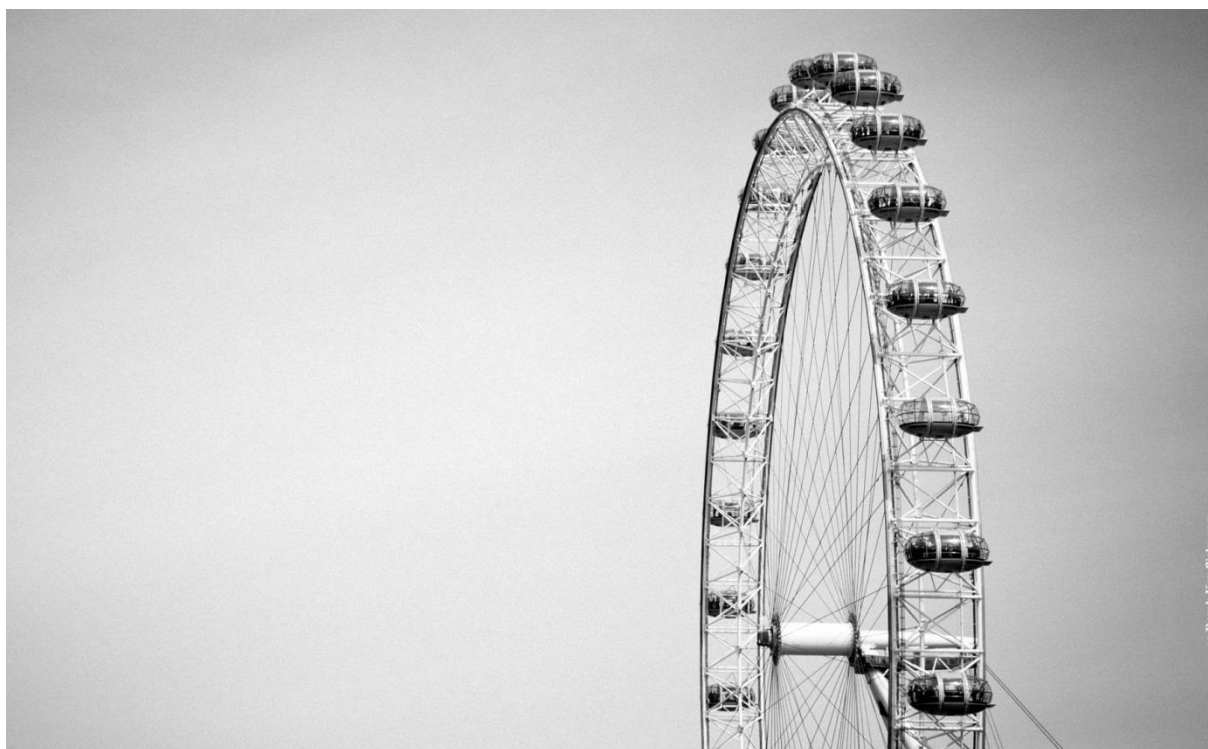


BLOG POST 30.03.2017

Brexit und seine Auswirkungen auf Europas Kapitalmärkte

Philipp Ständer

Wissenschaftler beim Jacques Delors Institut – Berlin



Am 29. März hat Großbritannien offiziell die Austrittsverhandlungen mit der EU eingeleitet. Viele EU-Staaten hoffen nun, von einem Exodus der britischen Finanzindustrie profitieren zu können. Allerdings sollte man nicht ignorieren, welche Vorteile die europäischen Kapitalmärkte bisher aus dem Finanzzentrum London gezogen haben. Eine Analyse von Philipp Ständer.

Der wirtschaftliche Schaden, den der Brexit in Großbritannien anrichten könnte, ist nirgendwo so greifbar, wie im britischen Finanzsektor, der für die Wirtschaft des Landes enorm wichtig ist. Seit dem Referendum liest man eine Geschichte immer wieder: Der Finanzplatz London ist in Gefahr, die Großbanken schauen sich nach neuen Standorten in den verbleibenden Mitgliedstaaten um, zehntausende hochbezahlte Jobs werden die britische Hauptstadt verlassen.

