

## **Berichte**

### **Europäischer Finanzraum – Perspektiven für die Kapitalmärkte, die Finanzindustrien und die Währungspolitik –**

Von Christine Hasche-Preuße, St. Augustin

#### **I. Bestandsaufnahme**

Der gemeinsame europäische Binnenmarkt soll bis zum 31. Dezember 1992 vollendet sein. Dies sehen sowohl das 1985er Weißbuch<sup>1</sup> als auch die Einheitliche Europäische Akte (EEA) vor. Die Mitgliedstaaten haben sich darin verpflichtet, einen Raum ohne Binnengrenzen zu schaffen, „in dem der freie Verkehr von Waren, Personen, Dienstleistungen und Kapital ... gewährleistet ist“ (Art. 13 EEA). Ein einheitlicher europäischer Finanzraum existiert gegenwärtig nicht. Vielmehr stehen sich mehr oder weniger getrennte nationale Kapitalmärkte gegenüber, die von oft sehr unterschiedlichen nationalen Geld- und Kreditpolitiken geprägt werden. Auch ein von administrativen Hemmnissen freier Markt für Bank- und Versicherungsdienstleistungen hat sich in der EG bislang noch nicht entwickelt. Hier sind die Segmentierungen teilweise noch wesentlich größer als im Bereich des Kapitalverkehrs. Diese Feststellungen lassen sich 18 Jahre nach Verabschiedung des *Werner*-Plans wiederholen<sup>2</sup>.

Die Kommission hat eine Mitteilung zur Schaffung eines Europäischen Finanzraumes<sup>3</sup> vorgelegt. Eine Reihe von bereits verabschiedeten Richtlinien und neuen Richtlinienvorhaben soll den ordnungspolitischen Rahmen für einen europäischen Finanzraum setzen. Die Initiativen und Beschlüsse

---

<sup>1</sup> Kommission der Europäischen Gemeinschaften; Vollendung des Binnenmarktes – Weißbuch der Kommission an den Europäischen Rat, Brüssel, März 1985.

<sup>2</sup> *Werner*-Bericht, Bericht an Rat und Kommission über die stufenweise Verwirklichung der Wirtschafts- und Währungsunion in der Gemeinschaft, Sonderbeilage zum Bulletin 11-1970, Luxemburg 1970, Seite 9.

<sup>3</sup> Mitteilung der Kommission der Europäischen Gemeinschaften über die Schaffung eines europäischen Finanzraumes, KOM (87) 550 endg.; Ratsdokument 9510/87, wieder abgedruckt in: Bundesrat, Drucksache 509/87 vom 16. November 1987.

- zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs,
- zur Harmonisierung der Rahmenbedingungen für das Anbieten von Finanzdienstleistungen,
- zur Harmonisierung des Börsenwesens und
- zur Besteuerung von Kapitalerträgen

sollen sich gegenseitig ergänzen. Der vorliegende Aufsatz stellt den aktuellen Stand der Arbeiten dar und zeigt einige – sicherlich nicht alle – Perspektiven und wirtschaftspolitischen Implikationen auf, die aus der Schaffung eines europäischen Finanzraumes erwachsen.

### *1. Zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs*

Freier Kapitalverkehr und unbeschränkte Konvertibilität der Währungen sind wesentliche Bestandteile eines einheitlichen Finanzraumes. Sie sind auch die Grundelemente einer künftigen Währungsunion. Bereits der EWG-Vertrag enthält in Art. 67 das Gebot, den Kapitalverkehr zu liberalisieren, „soweit es für das Funktionieren des Gemeinsamen Marktes erforderlich ist“. Zur Konkretisierung von Art. 67 wurden 1960/62 erstmals Richtlinien verabschiedet, deren Anwendungsbereich im November 1986 erweitert wurde. Danach mußten und müssen gegenwärtig noch die EG-Staaten Devisengenehmigungen unter anderem bei der Vornahme von Direktinvestitionen, beim Immobilienerwerb, beim Kapitalverkehr mit persönlichem Charakter, bei Handelskrediten sämtlicher Laufzeiten und beim Wertpapiererwerb erteilen. Auch die Zulassung von Wertpapieren zu den Kapitalmärkten ist danach bereits liberalisiert. Der ECOFIN-Rat verabschiedete am 24. Juni 1988 die Richtlinie zur vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs in Europa<sup>4</sup>. Diese Richtlinie bringt die restlichen Schranken zu Fall. Die gegenwärtig noch zulässigen Beschränkungen, im wesentlichen bei Geldmarktstiteln, Finanzaktiva und -passiva sowie dem Halten von Auslandskonten, müssen danach bis spätestens Mitte 1990 aufgehoben werden. Faktisch sind das diejenigen Transaktionen des kurzfristigen Kapitalverkehrs, von denen spekulative Attacken auf Wechselkurse ausgehen können. Geld und Kapital werden dann ungehindert über die Grenzen der Mitgliedsstaaten fließen und sich jeweils die günstigsten Anlagemöglichkeiten suchen können. Es wurden jedoch einige Sonderregelungen getroffen:

---

<sup>4</sup> Richtlinie des Rates vom 24. Juni 1988 zur Durchführung von Artikel 67 des Vertrages. Amtsblatt der EG vom 8. Juli 1988, Nr. L 178.

- Spanien, Portugal, Griechenland und Irland haben eine Übergangsfrist bis Ende 1992 erhalten, die für Griechenland und Portugal nach Prüfung der Lage evtl. noch um drei weitere Jahre verlängert werden kann.
- Belgien und Luxemburg haben sich außerdem verpflichtet, ihren gespaltenen Devisenmarkt bis 1992 abzuschaffen. Obgleich beide Länder ansonsten einen freien Kapitalverkehr unterhalten, macht die Trennung von Handels- und Finanzfranc bei Unruhen an den Devisenmärkten verifizierende Kontrollen erforderlich.
- Wenn kurzfristige Kapitalbewegungen außergewöhnlichen Umfangs starke Spannungen auf den Devisenmärkten hervorrufen oder die Geld- und Devisenpolitik eines Mitgliedstaates ernstlich stören, können die betroffenen Mitgliedstaaten für maximal sechs Monate auf die sogenannte währungspolitische Schutzklausel nach Art. 3 der Richtlinie zurückgreifen. Bestimmte Transaktionen des kurzfristigen Kapitalverkehrs – im wesentlichen der Handel mit Geldmarktstiteln, Kontokorrent- und Termingeschäfte, kurzfristige Finanzkredite, der Kapitalverkehr mit persönlichem Charakter und die Ein- und Ausfuhr von Vermögenswerten – können danach beschränkt werden. Derartige Maßnahmen müssen jedoch durch ein Gemeinschaftsverfahren ausdrücklich gebilligt sein. Der Rat beschloß außerdem, vor Ende 1992 zu überprüfen, ob die Klausel danach fortbestehen soll.

Die Gemeinschaft möchte aber weltoffen bleiben und sich nicht von den internationalen Entwicklungen abkoppeln. Das sogenannte „erga omnes-Prinzip“ wurde deshalb in Art. 7 der Richtlinie verankert. Dies geschah allerdings nur in Form einer politischen, aber rechtlich nicht verbindlichen Absichtserklärung. Die Mitgliedstaaten wenden danach im Verhältnis zu Drittstaaten grundsätzlich den gleichen Liberalisierungsgrad an wie im Inneren der Gemeinschaft. Gleichzeitig ist vorgesehen, daß sie sich über eventuell zu ergreifende Maßnahmen beraten, falls kurzfristige Kapitalbewegungen großen Umfangs gegenüber Drittländern die monetäre oder finanzielle Lage der Gemeinschaft ernsthaft stören.

