz und Ausschluss der Bürger von diesem risikoreichen Feld.

Diese nationalen Unterschiede führten zu scharfen Konflikten auf europäischer Ebene. Wichtige Entscheidungen konnten meist erst nach langwierigen Verhandlungen zwischen den eher marktorientierten Staaten des „Old Boys’

Club“ unter der Führung Großbritanniens und den eher auf staatliche Kontrolle zielenden Regierungen des „Club Med“ unter der Führung Frankreichs getroffen werden. Derartige Kompromisse führten bei zentralen Vorhaben wie der ersten Finanzdienstleistungsrichtlinie von 1993 zu teilweise widersprüchlichen Regelungen. Dem erklärten Ziel, den bereits in den Gründungsverträgen der EG von 1957 in Rom anvisierten freien Markt für Dienstleistungen zu verwirklichen, kam man so kaum näher.

Mit der Einführung des Euro und der Verwirklichung eines gemeinsamen Wirtschaftsraumes in den 1990er Jahren rückte diese Problematik immer drängender auf die politische Agenda. Vor allem der Wertpapierbereich präsentierte sich Ende der 1990er Jahre als Torso. Verschiedene Studien belegten eindrucksvoll die unterschiedlichen Marktstrukturen und die verschiedenen Regulierungsregime, die auf nationaler Ebene der Verwirklichung eines Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen im Wege standen (Ausschuss der Weisen 2001a; Kommission der Europäischen Gemeinschaften 2003). Der eklatante Widerspruch zwischen dem Postulat eines europäischen Binnenmarktes und der tristen Realität im Privatkundengeschäft der europäischen Finanzdienstleister traf vor allem die Kommission mit voller Härte. Während sie in Vorträgen vor Finanzunternehmen die Fortschritte bei der Wirtschaftsintegration pries, klagten die anwesenden Unternehmensvertreter über das Fortbestehen von Handelshemmnissen.

### Programmatische Gemeinschaftsinitiative von Kommission und Unternehmen

Die Beschwerden wichtiger Unternehmen fanden 1998 ein offenes Ohr bei Mitarbeitern der Europäischen Kommission unter ihrem damaligen Präsidenten Jacques Santer. In einer privaten Initiative luden Angehörige der Brüsseler Kommission etwa zwanzig Vertreter der wichtigsten Finanzdienstleister der europäischen Finanzzentren zu informellen Beratungen über den Zustand und die Entwicklungsperspektiven des europäischen Finanzmarktes. Bewusst setzten die Beamten der Kommission auf Repräsentanten der Unternehmen aus der Ebene direkt unterhalb der absoluten Führungsspitze – mächtig genug, um wichtige Entscheidungen intern einzuleiten, aber gleichzeitig noch mit den konkreten Bedingungen des operativen Geschäfts in Europa bestens vertraut. Diese Strategie zeitigte frühen Erfolg: Rasch war man sich einig, dass eine Reihe politischer Maßnahmen entscheidende Fortschritte bei der Verwirklichung eines europäischen Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen ermöglichen könnte und dass 1998/1999 günstige Rahmenbedingungen herrschten, um den entscheidenden politischen Anstoß zu geben.

Nach einer intensiven internen Aussprache band man die Kommission offiziell ein, die die Empfehlungen der privaten Expertenrunde übernahm und sie 1998 als Mitteilung der Kommission „Finanzdienstleistungen: Abstecken eines Aktionsrahmens“ dem Ministerrat für Wirtschaft und Finanzen (ECOFIN) vorlegte. Die Finanzminister setzten eine neue Arbeitsgruppe aus Repräsentanten der nationalen Ministerien ein, die so genannte „Financial Services Policy

Group“, die mit Unterstützung von Beamten der Kommission aus den Vorschlägen des Aktionsplans einen konkreten Rahmenplan für dessen Umsetzung entwickelten (s.a. Kern 2002).<sup>1</sup> 42 Einzelmaßnahmen fanden Aufnahme, wobei jeder einzelnen Maßnahme eine konkrete knapp bemessene Frist zur Umsetzung zugewiesen wurde. Allen Beteiligten war klar, dass dieser ehrgeizige Zeitplan nur dann zu halten sein würde, wenn eine der zentralen Forderungen der Privatrunde aus Marktteilnehmern und Angehörigen der Kommission erfüllt werden würde: die Einführung eines neuen, beschleunigten Gesetzgebungsverfahrens für die Regulierung des Finanzmarktes.

