

Europäische Finanzmarktarchitektur – Fundament für Wachstum

Von Dorothea Schäfer* und Mechthild Schrooten**

Die europäische Finanzmarktarchitektur ist von zentraler Bedeutung für das Zusammenwachsen der Europäischen Union. Denn anders als die USA kann Europa nicht auf ein homogenes Finanzsystem blicken. Vielmehr sind Europas Finanzsysteme aus historischen Prozessen hervorgegangen und stark von nationalen Besonderheiten geprägt. Diese nationalen Besonderheiten haben hier ein eher marktbasierendes, dort ein mehr bankbasiertes Finanzsystem entstehen lassen. Auch die Rolle des Staates unterscheidet sich von Land zu Land. Grundsätzlich hat der Staat zwar eine Doppelfunktion – als Regulierer, aber auch als Spieler auf dem Finanzmarkt –, beide Rollen sind jedoch in den einzelnen europäischen Staaten unterschiedlich gefasst. Gerade in seiner Funktion als Eigentümer von Kreditinstituten fallen die Differenzen besonders stark aus: Das Spektrum reicht von völliger Abstinenz bis bedeutsamer Akteur. Eine weitere Quelle für Heterogenität ist die Intensität des Wettbewerbs. Neben Banken- und Finanzsektoren mit hoher Anbieterkonzentration finden sich auch stark fragmentierte und mit hoher Wettbewerbsintensität. Heute gilt es, diese gewachsenen Strukturen derart zusammenzufügen, dass sie den aktuellen Herausforderungen standhalten und Europa zu einem attraktiven Finanzmarkt der europäischen Finanzmarktarchitektur im internationalen Gefüge machen.

Die wichtigsten Bestandteile, gewissermassen der Kern, sind die Spielregeln, die von den staatlichen Instanzen garantiert werden. Die Konsistenz der Spielregeln und das Durchsetzen der gleichen Regeln für die einzelnen Spieler, auch über die nationalstaatlichen Grenzen hinweg, erhöht Krisenresistenz, Effizienz, Transparenz – Kriterien, an denen die europäische Finanzmarktarchitektur künftig gemessen werden wird. Damit grenzt sich die europäische Diskussion von der um die internationale Finanzmarktarchitektur ab – diese zielt in erster Linie auf die Stabilität. Hinzu kommt, dass es in Europa nicht nur um eine statische Lösung des Problems „Zusammenwachsen“ geht. Vielmehr ist die Entwicklung eines solchen tragfähigen Geflechtes, aber auch seine Weiterentwicklung als ein Prozess zu fassen, bei dem dem Vorhandensein der europäischen Vielfalt auf dem Finanzmarkt Rechnung getragen und zugleich zur Stärke erhoben wird. Die konkrete Ausgestaltung der europäischen Finanzmarktarchitektur hat folglich auch einen erheblichen Einfluss auf die weitere Entwicklung der Finanzmarktintegration, von der wiederum vielfach besondere Wachstumsimpulse erwartet werden.

Nicht zufällig rückt die Frage nach der europäischen Finanzmarktarchitektur gerade jetzt in den Mittelpunkt. Derzeit durchlaufen die europäischen Finanzmärkte eine Reihe tief

* DIW Berlin, E-Mail: dschaefer@diw.de

** DIW Berlin, E-Mail: mschrooten@diw.de. Das vorliegende Vierteljahrsheft und dieser Überblicksartikel sind zum größten Teil während meines Aufenthalts an der Hitotsubashi University, Tokio, entstanden. Der Unterstützung von dieser Seite sei gedankt.