Um eventuellen Kapitalabflüssen aus Mitgliedstaaten mit schwächeren Währungen zu begegnen und damit die Liberalisierung des Kapitalverkehrs zu flankieren, hat der Rat die mittelfristigen Zahlungsbilanzfazilitäten der Gemeinschaft neu geordnet. Die bisher getrennten Instrumente, nämlich der alte mittelfristige finanzielle Beistand und die Gemeinschaftsanleihe wurden zusammengefaßt und einheitlichen Anwendungskriterien unterworfen. Mitgliedstaaten, die von Zahlungsbilanzschwierigkeiten betroffen sind, können Darlehen aus diesem Beistandssystem erhalten. Die Kredite werden an wirtschaftspolitische Auflagen gebunden, deren Einhaltung vom Währungsausschuß und der Kommission überwacht wird. Der Gesamtbetrag der Fazilität wurde auf 16 Mrd. ECU begrenzt.

Als Ergebnis der Liberalisierungsrichtlinie müssen zunächst Frankreich, Italien und Dänemark Beschränkungen im Bereich des kurzfristigen Kapitalverkehrs abbauen. So dürfen Private in Frankreich und Italien gegenwär-

tig noch keine Auslandskonten unterhalten. Die französischen Banken dürfen z. B. Euro-Franc-Kredite gegenwärtig nur unter restriktiven Bedingungen herauslegen. In Italien existieren immer noch zahlreiche Höchstgrenzen bei der Mitnahme von Banknoten und Schecks auf Auslandsreisen. Dänemark hat seit 1. Oktober 1988 die vorher bestehenden Beschränkungen im grenzüberschreitenden Interbankengeschäft aufgehoben und das Halten von Auslandskonten unter der Auflage liberalisiert, daß der Inhaber dieser Konten die zur Besteuerung der Kapitalerträge notwendigen Informationen an die Finanzämter schicken. Auch die Übergangsfristen der südlichen Mitgliedstaaten und von Irland werden ablaufen. Damit ermöglicht das Wegfallen der Devisenbeschränkungen den Verbrauchern, auf das Angebot an Finanzdienstleistungen in anderen Mitgliedstaaten einzugehen.

## *2. Zur Harmonisierung der Aufsichtsregeln im Kreditwesen*

Die Kommission vertritt bei der Schaffung eines gemeinsamen Marktes für Finanzdienstleistungen inzwischen die Auffassung, die nationalen Vorschriften nicht mehr vollständig zu harmonisieren, sondern dem Prinzip der gegenseitigen Anerkennung nationaler Regeln größere Bedeutung einzuräumen<sup>5</sup>. Denn die Bankstrukturen in der EG sind z. B. mit dem Universalbanksystem in der Bundesrepublik und dem Trennbanksystem in anderen Mitgliedstaaten sehr unterschiedlich. Die qualifizierte Mehrheit zur Verabschiedung einer Richtlinie läßt sich im Ministerrat leichter erreichen und Integrationsfortschritte sind schneller zu erzielen, wenn der pragmatische Weg beschritten wird, die nationalen Regelungen im Grundsatz gegenseitig zu akzeptieren.

Ein gewisses Mindestmaß an Harmonisierung ist jedoch notwendig, um das Entstehen zu starker Wettbewerbsverzerrungen zu vermeiden. Die Anbieter von Finanzdienstleistungen, die in EG-Staaten mit strengen Aufsichtsregeln domizilieren, würden sonst in diejenige Länder mit milden Aufsichtsnormen abwandern. Die Staaten mit strengen Aufsichtsnormen müßten sich langfristig unter dem Druck des Marktes den schwächeren Aufsichtssystemen anpassen. Daraus können nachteilige Konsequenzen für den Einlegerschutz erwachsen.

Eine Reihe von Richtlinien-Vorschlägen dient dem Aufbau des gemeinsamen Binnenmarktes im Bereich des Bankwesens. Die Kommission hat dem Rat im Februar 1988 den Vorschlag für die zweite Bankrechtskoordinie-

---

<sup>5</sup> Vgl. Kommission, Mitteilung zur Schaffung eines europäischen Finanzraumes, a.a.O., 6f.

rungsrichtlinie vorgelegt. Die Richtlinie sieht vor, daß die Aufsichtsbehörden des Heimatlandes eines Kreditinstitutes die Geschäfte des betroffenen Institutes in allen Mitgliedstaaten mitüberwachen. Die Institute erhalten das Recht, nach der einmaligen Zulassung in einem Mitgliedstaat auch in allen anderen EG-Ländern Niederlassungen eröffnen zu können, ohne erneut eine Zulassung beantragen zu müssen. Sie werden nicht mehr den einzelstaatlichen Regelungen unterworfen sein, die für die Orte ihrer Niederlassung und Zweigstellen gelten. Sie sollen ihre Finanzangebote außerhalb grenzüberschreitend vertreiben können.

Das Prinzip der gegenseitigen Anerkennung, das den Marktzugang sichern soll, ist jedoch erst praktikabel, wenn das Aufsichtsrecht soweit harmonisiert ist, daß gravierende Wettbewerbsunterschiede zwischen den Kreditinstituten der einzelnen Mitgliedstaaten nicht mehr bestehen. Die Vorschriften über das Mindestanfangskapital von Kreditinstituten, über die Zuverlässigkeit von Anteilseignern, die Begrenzung der Beteiligungen von Kreditinstituten an Nichtbanken und auch Regelungen der Geheimhaltungspflicht der Bankaufsichtsbehörden sollen harmonisiert werden.

Ergänzende Richtlinien befinden sich teilweise schon in sehr fortgeschrittenen Beratungsstadien. Die Eigenmittelrichtlinie, die vom Rat Mitte Dezember 1988 bereits politisch gebilligt wurde, harmonisiert die für die Bankaufsicht zentralen Vorschriften über die Berechnung und Zusammensetzung des Eigenkapitals. Auch die Solvabilitätsrichtlinie ist von besonderer Bedeutung, da sie Gemeinschaftsnormen zur Definition von Zahlungsfähigkeitskoeffizienten aufstellt, die die Eigenmittel in Beziehung zu den nach Risiken gewichteten Aktiva und außerbilanzmäßigen Verbindlichkeiten setzt. Diese Richtlinie ist daher essentiell zur Vereinheitlichung der Wettbewerbsbedingungen. Außerdem hat die Kommission dem Rat noch die Richtlinien über die Sanierung und Liquidation von Kreditinstituten sowie über Hypothekarkredite vorgeschlagen. Bereits akzeptiert haben die Mitgliedstaaten die Empfehlungen der Kommission zur Beschränkung von Großkrediten und zur Einführung von Einlagensicherungssystemen bis Anfang 1990.

### *3. Harmonisierung der Aufsichtsregeln im Versicherungswesen*

Die Einigung über die zweite Schadensversicherungsrichtlinie ist zur Schaffung eines gemeinsamen Marktes für Assekuranzdienstleistungen ein wichtiger Schritt. Sie betrifft die für die Wirtschaft relevanten Großrisiken, bei denen die Versicherungsaufsicht gelockert wurde. Von den Versicherern mit Sitz in der Gemeinschaft kann keine erneute Zulassung im Dienstlei-

stungsland gefordert werden. Die Berechnung der versicherungstechnischen Rückstellungen und die Anlage der entsprechenden Vermögenswerte richten sich nach den Vorschriften des Mitgliedstaates, in dem der Versicherer niedergelassen ist. Die Schadensversicherungs-Richtlinie muß bis spätestens Juli 1990 in nationales Recht umgesetzt sein. Zur Zeit werden die Richtlinien zur Liquidation zahlungsunfähiger Versicherungsunternehmen und zur Koordinierung des Versicherungsvertragsrechts beraten. Vorschläge für die Liberalisierung des Massengeschäfts im Bereich der Lebens- und Kraftfahrzeughaftpflicht-Versicherung hat die Kommission dem Rat außerdem vorgeschlagen.