### Der Ausschuss der Weisen unter Alexandre de Lamfalussy

Erneut griff man auf die Expertise externer Fachleute zurück: Der Ministerrat erteilte am 17. Juli 2000 einem siebenköpfigen Gremium unter dem Vorsitz des erfahrenen belgischen Bankiers *Alexandre de Lamfalussy* den Auftrag, innerhalb des gesetzlichen Rahmens der europäischen Verträge einen konkreten Vorschlag für ein beschleunigtes Regelungsverfahren im Wertpapierbereich zu entwickeln. Auf deutscher Seite wurde der Chefökonom der Deutschen Bank AG, Norbert *Walter*, in dieses Gremium berufen. Der Ausschuss der Weisen legte im November 2000 einen viel diskutierten Zwischen- und schließlich im Februar 2001 seinen Abschlussbericht vor (Ausschuss der Weisen 2000, 2001). Die grundsätzliche Idee eines vierstufigen arbeitsteiligen Verfahrens mit einer formalisierten Einbindung von Experten und Beteiligten fand breite Zustimmung. Dies erforderte die Einsetzung von zwei neuen Ausschüssen, einem Regulierungsausschuss, bestehend aus Vertretern der Finanzministerien (*European Securities Committee*, ESC), und einem unabhängigen Beratungsausschuss, gebildet aus Repräsentanten der nationalen Wertpapieraufsichtsbehörden (*Committee of European Securities Regulators*, CESR, s.u.).

Auf der ersten Stufe des neuen Gesetzgebungsverfahrens sollten Rat und EP auf Vorlage der Kommission im etablierten Mitentscheidungsverfahren von Ministerrat und Parlament die Rahmenprinzipien für eine neue Regelung bestimmen (vgl. Frach 2005). Ferner sollte festgelegt werden, in welchem Umfang die Kommission in Zusammenarbeit mit den neuen Ausschüssen auf der zweiten und dritten Ebene die „technischen“ Durchführungsbestimmungen festlegen und die Implementation koordinieren dürfte. Auf der vierten Stufe schließlich sollte die Kommission mit Hilfe von CESR die Umsetzung in den Mitgliedsstaaten kontrollieren und sanktionieren.

Diese Aufteilung der Entscheidungsfindung in einen allgemeinen Teil, der im Mitentscheidungsverfahren gleichberechtigt von Ministerrat und Europäischem Parlament auf Vorlage der Kommission bestimmt wird, und in einen zweiten Teil, bei dem die Festlegung technischer Durchführungsbestimmungen der Kommission in Zusammenarbeit mit einem so genannten aus Vertretern der Mitgliedsstaaten zusammengesetzten „Komitologie-Ausschuss“ übertragen wird, ist in der EU weit verbreitet. Dennoch widersetzten sich zunächst wichtige Mitgliedsstaaten wie auch das EP der Einführung des Lamfalussy-Verfahrens, weil sie der Kommission nicht zu viel Macht bei der Festlegung der Durchfüh-

rungsbestimmungen zubilligen wollten. Der Konflikt um die Stellung der Mitgliedsstaaten konnte rasch entschärft werden. Die Kommission erklärte, keine Entscheidungen zu fällen, die Mehrheitspositionen im Rat widersprüchen. Auf dieser Grundlage stimmte der Rat von Stockholm am 23./24. März 2001 dem Lamfalussy-Verfahren zu.

Wesentlich schwieriger gestaltet sich bis in die Gegenwart hinein die Suche nach einem dauerhaften Kompromiss mit den europäischen Parlamentariern. Nach dem Bekanntwerden der vom Parlament generell unterstützten Vorschläge des Rats der Weisen strebten die Verhandlungsführer des EP an, seine überaus schwachen Anhörungs- und Informationsrechte auf der Ebene der Festlegung der technischen Durchführungsbestimmungen (Ebene 2) deutlich zu verbessern. Es kam daher zu erbitterten Auseinandersetzungen zwischen dem Ministerrat, dem Parlament und der Kommission. Mitglieder des EP forderten energisch bessere Kontroll- und Mitgestaltungsmöglichkeiten auf der Ebene 2, vor allem jedoch das Recht, einzelne Regelungen widerrufen zu können. Schließlich einigte man sich darauf, eine endgültige Lösung erst nach der Verabschiedung eines Verfassungsvertrages für die EU anzustreben. Hier sicherte die Kommission dem EP ihre Unterstützung bei dem Bestreben zu, gleiche Rechte wie der Ministerrat zu erhalten. Zudem erklärte der damalige Kommissionspräsident Romano Prodi vor dem EP, die Volksvertreter auf Ebene 2 umfassend und kontinuierlich zu informieren sowie ihnen ausreichend Zeit zur Prüfung aller Entscheidungen einzuräumen. Zudem wurde vereinbart, das Verfahren insgesamt nach sechs Jahren einer umfassenden Evaluation zu unterziehen.