Für die übrigen 27 Mitgliedstaaten klingt das erst einmal nicht schlecht, denn die Finanzplätze auf dem Kontinent könnten davon profitieren. Frankfurt, Paris, Amsterdam und Dublin haben mit der Brautschau längst begonnen.

Allerdings wurde bei aller britischen Tristesse und kontinentalem Frohlocken weitgehend ignoriert, welche Vorteile die europäischen Kapitalmärkte bisher aus dem Finanzzentrum London gezogen haben. Auch scheinen sich nur wenige mit der Frage zu beschäftigen, ob eine dezentrale europäische Finanzarchitektur in der Lage wäre, die hohe Liquidität des Handelsplatzes London zu kompensieren. Ein Zerfall zurück in nationale Kapitalmärkte ohne zentralen Umschlagplatz könnte zu Liquiditätsengpässen und höheren Kosten für die Abwicklung von Geschäften führen.

1 Die Kapitalmarktunion

Mit der „Kapitalmarktunion“ hat die Europäische Kommission das passende Instrument, um die negativen Folgen für die europäischen Finanzmärkte abzufedern. Hinter dem Label verbirgt sich ein Flickenteppich aus Vorhaben, die zusammengenommen, so jedenfalls der ursprüngliche Plan, bis zum Jahr 2019 die Hürden für den grenzübergreifenden Kapitalfluss EU-weit senken und neben Bankkrediten auch alternative Finanzierungsquellen für Unternehmen erschließen sollen.

Noch ist allerdings nicht viel Konkretes passiert. Viele Gesetzesvorhaben stecken in der Brüsseler Gesetzes-Pipeline. Nur eine Standardisierungsmaßnahme wurde bereits in geltendes Recht umgesetzt.

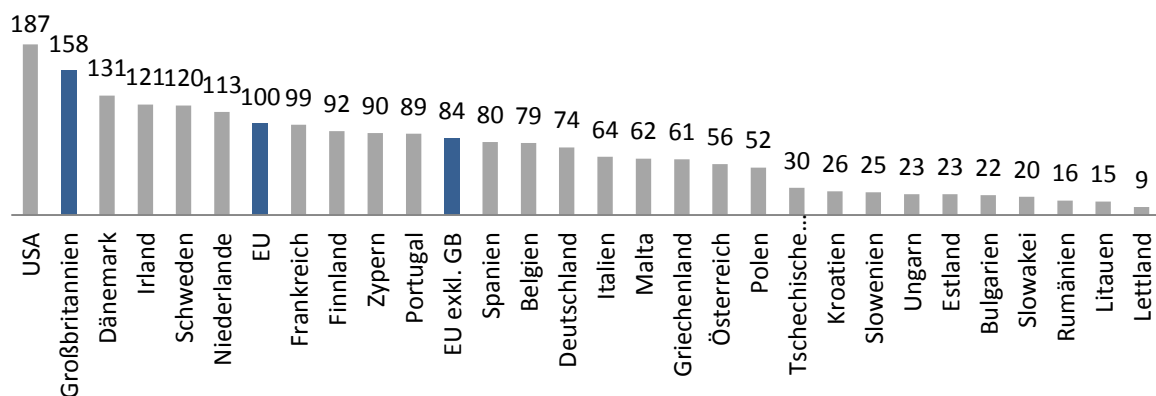
Als die Kommission 2015 ihren Aktionsplan vorstellte, stand außer Frage, dass Großbritannien Teil einer zukünftigen Kapitalmarktunion sein müsste. Das Votum für den Brexit ändert nun die Rahmenbedingungen für die Kapitalmarktunion entscheidend, sowohl was die zukünftige europäische Finanzmarktarchitektur angeht, als auch die politischen Interessen rund um das Vorhaben.

Nachdem Theresa May am 17. Januar in ihrer Grundsatzrede klargemacht hat, dass die Briten keinen Verbleib im Binnenmarkt anstreben, ist zumindest eine Frage geklärt: Die britische Finanzindustrie muss sich für ihre Geschäfte in den anderen EU-Mitgliedstaaten, für die sie

bisher auf den sogenannten „Finanzpass“ zurückgreifen konnte, einen neuen Standort suchen. Der Finanzpass ermöglicht es Finanzdienstleistern, die in einem Land innerhalb des europäischen Binnenmarktes registriert sind und beaufsichtigt werden, im gesamten EU-Markt ohne zusätzliche Zweigstellen zu operieren.