#### *4. Harmonisierung des Börsenwesens*

Die EG-Harmonisierungsmaßnahmen im Börsenwesen haben eine wachsende Bedeutung erhalten. Die Kommission ist bestrebt, durch eine Koordinierung der Börsenpolitiken den Anlegerschutz gleichwertiger zu gestalten und die Verflechtung der Wertpapiermärkte zu fördern. Die Richtlinien für die Börsenzulassung, den Börsenzulassungsprospekt und das Verfassen von Zwischenberichten wurden im Rat verabschiedet und in deutsche Gesetze umgesetzt. Der Rat verabschiedete außerdem im Juli 1988 die Richtlinie über Informationen, die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichen sind. Diese Richtlinie, die bei Überschreiten bestimmter Schwellenwerte an den Stimmrechten (ab 10% aufwärts) Publikationspflichten vorsieht, muß bis 1. Januar 1991 in deutsches Recht umgesetzt sein. Die Prospektrichtlinie, die die gegenseitige Anerkennung der Prospekte in allen Mitgliedstaaten sichert, wurde vom Rat im Dezember 1988 verabschiedet. Die Insider-Richtlinie befindet sich noch im Beratungsstadium.

#### *5. Steuerharmonisierung*

Sowohl die Besteuerung von Kapitaleinkünften als auch die Unternehmensbesteuerung beeinflussen den Geld- und Kapitalverkehr. Denn Körperschaft- und Gewerbesteuersätze sind nicht nur wichtige Parameter bei Entscheidungen über Direktinvestitionen, sondern auch die nach Steuern ausgewiesenen Gewinne und Dividenden schlagen sich über die Kurs-Gewinn-Verhältnisse in der Entwicklung an den Aktienmärkten nieder. Zur Verringerung von Wettbewerbsverzerrungen und zur Schaffung eines europäischen Finanzraumes sind nach Auffassung der Kommission weitere Steuerharmonisierungen erforderlich.

Die Kommission befürchtet bereits in ihrer Mitteilung zur Schaffung eines europäischen Finanzraumes, daß mit der Liberalisierung des Kapitalverkehrs das Risiko der Steuerflucht wächst<sup>6</sup>. Sie konstatiert gleichzeitig, daß Lösungen sowohl aus sachlichen als auch aus politischen Gründen schwer zu erzielen sind. Hierzu ist anzumerken, daß Kapital- und Steuerflucht auch bei Vorhandensein von Devisenkontrollen existieren. Dies illustrieren die verschiedenen Amnestiegesetze in Frankreich und in Italien, die nach Phasen restriktiver Devisenbeschränkungen verabschiedet wurden.

Da das Halten von Auslandskonten bis spätestens Mitte 1990 liberalisiert werden muß, forderte vor allem Frankreich, Maßnahmen zur Steuerharmonisierung zu verabschieden. Der Rat einigte sich hier bislang nur auf eine Verfahrenslösung. Er will über entsprechende Vorschläge der Kommission bis 30. Juni 1989 befinden<sup>7</sup>.

Die Kommission hatte dem Rat vorgeschlagen, Steuerhinterziehungen entweder durch die Einführung einer allgemeinen Quellensteuer oder von Kontrollmitteilungen der Banken an die Finanzbehörden zu verhindern. Sie befürwortet außerdem eine engere Kooperation der Steuerverwaltungen.

## II. Perspektiven

Die Richtlinien, die die Integration der Finanzmärkte betreffen, sollen nach Auffassung der Kommission zur Vollendung des Binnenmarktes bis 1992 verabschiedet und in nationale Gesetze umgesetzt werden. Obgleich dieses zeitliche Ziel angesichts zahlreicher nationaler Partikularinteressen als eher unrealistisch erscheint, läßt sich dennoch feststellen, daß das Treffen von Entscheidungen in wachsendem Umfang auf EG-Ebenen verlagert wird. Parallel dazu treten schleichende Autonomieverluste der Mitgliedstaaten bei der Gestaltung des ordnungspolitischen Rahmens für das Anbieten von Finanzdienstleistungen auf. Der Ermessensspielraum, den die Mitgliedstaaten bei der Umsetzung in nationales Recht besitzen und üblicherweise auch nutzen sowie Sonderregelungen, die in den Richtlinien zugunsten einzelner Mitgliedstaaten enthalten sind, werden jedoch auch künftig für Marktunvollkommenheiten sorgen. Die Wettbewerbsbedingungen werden sich damit annähern, vollkommen gleiche Wettbewerbsbedingungen sicherlich nicht hergestellt werden. Weiterbestehende Unterschiede in den Steuergesetzen werden zu Standortvorteilen bzw. -nachteilen führen.

---

<sup>6</sup> Kommission, Schaffung eines europäischen Finanzraumes, a.a.O., 7 ff.

<sup>7</sup> Schlußfolgerung des Europäischen Rates in Hannover am 27. und 28. Juni 1988, in: EG-Nachrichten, Seite 5.

Unterschiede in den Aufsichtsregeln der Mitgliedstaaten werden fortbestehen.

### *1. Potentielle Leistungsfähigkeit des europäischen Finanzraumes*

Ein europäischer Finanzraum braucht hinsichtlich seiner Breite und Tiefe den Vergleich mit den amerikanischen und japanischen Finanzmärkten nicht zu scheuen. Verschiedene Indikatoren zeigen, daß ein gemeinsamer Finanzmarkt rein rechnerisch ein erhebliches Wettbewerbspotential beinhalten würde. Das Volumen neu emittierter Aktien, das Volumen neu emittierter internationaler Bonds und die Sichteinlagen bei Banken überstiegen Ende 1987 die entsprechenden japanischen und amerikanischen Werte (vgl. Tabelle 1 im Anhang). Das im Vergleich zu den USA höhere Niveau der europäischen Sparquoten dürfte unter anderem dazu beigetragen haben. Allerdings waren die Termin- und Spareinlagen sowie die Sparquote in Japan am höchsten. Die Zahl der Aktien- und Rententitel, die an den EG-Börsen gehandelt werden, überstieg jedoch 1987 die Zahl der an japanischen Börsen notierten Papiere, nämlich bei Aktien um mehr als das Doppelte und bei Renten um mehr als das fünffache (vgl. Tabelle 2 im Anhang). Die Umsätze an den europäischen Aktienmärkten waren aber deutlich niedriger. Sie erreichten Ende 1987 nur zwei Drittel des amerikanischen bzw. japanischen Marktes.

Die Kapitalverflechtung in der EG könnte jedoch ausgeprägter sein, sie ist im Vergleich zur güterwirtschaftlichen Verflechtung eher zurückgeblieben. Dies gilt vor allem für den Wertpapierverkehr (vgl. Tabelle 3 und 4 im Anhang):

- Von den gesamten Wertpapieranlagen, die Bundesbürger 1987 im Ausland erwarben, wurde nur ein gutes Drittel (genau 37,8%, Tabelle 3) in EG-Staaten getätigt. Dieser Anteil erscheint vor allem angesichts des höheren Zinsniveaus und relativ stabiler EWS-Wechselkurse als nicht besonders hoch, zumal sich gleichzeitig alternative Währungen mit Zinsvorteil zur D-Mark – wie der amerikanische, kanadische und australische Dollar – auf Talfahrt befanden.
- Die Wertpapierkäufe, die Bürger der übrigen EG-Staaten in der Bundesrepublik getätigt haben, beliefen sich mit 229,0 Milliarden 1987 auf beinahe zwei Drittel (genau 62,7%) der gesamten Auslandsanlagen. Auch die Wertpapierverkäufe, die EG-Ausländer an deutschen Märkten vornahmen, lagen in ähnlichen Größenordnungen. Doch diese Zahlen sind hinsichtlich des monetären Integrationsstandes trügerisch. Denn Tabelle 4 zeigt, daß der weitaus größte Teil der gesamten Wertpapieran- und -verkäufe aus Großbritannien kam. Hier spiegelt sich die dominierende Position der internationalen Finanzdrehscheibe London in der deutschen Zahlungsbilanz wider<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, Zahlungsbilanzstatistik.