### 3. Marktgestaltung durch Regulierungsnetzwerke

Die Einführung des Lamfalussy-Verfahrens schuf die Voraussetzung für die Schaffung eines funktionierenden Rechtsrahmens für einen echten europäischen Finanzmarkt. Zwar bleibt die Aufsicht über Banken, Versicherer und Wertpapierhandel formal in den Händen der Regierungen und Aufsichtsorgane der Mitgliedsstaaten. Das neu entstandene Regulierungsnetzwerk um die Brüsseler Knotenpunkte Kommission, ESC und CESR erhöht jedoch den Druck auf die Regierungen, durch eine rasche und einheitliche Umsetzung der europäischen Beschlüsse einen fairen Wettbewerb zwischen in- und ausländischen Anbietern und Kunden zu ermöglichen. Quasi durch die Hintertür sollen die traditionellen nationalen Charakteristika nicht auf einen Schlag abgeschafft werden, sondern allmählich abgeschliffen werden, so dass mittel- bis langfristig trotz Unterschieden in den Marktstrukturen und Regulierungsphilosophien einheitliche Geschäftsbedingungen entstehen können. Aus Sicht der Kommission dient das neue Netzwerk zusätzlich dazu, ihren Einfluss auf die Mitgliedsstaaten und deren Politiken zu stärken.

**Quasi durch die Hintertür sollen die traditionellen nationalen Charakteristika nicht auf einen Schlag abgeschafft werden, sondern allmählich abgeschliffen werden**

**Der Europäische Wertpapierausschuss (European Securities Committee, ESC)**

- Regulierungsausschuss nach Art. 202 EGV;
- Zusammengesetzt aus Vertretern der nationalen Wirtschafts- oder Finanzministerien, meist Ministerialbeamte im Rang eines Staatssekretärs, ernannt von den Mitgliedsstaaten;
- Vorsitz liegt bei der Kommission;
- Zentrale Aufgaben im Lamfalussy-Verfahren:
- auf Ebene 1 (Rahmengesetzgebung) sowie in generellem Fragen der Wertpapiermarktgestaltung unterstützt er als Beratungsgremium die Kommission;
- auf Ebene 2 (technische Durchführungsbestimmungen) wirkt er als Regulierungsausschuss mit;
- er berät die Kommission explizit bei der Erteilung eines Mandates an CESR zur Durchführung von Konsultationsverfahren und zur Formulierung von Entwürfen (Ausschuss der Weisen 2001:29).
- Das Ausmaß seiner Kompetenzen als Regulierungsausschuss muss jedes Mal auf Ebene 1 klar definiert werden;
- Komplizierter Entscheidungsweg: Stimmt er auf Ebene 2 einem Entwurf der Kommission zu, kann dieser sofort umgesetzt werden; lehnt er ihn ab oder kommt es nicht innerhalb der vorgegebenen Frist zu einer Entscheidung, geht der Entwurf an den Ministerrat und gegebenenfalls an die Kommission zurück. Dieser steht es dann frei, dem Ministerrat denselben Entwurf erneut oder einen überarbeiteten Entwurf vorzulegen oder das Vorhaben zurückzuziehen und stattdessen einen Richtlinienentwurf im üblichen Mitentscheidungsverfahren einzubringen. Trifft der Ministerrat innerhalb der vorgegebenen Frist keine Entscheidung, darf die Kommission die Umsetzung ihrer Vorlage einleiten.

Mit ihrem Vorschlag für die Zusammensetzung des ESC hofften die Experten um *Lamfalussy*, durch die enge Zusammenarbeit von Ministerialbeamten die Entstehung eines *esprit de corps* als Gegengewicht zu nationalen Egoismen stimulieren zu können. Ähnlich wie der Ausschuss der Aufsichtsbehörden (CESR, s. Kasten) sollten die engeren persönlichen Kontakte bestehende Defizite in der grenzübergreifenden Kooperation beheben helfen.