greifender Veränderungen. Im Zeitalter des Euro müssen die Deregulierungs- und Liberalisierungsanstrengungen in den einzelnen EU-Staaten mehr denn je auf die Schaffung eines einheitlichen Marktes für Finanzdienstleistungen zielen. Insbesondere der Bankensektor ist von den damit einhergehenden Umbrüchen betroffen. Der Trend zu einheitlichen europäischen Wettbewerbsbedingungen sowie die Restrukturierung, Konsolidierung und Neuausrichtung der Geschäftsmodelle wird die nationalen Bankensysteme weiter verändern. Zudem werfen internationale bankenaufsichtliche Regelungen wie Basel II ihre Schatten voraus. Diese Entwicklungen werden nicht nur den nationalen Finanzsystemen ein neues Gesicht geben, sondern auch tiefe Spuren in der Unternehmensfinanzierung hinterlassen. Klein- und mittelständische Unternehmen werden in besonderem Maße von den Umbrüchen betroffen sein. Von Seiten der Politik wurden die Relevanz dieser gestaltenden Aufgabe bereits relativ früh erkannt und wichtige Schritte unternommen. Dabei lag der Fokus zunächst im Bereich der Bankgeschäfte und zielte zudem auf eine möglichst weitgehende Vereinheitlichung der Bankenaufsicht. Erst später wurden diese Bestrebungen auch auf das Wertpapiergeschäft ausgeweitet. Entscheidende Impulse gingen von dem Financial Sector Action Plan (FSAP) und dem sogenannten Lamfalussy-Verfahren aus – Schritte, die allesamt auf eine Harmonisierung der rechtlichen Rahmenbedingungen in Europa zielen.

Die potentiellen Vorteile einer funktionsfähigen Finanzmarktarchitektur liegen auf der Hand: sinkende Transaktions- und Informationskosten, verbesserte Finanzmarktintegration, Zunahme der „cross-border flows“ und ein größerer Wettbewerb zwischen den nunmehr unter gleichen Bedingungen operierenden Akteuren. Indes werden auch Zielkonflikte sichtbar. Denn in der Vergangenheit war die staatliche Regulierung der nationalen Finanzmärkte auch teilweise dazu genutzt worden, besondere Finanzierungsbedingungen etwa für kleine und mittlere Unternehmen anzubieten. Derartige präferentielle Konditionen können nach der Vereinheitlichung der Spielregeln nur noch zu höheren Kosten aufrechterhalten werden. Auch gibt es bereits Stimmen, die vor einem Anwachsen des Wettbewerbs warnen. Manche Finanzdienstleistungen weisen steigende Skalenerträge auf. Unter solchen Bedingungen deutet starker Wettbewerb auf ineffiziente Strukturen hin. Andererseits sichert möglicherweise gerade der Wettbewerb der Finanzdienstleister untereinander eine breite Palette und ein kostengünstiges Angebot an Finanzprodukten. In der Zukunft wird es darum gehen, Trade-offs auszubalancieren und aus der vorhandenen Vielfalt der europäischen Finanzsysteme sowie der Heterogenität der Produkte und Dienstleistungen ein Finanzsystem zu entwickeln, das vereinheitlichte Spielregeln aufweist und Stabilität im internationalen Gefüge garantiert.

Die bisherige Literatur zum Thema „Europäische Finanzmarktarchitektur“ greift meist nur einzelne Aspekte auf. Es fehlt eine Zusammenschau und ein tiefer gehender Einblick in die verschiedenen Teilprobleme beim Aufbau einer tragfähigen europäischen Finanzmarktarchitektur. Das vorliegende Vierteljahrsheft des DIW Berlin will dieser Lücke entgegenwirken. Zentrale Ansatzpunkte der Analyse sind die strukturellen Unterschiede in den nationalen Bankensektoren, die über den Bankensektor hinausgehenden erforderlichen Veränderungen, die auch andere Finanzdienstleister erfassen, die Entwicklung neuer Finanzierungsformen für vormals staatlich geförderte Akteure, aber auch die sich bereits abzeichnenden Anpassungsprozesse in einigen Bereichen. Dementsprechend wird das facettenreiche Thema durch drei thematische Schwerpunkte strukturiert:

- Heterogenität des Bankensektors
- Finanzdienstleister vor neuen Herausforderungen
- Aktuelle Anpassungsprozesse

Ausgangspunkt der Analyse zur *Heterogenität des Bankensektors* ist der Überblicksartikel von *Hella Engerer*. Die Autorin beleuchtet den Stand der Integration der europäischen Finanzmärkte. Dabei wird die Ähnlichkeit wichtiger nationaler Strukturindikatoren als Signal für eine fortgeschrittene Integration gewertet. Der Schwerpunkt der Arbeit liegt auf dem lange vernachlässigten Thema der Eigentumsstrukturen in den nationalen Bankensystemen. Engerer zeigt, dass die Eigentumsverhältnisse in den Bankensektoren der EU-Länder stark heterogen sind und kein Königsweg auszumachen ist. Insbesondere die Entwicklung in den Beitrittsländern hat demonstriert, dass sich Erfolg mit unterschiedlichen Eigentumsstrukturen erreichen lässt. Offensichtlich ist jedoch, dass ein unverzerrter Wettbewerb gleiche Spielregeln für alle Akteure in den jeweiligen nationalen Bankenmärkten voraussetzt.

Auch der Beitrag von *Elena Carletti*, *Hendrik Hakenes* und *Isabel Schnabel* widmet sich der Frage, ob bezüglich der Eigentumsstruktur im Bankensektor ein Königsweg existiert. Am Beispiel Italiens zeigen die Autoren, dass sich das Angebot an Finanzdienstleistungen und die Performance im Bankensektor zum Positiven hin verändern kann, wenn konsequent auf die Privatisierung der staatlichen Banken gesetzt wird. Dennoch stellen sie die Übertragbarkeit des „italienischen Modells“ auf Deutschland eher in Abrede. Sie sehen die Nachhaltigkeit der Finanzierung für kleine und mittlere Unternehmen als die Achillesferse der italienischen Bankenreform und raten zu einer genauen Überprüfung der Vor- und Nachteile, ehe man das deutsche „Drei-Säulen-Modell“ zur Disposition stellt.

Martin Gisiger und *Werner Weber* setzen sich mit Rolle des Wettbewerbs im Finanzsektor auseinander. Vor dem Hintergrund der Schweizer Erfahrungen zeigen sie, dass Marktversagen und Netzwerkexternalitäten einen starken Einfluss auf den optimalen Wettbewerb im Finanzsektor haben. Einerseits übt die Existenz substantieller Netzwerkeffekte und der einer größtmöglichen Liquidität innewohnende Effizienzvorteil starken Druck in Richtung einer Zentralisierung des Wertpapierhandels aus. Andererseits schränkt die Furcht vor der Abhängigkeit von nationalen Regulierungen die Mobilität der Anbieter stark ein. Dem Staat kommt daher als regulatorische Instanz und als möglicher Garant für ein „equal level playing field“ über die nationalen Grenzen hinaus eine besondere Rolle zu. Von der Wirtschaftspolitik fordern die Autoren vor allem die Sicherstellung einer ausreichenden Transparenz in der Preisfestlegung und des freien Zugangs zur Infrastruktur.

Klaus Möller, *Björn Stein* und *Patrick Steinpaß* plädieren demgegenüber für eine an Vielfalt und Wettbewerb orientierte europäische Finanzmarktordnung. Sie argumentieren insbesondere, dass europaweit vereinheitlichte Angebote am aktuellen Bedarf der Nachfrager nach Finanzdienstleistungen vorbeigehen. Vielmehr seien pluralistische Finanzmarktstrukturen notwendig, um effiziente Lösungen für die Verbraucher in Europa bereitzustellen. Die Autoren sehen weniger die Vereinheitlichung der Strukturen und den damit einhergehenden Preiswettbewerb als Treiber für Produktinnovation im Finanzsektor, sondern schreiben diese Rolle vor allem der Systemvielfalt und dem Systemwettbewerb zu. Bei

der Beseitigung von Effizienzhemmnissen durch nationale regulatorische Besonderheiten setzen die Autoren in erster Linie auf einen beschleunigten Bürokratieabbau und eine intensivierte Kooperation zwischen den einzelnen nationalen Aufsichtsbehörden.