Aufschlußreich ist außerdem die geographische Verteilung des europäischen Wertpapiergeschäftes. Sie zeigt teilweise sehr deutlich, wie Kapitalverkehrsbeschränkungen die Märkte abschotten können und wie ein freier Kapitalverkehr das Volumen an Wertpapiertransaktionen beeinflusst. Dies gilt sowohl für Geschäfte mit Dividendenwerten als auch mit festverzinslichen Wertpapieren:

- Fast die gesamten Wertpapieran- und -verkäufe, die an deutschen Märkten getätigt wurden, stammen aus nur 6 Mitgliedstaaten, nämlich aus denjenigen Mitgliedstaaten, die einen freien Kapitalverkehr unterhalten (Großbritannien und die Beneluxstaaten) sowie aus Frankreich und Dänemark, bei denen der Kauf von Auslandsaktien und -anleihen nach dem Schutzklauselabbau im Juni 1986 bzw. Dezember 1984 bereits liberalisiert war.
- Tabelle 4 zeigt außerdem, daß Käufer aus Mitgliedstaaten mit umfangreicheren Kapitalverkehrsbeschränkungen bei Wertpapiergeschäften, nämlich aus Spanien, Portugal, Griechenland, Irland, aber auch aus Italien, deutsche Wertpapiere teilweise nur zu statistisch kaum relevanten Kleinstbeträgen erstanden haben.

Die deutschen Wertpapieran- und -verkäufe sind dagegen etwas gleichmäßiger auf die einzelnen Mitgliedstaaten verteilt. Im einzelnen:

- Das Prinzip der sogenannten Ausländerliberalität, das vor allem die spanischen und italienischen Devisenbehörden praktizieren, schlägt sich in den Zahlen nieder. Während die Inländer am Kauf von Auslandstiteln durch Beschränkungen gehindert werden, können Ausländer einheimische Finanztitel ohne Schwierigkeiten erwerben und wieder veräußern.
- Bei den deutschen Anlagen in europäischen Wertpapieren waren die Mitgliedstaaten mit Beschränkungen im Wertpapiergeschäft wesentlich stärker vertreten als bei den EG-Anlagen in deutschen Wertpapieren. Auffallend ist vor allem, daß die An- und Verkäufe an den spanischen Aktienmärkten dominierten. Die Aufschließungseffekte, die durch den EG-Beitritt Spaniens entstanden sind, die günstigen Wachstumsaussichten und die Erfolge bei der Inflationsbekämpfung machten den spanischen Aktienmarkt für deutsche Anleger attraktiv.

Das insgesamt eher unterdimensionierte Wertpapiergeschäft hat aber auch zur Folge, daß entsprechende Gegentransaktionen an den Devisenmärkten sowohl im Kassa- als auch Terminhandel unterbleiben. Die Devisenmärkte vor allem der kleineren EG-Staaten sind häufig sehr eng. Kommerzielle Transaktionen einzelner Konzerne können beträchtlichen Einfluß auf die Wechselkursnotizen ausüben. Dies ist aber auch angesichts der zahlreichen, allerdings nur noch bis Mitte 1990 legalen Beschränkungen im kurzfristigen Kapitalverkehr nicht verwunderlich.

Der Abbau von administrativen Hemmnissen im Wertpapierverkehr, im kurzfristigen Kapitalverkehr, im Banken- und Versicherungssektor wird auf längere Sicht jedoch die europäischen Finanzmärkte enger zusammenwachsen lassen. Dank größerer Handelsvolumina werden Stückkostenvor-

teile entstehen, geringere Transaktions- und Emissionskosten auftreten<sup>9</sup>; der Wettbewerb von Anlegern und Emittenten würde sich intensivieren. Die Bedeutung des europäischen Kapitalmarktes würde im Vergleich zu den amerikanischen und japanischen Finanzmärkten steigen.

Die Globalisierung und Internationalisierung der Finanzmärkte werden für weitere gegenseitige Öffnungen der Märkte sorgen und weitere Harmonisierungen erzwingen. Ressourcenersparnisse und Effizienzgewinne beim Abbau von Restriktionen eröffnen ein neues Wachstumspotential. Da die Nachteile eines aufgesplitterten Marktes entfallen, regen Allokationsvorteile über mehr Wirtschaftswachstum die Beschäftigung an<sup>10</sup>. Dieser Prozeß kann eine Eigendynamik entfalten. Ein wirklich vollkommen freier Verkehr von Kapital und Finanzdienstleistungen hätte allerdings erhebliche Folgen sowohl für die Finanzindustrien und die entsprechenden Aufsichtsbehörden als auch für die Währungspolitik.

## 2. Perspektiven für das Kreditwesen

Die Kreditinstitute müssen künftig nicht mehr die zahlreichen einzelstaatlichen Vorschriften beachten, sondern nur noch die ihnen vertrauten Aufsichtsregeln ihres Heimatlandes. Die Gründung ausländischer Niederlassungen und Zweigstellen wird erleichtert, da sie künftig zu geringeren Kosten realisierbar ist. Außerdem können ausländische Banken gegenwärtig in einigen EG-Staaten (z. B. in Italien und Spanien) nur unter sehr strengen Auflagen einheimische Kreditinstitute übernehmen bzw. Beteiligungen erwerben<sup>11</sup>. Der Abbau all dieser Restriktionen wird zur Folge haben, daß europäische Banken in größerem Umfang als bisher an deutschen Plätzen und umgekehrt deutsche Institute an europäischen Plätzen vertreten sein werden. Die Wahrscheinlichkeit weiterer Zusammenschlüsse steigt. Das Wachstum der zunächst unmittelbar betroffenen Sparten Investment Banking sowie Mergers und Acquisitions wird sich weiter beschleunigen<sup>12</sup>. Neue geschäftliche Möglichkeiten eröffnen sich gleichzeitig für die deutsche Kre-

<sup>9</sup> Vgl. *Hartmut Schmidt*, marktorganisationsbestimmte Kosten und Transaktionskosten als börsenpolitische Kategorien, in: *Kredit- und Kapital*, 16. Jg. 1983, Heft 2, Seite 185 ff.

<sup>10</sup> *Cecchini*, Europa 1992, der Vorteil des Binnenmarktes, Baden-Baden 1988, S. 61 ff. und S. 102 ff.

<sup>11</sup> Ohne Verfasser, Spanien, Auslandsbanken weht ein schärferer Wind ins Gesicht, in: *Handelsblatt* Nr. 143 vom 28. Juli 1988, Seite 8.

<sup>12</sup> Vgl. *Barry Cohn*, Financing All Those Plans for 1992, in: *Global Finance*, Juli/August 1988, Seite 36 ff., auch *Terence Roth*, German Banks Scramble *Journal* vom 28. Juni 1988, Seite 1 und *David Failamb*, Euromerger mania, in: *Institutional Investor* Juli 1988, Seite 57 ff.

ditwirtschaft in anderen EG-Ländern. Die Banken folgen mit der Gründung eigener Auslandsniederlassungen (Exportfinanzierung, Dokumenten- und Akkreditivgeschäft) häufig ihren Firmenkunden ins Ausland. Es könnte im Firmenkundengeschäft z. B. so aussehen, daß die Betreuung von Kunden aus dem Herkunftsland der Bank an wichtigen Plätzen in anderen EG-Staaten im Vordergrund steht und auf dieser Grundlage eine Ausweitung der Aktivitäten erfolgt. Die ausländischen Banken würden sich gleichzeitig verstärkt um die in ihrem Heimatland ansässigen Exporteure bemühen<sup>13</sup>. Der Wettbewerb zwischen den in der Bundesrepublik tätigen deutschen und europäischen Instituten wird zunehmen. Die Preise der Bankdienstleistungen (Margen im Kreditgeschäft, Provisionen im Dokumenten- und Wertpapiergeschäft) könnten unter Druck kommen. Angesichts der deutschen Exportüberschüsse in der EG und der Führungsrolle der D-Mark im Europäischen Währungssystem ergibt sich für die deutsche Kreditwirtschaft eine günstige Ausgangsposition. Bankübernahmen, Zusammenschlüsse und intensivere Kooperationen zwischen Instituten einzelner Länder werden langfristig den europäischen Bankenmarkt prägen. Auch die Sparkassen werden ihre grenzüberschreitenden Aktivitäten verstärken<sup>14</sup>. Die Finanzinnovationen werden weiter an Bedeutung gewinnen. Wie weit sich neue Finanzierungsformen, z. B. Commercial Papers oder handelbare Einlagenzertifikate wie CDs am deutschen Markt durchsetzen können, hängt allerdings auch von anderen Faktoren, wie z. B. der Börsenumsatzsteuer, ab<sup>15</sup>.