**Der Ausschuss der europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden (Committee of European Securities Regulators, CESR)**

- 2001 ins Leben gerufenes, unabhängiges Beratungsgremium für Kommission und ESC;
- Nachfolger der erst 1997 mit Unterstützung der Kommission gegründeten Federation of European Securities Commissions, FESCO;
- führt Vertreter der nationalen Aufsichtsbehörden zusammen (z.B. der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFIN, oder der britischen Financial Services Authority, FSA);
- Wahl eines Vorsitzenden aus den eigenen Reihen; eigenes Sekretariat in Paris; Betonung der Distanz zur Kommission in Brüssel;
- keine Rechenschaftspflicht gegenüber Kommission und EP;
- wirkt als zentrales Scharnier zwischen europäischer Entscheidungsfindung und Interessen von Marktteilnehmern;
- wichtigste Funktionen: Verbesserung der Zusammenarbeit zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden, Beratung der EU-Kommission, Mitarbeit bei der Verbesserung der einheitlichen und termingerechten Umsetzung europäischer Gesetzgebung in den Mitgliedsstaaten (CESR 2004).
- auf Ebene 2 des Lamfalussy-Verfahrens Beratung der Kommission und Koordination der Einbindung der Marktteilnehmer in die Entscheidungsfindung;

- auf Ebene 3 Koordination der nationalen Umsetzung Beschlüsse der Ebenen 1 und 2; Zusammenkunft genau jener Mitarbeiter der nationalen Aufsichtsorgane, die mit der konkreten Umsetzung betraut sind;
- Entscheidungsfindung mit qualifizierter Mehrheit; die Positionen der unterlegenen Minderheit werden öffentlich zugänglich gemacht;
- festgelegte Konsultationsverfahren zur möglichst frühen Einbindung von Marktteilnehmern, Konsumenten und Endverbrauchern.

## Das neue Regulierungsnetzwerk

Das Lamfalussy-Verfahren zeigt deutlich das Bemühen, Fachvertreter der nationalen Ministerien, die Angehörigen der nationalen Aufsichtsbehörden und vor allem Unternehmen und Privatkunden besser in die europäische Regulierung einzubinden. Von besonderer Bedeutung sind hier die formalisierten Konsultationsverfahren, die CESR teils auf eigene Initiative hin, teils im Auftrag der Kommission durchführt. Die akribische Dokumentation dieser Prozesse im Internet soll garantieren, dass das neue Entscheidungsverfahren möglichst transparent und praxisnah abläuft. Die starke Rolle von Experten und Praktikern soll ein Gegengewicht zum Prozess der Marktschaffung durch politisch-administrative Akte bilden. Für die Zusammenarbeit der Kommission mit ihren neuen Ausschüssen, aber auch für die Kooperation zwischen Regulierungsbehörden und zwischen staatlichen und privaten Akteuren insgesamt wurden deshalb detaillierte Vorgaben erlassen und ausführliche Evaluierungsverfahren beschlossen. Dabei übernehmen Gruppen von externen Fachleuten die Aufgabe, in regelmäßigen Abständen etwa die Umsetzung des FSAP, das Funktionieren des Lamfalussy-Verfahrens oder die Arbeit der einzelnen Ausschüsse und ihrer Arbeitsgruppen zu überprüfen und öffentlich zu bewerten. Die „Marktgestaltung von oben“ soll so durch eine dichte „Kontrolle von unten“ ergänzt werden. Hier werden Aufgaben, die in den Nationalstaaten gewöhnlich von den gewählten Volksvertretern bei der Überwachung der Arbeit der Exekutiven wahrgenommen werden, in die Hände gesellschaftlicher Gruppen gelegt. Doch was auf den ersten Blick wie eine elegante Lösung für das Problem der begrenzten Kompetenzen des Europäischen Parlaments erscheint, erweist sich bei genauerer Betrachtung als einseitige Marktorientierung: Konsultationen und Evaluationen werden von Vertretern der Unternehmenswelt dominiert. Zwar bestehen auch zwischen den Vertretern der Industrie erhebliche Meinungsunterschiede; doch dominieren damit Interessengegensätze zwischen Finanzunternehmen die Konsultationsverfahren.

Vertreter von Privatkunden spielen in dem neuen Netzwerk nur eine geringe Rolle. Allein schon die Komplexität der verhandelten Fragen und die schiere Flut an diskutierten Maßnahmen überfordern die häufig äußerst ressourcenschwachen Verbraucherschützer und begünstigen die großen Unternehmen und Industrieverbände. Den Vertretern der kleinen Privatkunden dennoch mehr Gewicht zu verschaffen, führt CESR gar regelmäßige „Verbrauchertage“ durch,

**Doch was auf den ersten Blick wie eine elegante Lösung für das Problem der begrenzten Kompetenzen des Europäischen Parlaments erscheint, erweist sich bei genauerer Betrachtung als einseitige Marktorientierung**

um in speziellen Treffen mit Verbraucherschützern deren Belange besser verstehen und berücksichtigen zu können.