Eine der großen *Herausforderungen für Finanzdienstleister* und die europäische Finanzmarktarchitektur als Ganzes ist zweifellos die Sicherstellung des Finanzierungszugangs für Kleinunternehmen. Als Motor für die wirtschaftliche Entwicklung wird diesem Segment nicht nur in Deutschland, sondern auch in den Transformationsländern Osteuropas ein besonderes Gewicht beigemessen. Zwischen den Leitlinien zur wachstumsfördernden Gestaltung von Finanzsystemen und den Maßnahmen zur Förderung von Kleinunternehmen besteht jedoch nicht zwangsläufig Zielkomplementarität. *Eva Terberger* zeigt die wichtigsten Konfliktlinien auf und präsentiert bedeutsame Erkenntnisse der Empirie zum Zusammenhang zwischen Finanzstruktur und wirtschaftlicher Entwicklung. Insbesondere arbeitet sie das Spannungsverhältnis heraus, das zwischen Pfadabhängigkeit und der Implementierung einer das Wachstum des Kleinunternehmenssektors besonders stützenden Finanzstruktur herrschen kann. Wegen der Pfadabhängigkeit und der Komplementarität der einzelnen Bestandteile eines Finanzsystems sieht Terberger die Gefahr, dass ein einmal gewähltes bankorientiertes Finanzsystem nicht mehr grundlegend verändert werden kann, selbst wenn die Bedingungen, die für die Wahl ausschlaggebend waren, längst überwunden sind.

Ansgar Belke und *Andreas Schaal* setzen sich mit dem aktuellen Entwicklungsstand auf den mittel- und osteuropäischen Banken- und Versicherungsmärkten nach der Umsetzung von Reformen auseinander. In einer Bestandsaufnahme geben die Autoren einen detaillierten Überblick über die aktuelle Struktur des Bankenmarktes, die Entwicklung der Bilanzsumme, den Stand des Einlagen- und Kreditgeschäfts und die Entwicklung der Bankenprofitabilität. Der Versicherungsmarkt wird hinsichtlich der Marktstruktur, der Entwicklung des Prämienaufkommens sowie der Entwicklung der beiden Teilsegmente „Leben- und Nichtlebenbereich“ betrachtet. Aufbauend auf dieser Analyse werden Szenarien für die Zukunft abgeleitet und die Chancen für ein (weiteres) Engagement der Finanzdienstleister in Mittel- und Osteuropa ausgeleuchtet.

Das Spannungsfeld zwischen den Leitlinien zur Entwicklung der Finanzmarktarchitektur und der Finanzierung von klein- und mittelständischen Firmen trat im Vorfeld der Verabschiedung von Basel II in aller Deutlichkeit zutage. Erst nach zahlreichen Interventionen und mehrmaligen Revisionen konnte der vermutete Zielkonflikt zwischen den neuen Vorschriften zur Eigenkapitalunterlegung und der Finanzierung des Mittelstandes beseitigt werden. Der Artikel von *Jan Henneke* und *Stefan Trück* analysiert die finale Risikogewichtskurve des Basler Akkords unter dem Blickwinkel der Auswirkungen auf die Finanzierung kleiner und mittelständischer Unternehmen (KMU). Sie zeigen, dass zumindest teilweise die angestrebte Entlastung für KMUs im Vergleich zur ursprünglichen Version von Basel II erreicht wurde. Als wichtige Konsequenz der neuen Eigenkapitalvereinbarung sehen die Autoren den Zwang, den Informationsfluss zu verbessern und größere Transparenz zwischen den Unternehmen und deren Kreditgebern herzustellen. Der ins Zentrum der Aufmerksamkeit gerückten Bonität schreiben die Autoren das Potential zu, auf eine verbesserte Eigenkapitalausstattung bei mittelständischen Firmen hinzuwirken.