Auch deutsche Kreditinstitute können von der Liberalisierung des Kapitalverkehrs profitieren. Die Palette deutscher Kapitalanlagen kann für Bürger anderer EG-Staaten eine interessante Alternative zum einheimischen Angebot darstellen. Dies gilt besonders für Länder, in denen die Freizügigkeit des Kapitalverkehrs bisher nicht gewährleistet war und die als Käufer an den deutschen Finanzmärkten unterrepräsentiert sind. Der Devisenhandel wird darüber hinaus mit der Aufhebung der kurzfristigen Kapitalverkehrsbeschränkungen wachsen.

Ein gemeinsamer Markt für Bankdienstleistungen bietet zwar zahlreiche makroökonomische Vorteile, seine Schaffung ist jedoch mit schmerzhaften Anpassungsprozessen verbunden. Die schwierigen Beratungen der zweiten Bankrechtskoordinierungsrichtlinie zeigen, daß gewachsene Strukturen

---

<sup>13</sup> Ulrich Gröschel, Geschäftspolitische Herausforderungen im gemeinsamen EG-Bankenmarkt, in: Sparkasse, Nr. 7/88, 105., Seite 306 ff., vgl. außerdem ohne Verfasser, Niederlande. Banken sind für „Europa 1992“ gerüstet, Finanzminister Ruding warnt vor Überregulierung, in: Handelsblatt vom 30. August 1988, Seite 6.

<sup>14</sup> Ohne Verfasser, EG-Sparkassen verstärkten Kooperation, in: Börsen-Zeitung vom 2. August 1988.

<sup>15</sup> Vgl. Ulrich Gröschel, a. a. O., Seite 309.

verändert werden. Schon allein eine relativ enge Definition des Kreditinstitutes in der Richtlinie, die nur an das Einlagen- und Kreditgeschäft, nicht jedoch an das Wertpapiergeschäft anknüpft, könnte wegen der Existenz des Trennbank- und Universalbanksystems in der Gemeinschaft die Wettbewerbspositionen zu Lasten der Universalbanken verschieben. Die von der Kommission vorgeschlagene Beschränkung des Anteilsbesitzes von Banken an Nichtbanken würde für deutsche Banken Probleme aufwerfen. Eine Festsetzung des Mindesteigenkapitals auf 5 Mio. ECU, verbunden mit der Forderung nach dauerhafter Einhaltung, würde aus heutiger Sicht die selbständige Existenz von rd. 70% der deutschen Kreditinstitute gefährden. Zahlreiche erzwungene Fusionen wären die Folge. Aber auch ordnungspolitische Grundsatzfragen werden berührt: Die von der Kommission gewünschte Verankerung einer Reziprozitätsklausel in die zweite Bankrechtskoordinierungsrichtlinie, nach der Kreditinstitute aus Drittländern nur dann Zugang zum Binnenmarkt erhalten, wenn die EG-Banken in dem betreffenden Land die gleichen Möglichkeiten erhalten, liefe auf eine Beschränkung des Marktzugangs aus Drittländern hinaus. Derartige Klauseln widersprechen dem Prinzip offener Märkte. Da auch für die Verabschiedung dieser Richtlinie eine qualifizierte Mehrheit im Rat ausreichend ist, werden sich die deutschen Positionen voraussichtlich nicht immer vollständig durchsetzen lassen.

### *3. Perspektiven für das Versicherungswesen*

Die zweite Schadensversicherungs-Richtlinie wird bis spätestens Juli 1990 die Hürden für grenzüberschreitende Versicherungsgeschäfte bei Großrisiken im Industriegeschäft beseitigen. Die ausländischen Anbieter brauchen im Industriegeschäft künftig nicht mehr kostenintensive Niederlassungen in der Bundesrepublik zu unterhalten und stehen nicht mehr unter dem Zulassungszwang des deutschen Versicherungsaufsichtsgesetzes. Die Kostenvorteile, die durch den Abbau dieser Marktzutrittsschranken erwachsen, dürften zu einer größeren Präsenz ausländischer Anbieter am Markt bei Großrisiken führen, den Wettbewerb intensivieren und damit zu niedrigeren Prämien im Industriegeschäft führen<sup>16</sup>.

Ogleich nach der zweiten Schadensversicherungs-Richtlinie der Niederlassungszwang ab Mitte 1990 auch für das Massengeschäft entfällt, besteht der Zulassungszwang auch für Anbieter aus EG-Ländern fort. Das Prinzip der gegenseitigen Anerkennung der Vorschriften des Heimatlandes ist hier

---

<sup>16</sup> Bericht der Bundesregierung über die Integration in den Europäischen Gemeinschaften, Bundestagsdrucksache 11/2448 vom 9. Juni 1988, Seite 25 f.

nur teilweise realisiert. Das Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen erkennt bei europäischen Gesellschaften zwar die Solvabilitätsbescheinigung ihres Heimatlandes über das Vorhandensein des erforderlichen Mindestkapitals an. Doch die allgemeinen und besonderen Versicherungsbedingungen, die Tarife, die Formblätter (Policen und Werbeschriften) müssen jedoch weiterhin dem Bundesaufsichtsamt in deutscher Sprache zur Genehmigung vorgelegt werden. Diese doppelten Genehmigungsprozeduren sowohl im Heimatland als auch in der Bundesrepublik stellen Marktzutrittsschranken dar. Die Liberalisierung des Massengeschäfts vor allem im Bereich der Kranken-, Lebens- und Sachversicherung läßt weiterhin auf sich warten. Der gemeinsame Markt für Versicherungsdienstleistungen wird daher bis 1992 voraussichtlich nicht vollständig realisiert sein.

#### *4. Perspektiven für das Börsenwesen*

Die deutschen Wertpapierbörsen wünschen langfristig keine einheitliche Europa-Börse mit einem vollkommen zentralisierten Wertpapierhandel, sondern ein System nationaler Börsen, die untereinander im Wettbewerb stehen. Die leistungsfähigste Handelsform mit den geringsten Informations- und Transaktionskosten soll sich durchsetzen. Das amerikanische System mit seinen drei großen Börsen – Nyse, Amex und Nasdaq –, den Options- und Terminbörsen in Chicago und mehreren Regionalbörsen könnte durchaus ein Beispiel dafür sein, wie die europäische Börsenlandschaft in einigen Jahren aussehen könnte<sup>17</sup>.