### Machtverschiebungen in der europäischen Finanzmarktpolitik

Die stärkere Rückbindung der europäischen Entscheidungsfindung in der Finanzmarktregulierung bewirkte somit auch eine Machtverschiebung zwischen den Organen der EU sowie zwischen staatlichen und privaten Akteuren. Das Expertengremium um Lamfalussy hatte ja gezielt eine Verlagerung der Kompetenzen weg von *der* Politik und hin zu vermeintlich neutralen Experten angestrebt. Mit der Ausdehnung des Lamfalussy-Verfahrens auf den Bereich der Banken und der Versicherungen 2004 dürfen sich neben der Kommission nun vor allem die Aufsichtsbehörden, aber auch Unternehmen und Experten als Gewinner der jüngsten Reformen fühlen.

Um die tatsächliche Neujustierung der Gewichte im Brüsseler Machtspiel zu verstehen, muss man die Betrachtung der formalen Änderungen um das Studium

**Um die tatsächliche Neujustierung der Gewichte im Brüsseler Machtspiel zu verstehen, muss man die Betrachtung der formalen Änderungen um das Studium der informellen Neuerungen ergänzen**

der informellen Neuerungen ergänzen. Dies gilt im Besonderen für die Ausschüsse der Aufsichtsbehörden wie CESR: Formal ist CESR ein beratendes und koordinierendes Gremium, ein Zuarbeiter für Kommission und ESC. Doch lösen sich die nationalen Behörden wie die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFIN) oder die britische *Financial Services Authority* (FSA) durch ihre enge Kooperation im Ausschuss der Wertpapieraufsichtsbehörden aus der formal klaren Beaufsichtigung durch die nationalen Ministerien und Parlamente. Sie können nun offen die europäische und die nationale Ebene gegeneinander ausspielen und von ihrer wichtigsten Ressource, nämlich ihrem

überragenden Fachwissen in Bezug auf die Durchsetzung neuer Regelungen, Gebrauch machen.

Der Kommission ist es gelungen, ihre Kompetenzen und ihre Handlungsmöglichkeiten im Bereich der Finanzmarktregulierung auszubauen. Die Art und Weise, wie Mitarbeiter der Kommission in enger Zusammenarbeit mit Unternehmen den Reformprozess auslösen und maßgebliche inhaltliche Leitplanken zu setzen verstanden, unterstreicht die Gestaltungsmacht der Brüsseler Behörde. Die Verpflichtung auf eine weit reichende Einbindung von Marktakteuren und auf ein möglichst hohes Maß an Transparenz setzt ihrem Gestaltungsspielraum jedoch neue Grenzen: Die Entscheidung der Kommission, bei einigen Richtlinien *nicht* vollständig auf die Empfehlungen der Experten zurückzugreifen, hat ihr erhebliche Kritik eingebracht. Auch hat sie sich mit der Bereitschaft, das Lamfalussy-Verfahren insgesamt evaluieren zu lassen, einem allzu eigenmächtigen Gebrauch ihrer Kompetenzen selbst einen Riegel vorgeschoben. Dennoch: Trotz der Selbstverpflichtung von Kommission und Rat, das EP umgehend zu informieren und ihm das Recht zur Rücknahme des Verfahrens zuzusprechen, haben die Vertreter der europäischen Parteien eindeutig an Macht und Bedeutung verloren, auch wenn die Kommission aus strategischen Gründen nicht müde wird, die Position des EPs als maßgebliche Stärkung zu verklären.

Die neuen Konsultationsverfahren stärken die Position von Marktteilnehmern. Kommission und CESR setzen zunehmend auf Repräsentanten einzelner Unternehmen. Die Position der europäischen Finanzmarktverbände gerät so unter Druck, zumal wenn sie als Dachorganisationen nationaler Verbände verfasst und sektoral ausgerichtet sind. Wer dann nicht über eine starke Repräsentanz in Brüssel verfügt, die im Zweifel eine Stellungnahme vor den langwierigen Abstimmungsprozessen mit den nationalen Mitgliedern formulieren kann, sieht seinen Einfluss angesichts der Vielzahl der Stellungnahmen und der häufig kurz bemessenen Fristen schwinden. Da die Zahl jener Unternehmen stetig steigt, die innerhalb Europas an mehreren Finanzplätzen gleichermaßen tätig sind, wird es auch für die Vertreter nationaler Finanzzentren zunehmend kompliziert, klare Positionen zu definieren.