Im Hinblick auf die konkrete Umsetzung der Verbesserung der Eigenkapitalausstattung von Unternehmen kommt neben der Gewinnthesaurierung und der Bereitstellung von Eigenkapital durch Private-Equity-Firmen vor allem den Börsen ein überragender Stellenwert zu. *Felix Treptow* und *Stefan Wagner* untersuchen die Natur der Beziehung zwischen Börsen und Emittenten. Anhand einer Untersuchung der tatsächlichen Spezifikationen der Listingverträge von fünf bedeutenden Börsen kommen die Autoren zu dem Schluss, dass sich diese Beziehung in den vergangenen Jahrzehnten immer mehr einer standardisierten Vertragsbeziehung angenähert hat. Moderne Börsen unterscheiden sich fast nur mehr in der zur Verfügung gestellten Liquidität. Laut den Autoren zeitigt diese Entwicklung jedoch nicht nur Vorteile. So impliziert die Standardisierung der Verträge die Abwesenheit von Qualitätssignalen. Fehlende Qualitätssignale bewirken jedoch eine wachsende Abhängigkeit der Unternehmen von Rating-Agenturen, die weitgehend im regulierungsfreien Raum agieren. Ein weiteres Problem ist die Tatsache, dass der regulatorische Prozess nach wie vor im Nationalen verhaftet bleibt. Der dringend notwendigen Schaffung eines international abgestimmten, für Börsen und Rating-Agenturen gleichermaßen geltenden regulatorischen Rahmens räumen *Felix Treptow* und *Stefan Wagner* nur geringe Realisierungschancen ein – trotz der beobachteten Standardisierung auf der operativen Ebene.

Die vielfältigen Herausforderungen auf allen Ebenen der europäischen Finanzsysteme hat eine Reihe von *Anpassungsprozessen* in Gang gesetzt. Im Zuge der Internationalisierung von Finanzinstitutionen und -märkten sind bankenorientierte Finanzsysteme angesichts der geringen gesamtwirtschaftlichen Wachstumsraten in Ländern wie Deutschland einem stärkeren Veränderungsdruck ausgesetzt als marktorientierte. Einer der bedeutsamsten *aktuellen Anpassungsprozesse* in Deutschland ist die Stärkung der kreditunabhängigen Komponente der Unternehmensfinanzierung. Sowohl Börsen als auch der außerbörsliche Private-Equity-Markt haben im letzten Jahrzehnt trotz der Krise nach der Jahrtausendwende stark an Bedeutung gewonnen. Der Beitrag von *Christian Hopp* und *Finn Rieder* setzt sich mit dem außerbörslichen Beteiligungskapitalmarkt und hier insbesondere mit der Rolle von öffentlichen Investoren auseinander. Auf Basis einer empirischen Untersuchung von Venture-Capital-Engagements argumentieren die Autoren, dass öffentliche Beteiligungskapitalinvestoren einer regionalen Entwicklungsaufgabe nachkommen. Öffentliche Beteiligungsgeber investierten besonders in Regionen, in denen es bei privaten und bankenassoziierten Investoren nicht zu einem Engagement kommt. Überraschend aus der Sicht der Autoren ist allerdings, dass öffentliche Kapitalgeber offensichtlich keinen besonderen Wert auf eine breite Streuung ihrer Mittel durch Syndizierung legen. Hier sehen die Autoren die öffentlichen Kapitalgeber in der Pflicht. Sie mahnen eine stärkere Verzahnung von Privatwirtschaft und öffentlichen Geldern mittels Syndizierung an.