Hier zeichnen sich ambivalente Entwicklungen ab. Einerseits: Kleinere Mitgliedstaaten mit überwiegend abgeschlossenen nationalen Märkten, wie z. B. Griechenland und Portugal, müssen ihre Usancen den internationalen Standards anpassen und werden somit für Ausländer leichter zugänglich. Effizientere Börsenorganisationen, damit ein verstärkter Erwerb von Beteiligungskapital durch Ausländer, d. h. ein Import von Risikokapital würden das Wachstum in diesen Staaten stimulieren. Wenn die Zulassung an einer Börse innerhalb der EG dazu führt, daß dieses Papier automatisch in allen anderen Börsen zugelassen ist, treten Allokationsvorteile auf. Andererseits: Einige dieser Richtlinien führen zu einer Bürokratisierung und zu einer Erhöhung des Verwaltungsaufwandes bei Industrie und Banken – ohne, daß immer entsprechende Vorteile daraus erwachsen.

---

<sup>17</sup> Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen, Jahresbericht 1987, Seite 85 ff.

Der Integrationsprozeß führt auch hier in einigen Bereichen zu einem Einfluß- und Kompetenzverlust der nachgeordneten föderativen Instanzen. Die in Brüssel ergriffenen Initiativen zur Vereinheitlichung der EG-Finanzmärkte werden von der Arbeitsgemeinschaft deutscher Wertpapierbörsen in ihrem Jahresbericht 1987 kritisch betrachtet. So könnte – wie die Arbeitsgemeinschaft befürchtet –, die Summe der Richtlinien auf mittlere und längere Sicht die Gründung eines nationalen bzw. europäischen Wertpapieramtes implizieren. Der bisher bestehende Selbstverwaltungs- und Gestaltungsspielraum würde dadurch eingeschränkt<sup>18</sup>.

Das Ziel, den freien Verkehr finanzieller Dienstleistungen in der Gemeinschaft zu erreichen, zur Schaffung eines europäischen Finanzraumes die Binnengrenzen und Kapitalverkehrsbeschränkungen zu beseitigen, macht aber auch an den Finanzmärkten der Bundesrepublik Anpassungen erforderlich. Zwei Beispiele:

- Der Erwerb von Bundesobligationen war nach den Emissionsbedingungen des Bundes für Gebietsfremde ausgeschlossen. Der Kauf dieser börsennotierten Wertpapiere durch Ausländer wurde daher konsequenterweise mit Wirkung vom 3. Oktober 1988 liberalisiert, zumal der Bund als öffentlich-rechtliche Gebietskörperschaft auch Normadressat der Art. 67 und 68 (2) EWG-Vertrag ist.
- Ein intensiverer Austausch von Finanzdienstleistungen und der Abbau von Devisenbeschränkungen werden zu größeren Umsätzen an den Devisenmärkten führen. Bei unzureichender Konvergenz wird die Nachfrage nach Kurssicherungsgeschäften, Devisenoptionsgeschäften und Swaps in der EG steigen. Die Future- und Options-Märkte werden weiter expandieren. Um die deutschen Finanzplätze wettbewerbsfähig zu erhalten, könnte diese Entwicklung auch zu weiteren Deregulierungen in der Bundesrepublik führen.

##### *5. Perspektiven für die weitere Steuerharmonisierung*

Die Harmonisierung der Besteuerung von Kapitalerträgen wirft erhebliche Probleme auf. Die Einführung einer Meldepflicht der Banken an die Finanzbehörden würde bedeuten, daß mehrere Länder (Luxemburg, Großbritannien und die Bundesrepublik Deutschland) das Bankgeheimnis aufgeben müßten. Der internationale Austausch von Kontrollmitteilungen würde einen beträchtlichen administrativen Aufwand verursachen. Auch können Kontrollmitteilungen bei Kapitalanlagen in Drittstaaten nicht durchgesetzt

---

<sup>18</sup> Arbeitsgemeinschaft Wertpapierbörsen, a.a.O., S. 87.

werden. Die internationale Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Finanzinstitute würde ferner durch bankfremde Aufgaben verringert. Die Einführung einer europaweiten Quellensteuer stößt vor allem in Frankreich, Dänemark und den Niederlanden auf politische Bedenken, da dort das System der Kontrollmitteilungen praktiziert wird<sup>19</sup>. Für den Fall, daß man sich für eine Quellensteuer entscheidet, ergibt sich weiterer Entscheidungsbedarf: Soll die Quellensteuer in Gestalt einer Vorabsteuer, die bei Deklaration der Kapitalerträge in der Einkommensteuererklärung angerechnet wird oder als endgültige Abgabe eingeführt werden? Darüber hinaus dürfte es in der Gemeinschaft schwierig sein, sich auf eine einheitliche Höhe des Steuersatzes zu einigen. Ein höherer Quellensteuersatz verursacht bei Entscheidung zugunsten einer Vorabsteuer Rückerstattungsprobleme beim Finanzausgleich zwischen Erhebungsstaat und Wohnsitzstaat. Ein EG-Clearingssystem müßte geschaffen werden. Ein niedrigerer Quellensteuersatz wird von einigen Mitgliedstaaten abgelehnt, da ihnen das fiskalische Aufkommen zu gering wäre. Eine engere Kooperation der Steuerverwaltungen wird als nicht ausreichend angesehen. Die Beschlüsse müssen nach dem EWG-Vertrag (Art. 100a) einstimmig gefaßt werden. Eine Einigung dürfte daher aus formalen und inhaltlichen Gründen schwer zu erzielen sein.

#### *6. Konsequenzen für die geld- und währungspolitische Zusammenarbeit*

Die Erfahrungen mit Kapitalverkehrskontrollen haben gezeigt, daß Kapitalzu- und -abflüsse durch Beschränkungen zwar vermindert, aber nicht vollständig verhindert werden können. Vielmehr werden Kontrollen bei Währungsspekulationen häufig in größerem Umfang umgangen, so daß sie tatsächlich keinen wirksamen Schutz der internen Geldpolitik darstellen. Die Inanspruchnahme der währungspolitischen Schutzklausel nach Art. 3 der Kapitalverkehrs-Richtlinie wird zu Mausefalleneffekten und Vertrauensverlusten bei Schwachwährungsländern führen. Allein die bei einer Verschlechterung des außenwirtschaftlichen Datenkranzes drohende Befürchtung, daß die währungspolitische Schutzklausel zur Beschränkung der Transaktionen am Geld- und Devisenmarkt angewandt werden könnte, kann künftig bei Schwachwährungsländern zu unerwünschten Kapitalabflüssen führen. Deshalb sollte die währungspolitische Schutzklausel der Kapitalverkehrsrichtlinie bei der spätestens Ende 1992 vorgesehenen Überprüfung wieder abgeschafft werden.

---

<sup>19</sup> Vgl. ohne Verfasser, Frankreich erstrebt Harmonisierung der Kapitalertragsteuern, in: Neue Zürcher Zeitung vom 20. Juli 1988.

Die Schaffung eines einheitlichen europäischen Finanzraumes erfordert den unwiderruflichen Abbau sämtlicher Beschränkungen des Kapitalverkehrs. Die Inanspruchnahme von Abschottungsmechanismen in Gestalt der Schutzklauseln nach Artikel 73 und 108/109 EWG-Vertrag, die als höherrangiges Recht die Liberalisierungsnormen der Kapitalverkehrsrichtlinie außer Kraft setzen können, würde zum Aufbau neuer Beschränkungen des europäischen Kapitalverkehrs führen. Dies widerspräche dem Konzept eines einheitlichen europäischen Finanzmarktes. Diese Schutzklauseln müßten daher konsequenterweise zur weiteren Vollendung des Binnenmarktes aus dem EWG-Vertrag gestrichen werden, zumal eine isolierte Aktivierung von Schutzklauseln bei zusammengewachsenen Märkten kaum noch möglich sein wird.