Durch die Veröffentlichung aller wichtigen Informationen, Schritte und Stellungnahmen im Internet hat die EU zwar formal ein faires Spielfeld für alle interessierten Marktakteure geschaffen, doch reichen gerechte Regeln alleine nicht aus, um wirklich einen annähernd ausgeglichenen Wettbewerb der Interessen zu ermöglichen. Die schiere Flut der europäischen Initiativen sowie die damit einhergehende Menge der zu verarbeitenden abgegebenen Stellungnahmen übersteigt die Möglichkeiten der weitaus meisten Gruppen und Unternehmen. Nur wenige große Unternehmen können es sich leisten, auf allen für sie wichtigen Schauplätzen gleichermaßen aktiv zu sein. Viele kleinere Firmen müssen sich auf wenige zentrale Punkte beschränken und laufen so Gefahr, Regelungen, die in anderem Zusammenhang getroffen werden und die erhebliche Rückwirkung auf die eigenen Belange entfalten können, zu verpassen.

**Letztlich profitieren vor allem große Unternehmen von der Formalisierung der Konsultationsverfahren**

So führt die Formalisierung und Öffnung der Konsultationsverfahren paradoxerweise auch zu einer Betonung der Rolle individueller Akteure und persönlicher Beziehungen. Den Mitarbeitern der Kommission oder CESRs bleibt häufig gar keine andere Möglichkeit, als sich im Zweifel doch vor allem auf die Stellungnahme etablierter und geschätzter Persönlichkeiten zu konzentrieren, auch wenn das ihrem Anspruch, die vorgebrachten Standpunkte allein anhand der inhaltlichen Qualität und der Bedeutung der vertretenen Organisationen zu werten, widerspricht. Dem bisherigen informellen Lobbying die Todsglocken zu läuten, wäre daher in jedem Fall verfrüht.

## Auswirkungen auf die Mitgliedsstaaten

Diese Machtverschiebungen auf der europäischen Ebene besitzen natürlich erhebliche Auswirkungen auf die einzelnen Mitgliedsstaaten. Einerseits müssen die Regierungen der Mitgliedsstaaten angesichts der Flut an europäischen Regelungen nun sehr viel stärker als zuvor als Interessenvertreter in Brüssel auftreten und können nur noch wenig in nationaler Eigenregie regeln. Die Verlagerung der wichtigsten Entscheidungen auf die europäische Ebene reduziert die heimischen Institutionen in ihrer Wirkung auf die Vertretung „nationaler“ bzw. „national-sektoraler“ Interessen bei der EU und auf die Umsetzung der europäi-

schen Beschlüsse in den nationalen Finanzmärkten. Andererseits profitieren die Regierungen von ihrer Position im Lamfalussy-Verfahren, da sie nun an Bedeutung als Lobbyisten für nationale Interessengruppen weiter gewinnen. Die Regierungen werden so nicht nur zu Adressaten intensiver Verbandstätigkeit der inländischen Gruppen und Unternehmen, sondern auch ausländischer Interessengruppen, sowohl über direkte Unternehmenskontakte als auch etwa über spezielle Organisationen wie den Verband der Auslandsbanken in Deutschland.

Damit bewirkt die Etablierung des neuen europäischen Rahmens für Finanzmarktpolitik eine komplexe Neujustierung der Verflechtungen von Regierungen, Aufsichtsbehörden, Börsen und Banken auf nationaler Ebene.

#### 4. Europäisierung nationaler Finanzzentren: Die Entflechtung der Deutschland AG

Die europäischen Reformen haben den Wandel in den europäischen Finanzzentren erheblich beschleunigt. Dies gilt besonders für die engen Interessengeflechte der „Deutschland AG“ (Gottwald 2005). Die personale wie finanzielle Nähe der großen Banken zu Industrieunternehmen sowie zu Entscheidungsträgern in Bund und Ländern erlaubte eine geräuscharme Koordination von Politik und Wirtschaft. Die „Hausbanken“ der großen Industrieunternehmen hielten durch Überkreuzbeteiligungen, gegenseitige Präsenz im Aufsichtsrat und die Bereitschaft zur langfristigen strategischen Planung ausländische Konkurrenz auf Abstand (vgl. Busch 2003:98ff).

Der Prozess der Entflechtung der Deutschland AG setzte in den 1980er ein, gewann in den 1990er Jahren an Geschwindigkeit und erreichte unter der Regierung Gerhard Schröders ihren ersten Höhepunkt. Zentrale Unternehmen wie die Deutsche Bank oder die Allianz haben ihre Aktienbeteiligungen an maßgeblichen Industrieunternehmen erheblich reduziert (ausführlich Beyer 2002). Die „mythische“ Nähe der Hausbanken zu ihren Unternehmen fällt zunehmend dem Konkurrenzdruck ausländischer Finanzinstitute zum Opfer. Das Ende der öffentlichen Garantien für Sparkassen und Landesbanken fordert von den für die deutsche Wirtschaft so wichtigen mittelständischen Unternehmen eine grundlegende Neuorganisation ihrer Finanzierung. Selbst die Tradition der engen persönlichen Verflechtung durch die gegenseitige Berufung der Spitzenmanager in die Kontrollgremien der Unternehmen, die Aufsichtsräte, ist in die öffentliche Kritik geraten.