Peter Gomber und *Jochen Seitz* setzen sich mit der börslich vermittelten Seite der Unternehmensfinanzierung auseinander. Sie analysieren die in der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) festgelegten neuen Transparenzregeln für den Wertpapierhandel in Europa. Im Zentrum der MiFID stehen umfassende Transparenzanforderungen für die Orderausführung. Auf der Basis dieser Analyse schätzen sie den Einfluss der MiFID auf Marktprozesse, Marktsysteme und nationale Märkte ab. Dabei kommt zum Tragen, dass die europäischen Finanzsysteme große Unterschiede aufweisen. Dies gilt insbesondere für Deutschland und Großbritannien. Die Autoren erklären, dass die Anpassungsprozesse bislang nicht abgeschlossen sind. Schließlich zeigen sie auf, dass sich aus den regulatorischen Veränderungen auch neue Geschäftsfelder ergeben können.

In dem abschließenden Artikel rücken Anpassungen hinsichtlich der supranationalen regulatorischen und aufsichtsbehördlichen Gegebenheiten des Finanzsystems in das Zentrum der Aufmerksamkeit. *Armin Kammel* versucht eine praktikable Lösung zur Reorganisation der Regulierung des Finanzsystems in der Europäischen Union zu skizzieren. Dabei plädiert er insbesondere für die Errichtung eines supranationalen Komitees, das die Aktivitäten der – im Rahmen der *Lamfalussy*-Architektur ins Leben gerufenen – nationalen Komitees koordiniert. Die Schaffung einer solche Behörde hätte den Vorteil, auf einer übergeordneten Ebene die Durchsetzung der institutionellen Veränderungen zu koordinieren und zugleich den nationalen Besonderheiten Rechnung tragen zu können.

Die Zusammenschau der Beiträge zu diesem Vierteljahrsheft macht deutlich, welche hohe Politikrelevanz das Thema „Europäische Finanzmarktarchitektur“ besitzt. Bereits in der Vergangenheit wurden auf der politischen Ebene wichtige Schritte unternommen, um das Zusammenwachsen des europäischen Finanzsystems gestaltend zu begleiten. Heute sind die Herausforderungen an die Politik angesichts der Globalisierung und der Intensivierung der internationalen Finanzströme weiter gestiegen. Dieser einführende Beitrag zu diesem Heft wäre daher unvollständig, wenn er auf die Entwicklung von konkreten Politikempfehlungen verzichten würde. Tatsächlich lässt sich vor dem Hintergrund der geleisteten Analysen ein Vier-Punkte-Plan entwickeln:

1. Vereinheitlichung der Spielregeln forcieren

Ein Grundproblem der europäischen Finanzmarktarchitektur ist das Vorhandensein unterschiedlicher Spielregeln für die Akteure auf dem Finanzmarkt. Diese Heterogenität verursacht hohe Informations- und Transaktionskosten gerade in Bezug auf innereuropäische Finanzierungsaktivitäten. Die grenzüberschreitende Vereinheitlichung der institutionellen Rahmenbedingungen scheint daher eine entscheidende Voraussetzung, um das Zuwachsen der nationalen Märkte zu beschleunigen. Bereits in der Vergangenheit wurden hier wichtige Schritte unternommen. In der Zukunft muss dieser Prozess forciert werden. Dazu gehört auch, dass der Spielraum in Bezug auf die Ausgestaltung der nationalen Durchführungsbedingungen überdacht werden sollte. Weitreichende nationale Sonderregelungen sind zu reduzieren. Bei der Vereinheitlichung der Spielregeln kann es in einem ersten Schritt zu einer Kostenbelastung der Finanzintermediäre kommen. Langfristig allerdings sind von einheitlichen Spielregeln erhebliche Kostenersparnisse zu erwarten.