Eine wirklich vollständige und unwiderrufliche Liberalisierung des Kapitalverkehrs und ein gemeinsamer europäischer Finanzraum können unter Umständen erheblichen Integrationsdruck ausüben und einen währungspolitischen Treibsatz in Richtung Wirtschafts- und Währungsunion darstellen. Denn die weiter wachsende internationale Liquidität, die modernen Finanzierungstechniken stärker miteinander verflochtener europäischer Banken und multinationaler Konzerne können dank der neuen Kommunikationstechnologien in Sekundenschnelle Kapitalströme verursachen, die bei unzureichender Konvergenz störende Einflüsse auf die Wechselkurse und die heimische Geldpolitik nach sich ziehen. Wenn nach Umsetzung der 1988er Liberalisierungsrichtlinie vor allem der kurzfristige Kapitalverkehr in allen Mitgliedstaaten vollständig liberalisiert sein wird, entsteht bei enger aneinandergerückten Devisenmärkten eine größere Menge an volatilem Kapital. Eine höhere Substitutionalität der Finanzaktiva und das problemlose Swaps am Devisenmarkt von einer EG-Währung in die andere wird Spekulationen im EWS erleichtern.

Ein freier Kapitalverkehr wird daher Folgen für das EWS-Wechselkursystem nach sich ziehen. Angesichts des Faktums einer unzureichenden Konvergenz in der Gemeinschaft sind auf kurze und mittlere Sicht Zielkonflikte zwischen einem voll liberalisierten Kapitalverkehr einerseits und dem Ziel der Wechselkursstabilität andererseits wahrscheinlich. Bei einem voll liberalisierten Kapitalverkehr und mangelnder Konvergenz treten Kapitalabflüsse aus den Schwachwährungsländern auf, gleichzeitig fließt Kapital in die Hartwährungsländer. Diesem Druck kann anfangs durch häufigere Realignments und/oder stabilitätspolitische Maßnahmen wie z.B. Zinserhöhungen in den Schwachwährungsländern, aber auch durch intramarginale Interventionen begegnet werden. Hier greifen auch die von den Finanzministern und Notenbankgouverneuren 1987 in Nyborg und Basel beschlossenen

Maßnahmen zur Stärkung des EWS. Die Mitgliedstaaten mit schwächeren Währungen werden jedoch schon allein durch drohende Kapitalabflüsse frühzeitig zur Durchsetzung einer Restriktionspolitik gezwungen werden, zumal der Ausschluß der Zentralbankpräsidenten das Monitoring-Verfahren für die Überwachung der Wirtschaftsentwicklungspolitik ausbaut<sup>20</sup>. Die Konditionalität der aus EG-Beiständen gewährten Zahlungsbilanzkredite und die Surveillance durch den Währungsausschuß und die Kommission verstärken den Konvergenzdruck zusätzlich. Da wirtschaftspolitische Anpassungsmaßnahmen in einem gemeinsamen Finanzraum unter dem Druck der Märkte kaum hinausgezögert werden können, wird die Konvergenz der europäischen Volkswirtschaften langfristig zunehmen. Das Dilemma zwischen mehr Wechselkursstabilität einerseits und mehr Kapitalverkehrsfreiheit andererseits wählen zu müssen, kann dadurch aufgelöst werden. Damit gehen jedoch geldpolitische Autonomieverluste einher.

Mit stärker zusammengewachsenen Finanzmärkten wächst also der Zwang der währungspolitischen Koordination<sup>21</sup>. Im Extremfall kann ein einheitlicher europäischer Finanzraum das Treffen von währungspolitischen Entscheidungen auf Gemeinschaftsebene erzwingen, auch als gemeinsame Reaktion auf externe Wechselkursschocks. Positiv formuliert: Es entstehen aus der Schaffung eines europäischen Finanzraumes nicht nur Risiken, sondern auch Chancen für die Weiterentwicklung der währungspolitischen Zusammenarbeit in Europa. Das gemeinschaftliche Treffen währungspolitischer Entscheidungen kann auf dem Weg zur Wirtschafts- und Währungsunion die Gründung einer europäischen Zentralbank erleichtern.

### Zusammenfassung

#### **Europäischer Finanzraum – Perspektiven für die Kapitalmärkte, die Finanzindustrien und die Währungspolitik –**

Der gemeinsame Markt für Finanzdienstleistungen soll als Teil des Programms zur Vollendung des Binnenmarktes bis zum 31. Dezember 1992 geschaffen sein. Die Beschlüsse zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs, die Harmonisierung der Aufsichtsregeln im Kredit-, Versicherungs- und Börsenwesen sollen sich gemeinsam mit einer EG-einheitlichen Besteuerung von Kapitalerträgen bei der Schaffung eines europäischen Finanzraumes ergänzen. Das Treffen von Entscheidungen wird dabei in

---

<sup>20</sup> Vgl. auch Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1987, Frankfurt 1988, Seite 66 ff.

<sup>21</sup> Vgl. auch *Padoa Schioppa* u. a.: Effizienz, Stabilität und Verteilungsgerechtigkeit, eine Entwicklungsstrategie für das Wirtschaftssystem der Europäischen Gemeinschaften, Brüssel, April 1987, S. 70 ff. und vor allem Werner-Bericht, a. a. O., S. 12 ff.

wachsendem Umfang von den Mitgliedstaaten auf EG-Ebenen verlagert. Der Ermessensspielraum, den die Mitgliedstaaten bei der Umsetzung von Richtlinien in nationales Recht üblicherweise nutzen und Sonderregelungen, die in den Richtlinien zugunsten einzelner Mitgliedstaaten enthalten sind, werden jedoch auch künftig für Marktvollkommenheiten sorgen. Weiterbestehende Unterschiede in den Steuergesetzen werden zusätzlich zu Standortvorteilen bzw. -nachteilen führen.

Der Abbau von administrativen Hemmnissen wird auf längere Sicht die europäischen Finanzmärkte enger zusammenwachsen lassen, so daß die Wettbewerbsbedingungen sich annähern. Die geographische Verteilung des europäischen Wertpapiergeschäftes hat in der Vergangenheit sehr deutlich gezeigt, daß Kapitalverkehrsbeschränkungen die Märkte relativ stark voneinander abschotten können. Der Wegfall von Restriktionen im Kapitalverkehr ist daher eine essentielle Voraussetzung für das grenzüberschreitende Anbieten und Nachfragen von Finanzdienstleistungen. Eine wirklich vollständige und unwiderrufliche Liberalisierung des Kapitalverkehrs und ein gemeinsamer europäischer Finanzmarkt werden einen erheblichen Integrationsdruck ausüben und einen währungspolitischen Treibsatz in Richtung Wirtschafts- und Währungsunion darstellen. Der Zwang zur währungspolitischen Koordination wird deshalb weiter wachsen.

## Summary

### **Financing in Europe – Capital Market, Financial Industry and Monetary Policy Perspectives –**

The single European market for financial services is to have been completed by December 31, 1992, as part of the programme for building the internal market. The decisions to liberalize capital movements and to harmonize credit, insurance and stock exchange supervisory regulations and a uniform EC-wide regime for taxing returns on capital are to complement each other in the creation of the single European financial market. As a result, decision-making will increasingly be lifted from the national to the EC level. However, the scope for discretion, which Member States customarily use when transforming EC directives into national law, and special arrangements to the advantage of individual Member States contained in directives will be responsible for imperfect markets also in future. Continuing differences in tax legislation will lead to additional advantages/disadvantages of specific locations.

Reduced administrative barriers will make Europe's financial markets grow together in the long run which means a rapprochement of competitive conditions. The geographic distribution of the European trade in securities in the past shows very clearly that restrictions on capital movements tend to isolate markets from one another rather strongly. For this reason, the elimination of restrictions on capital movements is an essential prerequisite in cross-border supply and demand of financial services. A genuinely complete and irrevocable liberalization of capital movements and a single European financial market will bring substantial pressure to bear toward integration and represent a monetary policy vehicle toward an economic and monetary union. For this reason, there will be mounting pressure for monetary policy coordination also in future.