##### Fortschreitende Entflechtung

Die fortschreitende finanzielle Entflechtung der deutschen Finanzinstitute und industriellen Großunternehmen hat bereits erste spektakuläre Folgen nach sich gezogen. Die seit ihrer Umwandlung in ein börsennotiertes Unternehmen international erfolgreich agierende Deutsche Börse AG hat exemplarisch den Wandel der Deutschland AG vorgelebt. Die Deutsche Börse AG ging aus dem ehemaligen privat-öffentlichen Kartell der Betreiber der Frankfurter Wertpapierbör-

se hervor, deren Funktionieren die Deutsche Börse AG noch heute im öffentlichen Auftrag gewährleistet. Spektakuläre Zukäufe von Unternehmen, die wichtige Dienstleistungen für die Abwicklung von Börsengeschäften anbieten, und das erfolgreiche Angebot neuer Handelsplattformen haben die Deutsche Börse AG zu einem der mächtigsten Anbieter von Wertpapiergeschäften in Europa gemacht. Sie steht in doppelter Hinsicht in direktem Wettbewerb etwa mit der London Stock Exchange (LSE), und der französisch-belgisch-niederländisch-portugiesischen Euronext SA. Zum einen konkurrieren hier Unternehmen um Marktanteile bei dem Angebot und der Durchführung von Handel in Wertpapieren und damit verbundenen Dienstleistungen; zum anderen verkörpern sie aller Internationalität ihrer Geschäfte zum Trotz noch nationale Champions, deren Erfolg für die Existenz der Finanzzentren London, Paris oder eben Frankfurt am Main existentielle Bedeutung besitzen. Der Kampf um eine Übernahme der Londoner Börse besitzt deshalb eine erheblich politische Dimension.

Zugleich belegte das vorläufige Scheitern des jüngsten Übernahmeversuchs der Londoner Börse durch die Deutsche Börse AG die geänderten Spielregeln am Finanzplatz Deutschland. Ausländische Großinvestoren blockierten erfolgreich den Expansionskurs der Unternehmensführung und setzten stattdessen eine höhere Ausschüttung der Unternehmensgewinne an die Anteilseigner durch. Sie profitierten hierbei nicht nur von der Marktöffnung der Deutschland AG, sondern auch von Sonderregelungen des deutschen Unternehmensrechts etwa in Bezug auf die Stimmabgabe und Entscheidungsfindung auf den Aktionärsversammlungen. Der Sturz des Vorstands- und des Aufsichtsratsvorsitzenden der Deutschen Börse AG durch den Widerstand der ausländischen Großaktionäre erregte erhebliche öffentliche Aufmerksamkeit. Zusammen mit der Debatte über die ethische Vertretbarkeit des Stellenabbaus angesichts von Rekordgewinnen der Deutschen Bank AG wurde die Europäisierung des Finanzplatzes Deutschland so zum ersten Mal Gegenstand einer öffentlichen Debatte über den engen Kreis der Finanzmarktexperten hinaus.

## 5. Perspektiven und Probleme der politischen Gestaltung eines europäischen Finanzmarktes

Das politische Projekt der Verwirklichung eines europäischen Finanzmarktes per Regulierungsreform hat bereits nach wenigen Jahren einen weitgehend einheitlichen Rahmen für Anbieter und Kunden von Finanzdienstleistungen geschaffen. Dies ist vor dem Hintergrund der oft schwerfälligen und langwierigen europäischen Regelsetzung einerseits und der anhaltenden Debatte über die Zukunft des Regierens im Zeitalter der Globalisierung andererseits in mehrfacher Hinsicht bemerkenswert.

Die Art und Weise, wie Mitarbeiter der Europäischen Kommission in Abstimmung mit Managern großer Finanzunternehmen ein konkretes Reformprogramm entwickelten und dies geschickt auf die Agenda der EU setzten, unterstreicht die Gestaltungsmöglichkeiten der europäischen Politik. Gerade im Finanzmarktbereich, der so „globalisiert“ und „transnationalisiert“ erscheint, dass