2. Vielfalt als Chance nutzen

Die europäischen Finanzsysteme sind aus unterschiedlichen historischen Prozessen hervorgegangen – wenngleich die Historie nur einen Teil dieser Heterogenität zu erklären vermag. Diese Heterogenität – soweit sie nicht auf unterschiedliche Spielregeln in den einzelnen Volkswirtschaften zurückgeht – ist eine große Chance. Denn die vorhandene Vielfalt der Finanzorganisationen in Europa erleichtert die Portfoliodiversifizierung. Die vorhandene Vielfalt kann auch die Stütze der „cross-border mergers“ von Finanzintermediären werden. Die vorhandene Vielfalt ist demnach eine gute Voraussetzung zur Schaffung einer zukunftsfähigen Finanzinfrastruktur in Europa. Gerade im Zusammenspiel mit einer weiteren Vereinheitlichung der rechtlichen Rahmenbedingungen können aus dieser

organisatorischen Vielfalt in Europa erhebliche Vorteile und Wachstumspotentiale erwachsen.

3. Nachhaltigkeit durch permanente Konsistenzprüfungen fördern

Die europäische Finanzmarktarchitektur braucht mindestens drei stabile Säulen. Eine wichtige Säule ist die fortschreitende Vereinheitlichung der Rahmenbedingungen über die nationalen Grenzen hinweg. Eine andere wichtige Säule stellen die nationalen Aufsichtsbehörden über die Finanzdienstleister dar. Die Notwendigkeit der dritten – Ländergrenzen überschreitenden – Säule resultiert aus den Besonderheiten des Finanzsystems, die dazu führen, dass die Intermediäre allesamt über das systemische Risiko miteinander verbunden sind. Kommt es zu einer Bankenkrise, so ist zu erwarten, dass die Einleger auch anderer Finanzinstitute mit einer Umschichtung des Portfolios reagieren. Mit der Europäisierung des Finanzmarktes geht auch eine Europäisierung der Finanzmarktrisikos einher. Vor diesem Hintergrund ist die Schaffung einer europäischen Aufsichtsagentur überlegenwert, die einerseits die Konsistenz und Durchsetzung der Spielregeln auf dem Finanzmarkt überprüft, andererseits aber auch über ein Indikatorensystem verfügt, das eventuelle Spannungen im Finanzgefüge bereits zu einem frühen Zeitpunkt erkennen lässt.

4. Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen sichern

Bei der Mehrzahl der europäischen Unternehmen handelt es sich um sogenannte kleine und mittlere Unternehmen. Im Unterschied zu den großen Unternehmen unterliegen diese nur begrenzt den internationalen Rechnungslegungsstandards und Veröffentlichungspflichten. Zugleich sind viele von ihnen zu einem erheblichen Teil auf Kreditfinanzierung angewiesen. Bislang wurden diese unternehmerischen Aktivitäten vielfach durch nationale Finanzierungsprogramme und vergünstigte Kredite unterstützt. Die Vereinheitlichung der Spielregeln führt nun dazu, dass für diese politisch gewollte Förderung nur noch ein begrenzter Raum besteht. Das Fehlen öffentlich zugänglicher Informationen über die Geschäftsentwicklung sowie die Einschränkungen bei den Rechnungslegungsstandards dürften diese Unternehmen nur sehr begrenzt von der Europäisierung des Finanzmarktes profitieren lassen. Daher scheint eine weitreichende Vereinheitlichung der Rechnungslegung geboten, um einen besseren Zugang zu europäischen Finanzdienstleistern zu gewährleisten. Auf der nationalen Ebene besteht in den einzelnen Ländern die Möglichkeit der fiskalpolitischen Einflussnahme, wobei es allerdings Förderwettbewerb und Steuerdumping zu vermeiden gilt. Allgemein sollte die weiterhin bestehende Vielfalt der Finanzsysteme unter dem Dach einheitlicher Spielregeln gute Chancen eröffnen, problemadäquate und den nationalen Besonderheiten angepasste Produkte zur Sicherung der Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen zu entwickeln.