**Résumé****La zone financière européenne – Perspectives pour les marchés des capitaux, les industries financières et la politique monétaire –**

Le marché commun des services financiers doit être créé jusqu'au 31 décembre 1992, en tant que partie du programme visant à accomplir le marché intérieur. Les décisions prises en vue de libéraliser la circulation des capitaux, l'harmonisation des règles de contrôle du crédit, des assurances et de la bourse doivent s'ajouter à l'imposition uniforme au sein de la C.E.E. des revenus du capital lors de la création d'une zone financière européenne. Les décisions sont prises de plus en plus par les pays membres au niveau communautaire. La marge d'appréciation dont les Etats membres font habituellement usage lorsqu'ils transforment les directives en droit national, et les règlements spéciaux contenus dans les directives en faveur des différents Etats membres, continueront cependant à l'avenir à provoquer des imperfections de marché. Les différences dans les lois fiscales qui existeront encore toujours entraîneront en plus des avantages ou des désavantages régionaux.

L'abolition des barrières administratives permettra à long terme aux marchés financiers européens de se développer ensemble, de sorte que les conditions concurrentielles se rapprocheront les unes des autres. La répartition géographique des opérations sur titres a montré clairement dans le passé que des limitations dans la circulation des capitaux peuvent fort séparer les marchés. La suppression de restrictions est donc un préalable essentiel pour l'offre et la demande de services financiers au-delà des frontières. Une libéralisation vraiment complète et irrévocable de la circulation des capitaux et un marché financiers européen commun exerceront une énorme pression d'intégration et pousseront la politique monétaire en direction d'une union économique et monétaire. La coordination politique monétaire deviendra donc obligatoire.

**Tabelle 1: Europäische Finanzmärkte im Vergleich**  
 Verschiedene Indikatoren 1987 in Mrd US-\$

	USA	Japan	EG	D	F	UK	It	IRL	B	NL	Lux	DK	Gr.	Sp.	Port.
Emission von Aktien <sup>a)</sup> in Mrd US-\$	53,4	36,6	75	6,6	26,8	26,1	9,0	k.A.	k.A.	1,0	0,05 (1986)	k.A.	0,04 (1986)	4,6	0,8 (1986)
Internationale Bond Emission <sup>b)</sup> in Mrd US-\$	19,2	33,9	58,6 xxxx	8,4	7,4	11,2	7,0	0,6	3,3	2,4	-	3,6	0,5	0,2	0,6
Sichteinlagen <sup>c)</sup> bei Banken Ende 1987	xxxxx	602,3	856,7	152,3	151,9	146,3	259,0	2,0	15,2	39,7	3,0	25,4	1,6	53,2	6,9
- in Relation zum BIP	10,7%	22,5%	14,4%	12,0%	15,4%	19,1%	30,1%	5,9%	9,5%	16,3%	4,0%	22,1%	3,7%	15,2%	19,7
		1986						1986			1986	1986	1986	1986	(1986)
Termin- u. Spar- einlagen bei Banken Ende 1987	1003,1	2184,0		353,6	264,0	243,7	192,4	9,9	44,9	134,9	14,7	19,9	19,7	139,0	24,5
	3,9%	16,6%	13,5%	12,2%	13,0%	5,6%	23,5%	k.A.	13,3%	3,1%	k.A.		16,9%	9,4%	25,4%

Quellen: a) OECD, Financial Statistics, monthly, Section 2, Domestic Markets. -  
 b) OECD, Financial Statistics, monthly, Section 1, International Markets. -  
 c) IMF, International Financial Statistics. -  
 d) OECD, Economic Outlook. -  
 x einschließlich Fremdwährungseinlagen. -  
 xx ohne Spareinlagen. -  
 xxx Termineinlagen + Fremdwährungseinlagen. -  
 xxxx einschließlich europäische Institutionen. -  
 xxxxx EG-Durchschnitt. -  
 xxxxxx ohne Geldmarktinstrumente.

Tabelle 2: Anzahl der notierten Werte 1987

	USA <sup>a)</sup>	Japan <sup>b)</sup>	EG <sup>c)</sup>	D	F	UK	It <sup>d)</sup>	IRL	B	NL	Lux	DK	Gr.	Sp.	Port.
Aktien	7953	2693	6249	820	857	2577	316	k.A.	437	573	236	433	k.A.	k.A.	k.A.
Renten	3673	2084	31284	14935	2363	4170	1280	k.A.	151	1325	4893	2167	k.A.	k.A.	k.A.

Notierung von Auslandsaktien an deutschen Börsen<sup>a)</sup> 1987

USA	Japan	D	F	UK	It	IRL	B	NL	Lux	DK	Gr.	Sp.	Port.
131	64	720	23	19	18	-	4	32	17	4	-	7	-

a) nur Nyse, Amex u. NASDAQ. - b) Tokio u. Osaka. - c) Ohne IRL, Gr., Sp., Port. - d) Mailand.  
Quelle: Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Jahresbericht 1987.

**Tabelle 3: Internationale und EG-Wertpapieranlagen 1987 im Überblick**

in Mrd DM in v. H.

	Ausland insgesamt		EG-Staaten		Ausland insgesamt		EG-Staaten	
	Käufe	Verkäufe	Käufe	Verkäufe	Käufe	Verkäufe	Käufe	Verkäufe
Deutsche Wertpapieranlagen im Ausland <sup>a)</sup>	222,3	197,5	84,2	67,5	100	100	37,8	34,2
Ausländische Wertpapieranlagen in der Bundesrepublik Deutschland	365,0	331,8	229,0	225,6	100	100	62,7	68,0

a) Dividendenwerte und festverzinsliche Wertpapiere.  
Quelle: Deutsche Bundesbank, Zahlungsbilanzstatistiken und eigene Berechnungen.

Tabelle 4: Wertpapieranlagen in der EG 1987

	Deutsche Anlagen in EG-Wertpapieren				EG-Anlagen in deutschen Wertpapieren			
	Dividendenwerte		festverzinsliche Wertpapiere		Dividendenwerte		festverzinsliche Wertpapiere	
	Käufe	Verkäufe	Käufe	Verkäufe	Käufe	Verkäufe	Käufe	Verkäufe
insgesamt in Mrd DM	13,7 100%	12,7 100%	70,5 100%*	54,7 100%*	34,2 100%	37,3 100%	194,8 100%	188,3 100%
Anteile der Mitgliedstaaten ohne Beschränkungen im Wertpapiergeschäft	71,9%	69,8%	77,0%	71,3%	94,8%	96,1%	97,3%	97,5%
Belg. / Lux.	6,4%	5,6%	2,6%	2,9%	16,6%	13,4%	10,7%	11,4%
Dänemark	0,4%	0,4%	11,1%	9,3%	2,3%	3,2%	2,8%	2,7%
Frankreich	16,1%	15,5%	13,3%	10,7%	8,0%	10,2%	8,0%	9,2%
Großbritannien	22,8%	22,2%	27,7%	27,5%	59,0%	63,3%	71,8%	71,8%
Niederlande	26,2%	26,1%	22,3%	20,9%	8,9%	6,0%	4,0%	2,4%
Anteile der Mitgliedstaaten mit Beschränkungen im Wertpapiergeschäft	28,0%	30,2%	7,9%	7,9%	5,2%	4,0%	2,0%	1,6%
Spanien	19,2%	21,9%	0,6%	0,6%	0,4%	0,3%	0,5%	0,3%
Portugal	0,6%	0,3%	0,8%	0,8%	0,2%	0,1%	0	0,1%
Griechenland	0	0	1,4%	0,9%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
Irland	0	0	3,6%	3,7%	0,2%	0,4%	0,3%	0,2%
Italien	8,2%	8,0%	1,5%	1,9%	4,2%	3,0%	1,1%	0,9%

Quelle: Deutsche Bundesbank, Zahlungsbilanzstatistik und eigene Berechnungen.

\* einschließlich Wertpapiere europäischer Institutionen.