er häufig als Paradebeispiel für die Macht entfesselter Märkte über demokratische Regelsetzung (archetypisch Beck 2002) angeführt wird, zeigt sich die Schlüsselstellung von Regierungen und politischen Organisationen, um die notwendigen Regeln festlegen zu können. Zentrale neue Regelungen wie die neue Wertpapierdienstleistungs- oder die Transparenz- und Marktmissbrauchsrichtlinie verdeutlichen, dass die europäischen Finanzmarktreformen keineswegs eine bloße Deregulierung im Sinne einer Aufgabe nationaler Schutzrechte bedeutet. Gerade die deutschen Verbraucher profitieren von deutlichen Verbesserungen, etwa der Informations- und Haftungspflichten. Die europäische Reformagenda ist dabei umso erstaunlicher, als ihre Umsetzung auf einer Neuverteilung politischer Macht beruht. Während sich die Kommission, die Regierungen der Mitgliedsstaaten und große Unternehmen als Gewinner der neuen Regulierungspolitik fühlen dürfen, hat der Einfluss der Parlamente, aber auch der klassischen Verbände abgenommen.

Gleichwohl hat das politische Projekt der Marktschaffung den Aufstieg einer technokratischen Expertokratie, einer „Regulocracy“ (David Levi-Faur), beschleunigt, des wahren Profiteurs des neuen Regulierungsstaates. Die politische Festlegung der Spielregeln für den europäischen Finanzmarkt erfolgt nur noch zum Teil in den klassischen Arenen der Entscheidungsfindung, sondern wurde zu einem wichtigen Teil in Gremien verlagert, die nur indirekt einer öffentlichen Kontrolle unterliegen. Das Lamfalussy-Verfahren zur beschleunigten Regelsetzung hat die formale Transparenz deutlich verbessert; als Allheilmittel für demokratische Partizipation taugt es jedoch kaum. Die großen Fortschritte auf dem Weg zu einem einheitlichen Finanzmarkt haben bislang trotz ihrer überragenden Bedeutung für die volkswirtschaftliche Entwicklung und die politischen Gestaltungsmöglichkeiten noch keinen Weg aus dem Schatten der öffentlichen Wahrnehmung gefunden.

## Anmerkungen

- 1 „Finanzdienstleistungen: Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan“, KOM(1999)232, 11.05.99.

## Literatur

- Augar, Philip (2001), *The Death of Gentlemanly Capitalism. The Controversial Bestseller on the City's Big Sellout*. London: Penguin Books.
- Ausschuss der Weisen (2000), *Erster Bericht des Ausschusses der Weisen über die Reglementierung der europäischen Wertpapiermärkte*. Brüssel, den 9.11.2000.
- Ausschuss der Weisen (2001), *Abschlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Reglementierung der europäischen Wertpapiermärkte*. Brüssel, 15. Februar 2001.
- Beck, Ulrich (2002), *Macht und Gegenmacht im globalen Zeitalter*. Neue politische Ökonomie. Frankfurt/Main: Suhrkamp.
- Busch, Andreas (2003), *Staat und Globalisierung. Das Politikfeld Bankenregulierung im internationalen Vergleich*. Wiesbaden: Westdeutscher Verlag.

- Czada, Roland/Susanne Lütz (2003), Einleitung – Probleme, Institutionen und Relevanz regulatorischer Politik, in Roland Czada/Susanne Lütz/ Stefan Mette (Hg.), Regulative Politik. Zähmung von Markt und Technik. Opladen: Leske+Budrich. S.13-34.
- CESR (2004), CESR in short. Unter [www.cesr-eu.org/static/contentu\\_cesrinshort.php](http://www.cesr-eu.org/static/contentu_cesrinshort.php)
- Frach, Lotte (2005), The participation of interest groups in the Lamfalussy process. A new quality of participatory legitimacy?“ REGEM Analysis 13 (Februar 2005), unter: [www.regem.org](http://www.regem.org)
- Gottwald, Jörn-Carsten (2005), Stellenabbau trotz Milliardenengewinn. Deutsche Großbanken in der Globalisierung, in Blätter für deutsche und internationale Politik, 5/2005, S. 609-618.
- Kern, Steffen (2002), Die EU auf steinigem Weg zum Finanzbinnenmarkt. Aktuelle Themen. EU-Finanzmarkt Spezial. Frankfurt am Main: Deutsche Bank-Research Nr. 231, 4. Juni 2002.
- Kommission der Europäischen Gemeinschaften (2003), Beobachtung der Integration der Finanzmärkte in der EU. Arbeitsdokument der Kommissionsdienststellen. Brüssel, den 26.5.2003. SEK(2003)628.
- Lütz, Susanne (2002), der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten. Regulative Politik in Deutschland, Großbritannien und den USA. Frankfurt/New York: Campus.
- Mügge, Daniel (2005), Es ist doch Politik! Liberalisierung und Integration der Finanzmärkte als politischer Prozess, in Weltrends, Nr. 46, Jg.13, S.26-29.