Für Europa bedeutet das Ausscheiden Großbritanniens aus dem Binnenmarkt, dass das weltweit größte Wholesale-Finanzzentrum für viele Dienstleistungen nicht mehr in Anspruch genommen werden kann. Mit Wholesale-Zentrum ist die Rolle Londons als Refinanzierungs-, Handels- und Clearingplattform für institutionelle Anleger gemeint. Mit dem Verlust der hohen Liquidität der britischen Märkte büßt die EU auch insgesamt erheblich an Kapitalmarkttiefe ein. Rechnet man die verschiedenen Kapitalmarktsegmente zusammen, könnten die Kapitalmärkte der EU um bis zu 16% ihrer Markttiefe verlieren.

Abbildung 1: Tiefe der EU-Kapitalmärkte mit und ohne Großbritannien



Die Abbildung zeigt die relative Tiefe der Kapitalmärkte in Europa in 25 verschiedenen Sektoren (fünf Jahre bis 2014, im Verhältnis zum BIP, umbasiert auf EU = 100). Quelle: New Financial.

2 Finanzmarktsegmente sind unterschiedlich stark betroffen

Doch nicht alle Segmente sind gleichermaßen betroffen. Bei den Finanzdienstleistern würde es diejenigen am härtesten treffen, deren Geschäftsmodell auf niedrigen Fixkosten basiert, also auf wenig Personal und wenigen Standorten. Der Zwang, Zweigstellen zu eröffnen, würde dort die operationellen Kosten deutlich anheben.

Hier wären besonders Vermögensverwalter wie Pensions-, Aktien- und Hedgefonds zu nennen, die in London konzentriert sind und meist ihr gesamtes Europageschäft von dort aus abwickeln: In Großbritannien werden immerhin 40% der europaweit von Fonds gehaltenen Vermögenstitel gemanagt. Die Europäische Kommission hält solche Fonds für wichtige Alternativen zu Banken und Versicherungen, um Ersparnisse in Investitionen zu transformieren und dabei gleichzeitig Möglichkeiten der privaten Altersvorsorge zu bieten.

Auch Risikokapitalfonds, die für das schnelle Wachstum von Start-ups unverzichtbar sind, ballen sich in London. Fast genauso wichtig wie das finanzielle Gewicht von 36% des europäischen Risikokapitalgeschäfts wiegt die überregionale Komponente. London ist das einzige Zentrum für Risikokapital, das EU-weit investiert und sich nicht auf eine Sub-Region begrenzt. Wenn die EU der 27 es nicht schafft, überregionale Fonds auch anderswo anzusiedeln, könnten kleine Mitgliedstaaten, in denen Start-ups auf ausländische Investoren angewiesen sind, das Nachsehen haben.

Auch die Handelsplattformen in London könnten nach dem Brexit nicht mehr direkt nutzbar sein. Während die Agenda der Kapitalmarktunion eigentlich vorsah, Handelsplattformen zu konsolidieren, steht nun möglicherweise ein Zerfall bevor. Das betrifft besonders den Derivatehandel. Derivate sind komplexe Finanzprodukte, mit denen Marktteilnehmer sich gegen zukünftig eintretende Ereignisse absichern können. Der Ruf dieser Produkte als „Zockerinstrumente“ vernachlässigt, dass Derivate auch für die Realwirtschaft wichtig sind, weil sie beispielsweise die Absicherung gegen Währungsrisiken ermöglichen.

Großbritannien kommt hier in manchen Segmenten auf einen Marktanteil von 75% der in Euro gehandelten Derivate – wir reden hier also über ein Geschäft mit einem täglichen Handelsvolumen von knapp 770 Milliarden US-Dollar.

Auch ein nicht unbedeutender Teil des Aktienhandels (40%) der EU 27 wird über Großbritannien abgewickelt. Wenn nun durch den Brexit eine Fragmentierung dieser Plattformen stattfindet, dann könnte darunter auch die Effizienz der Abwicklung leiden und damit die Kosten steigen.

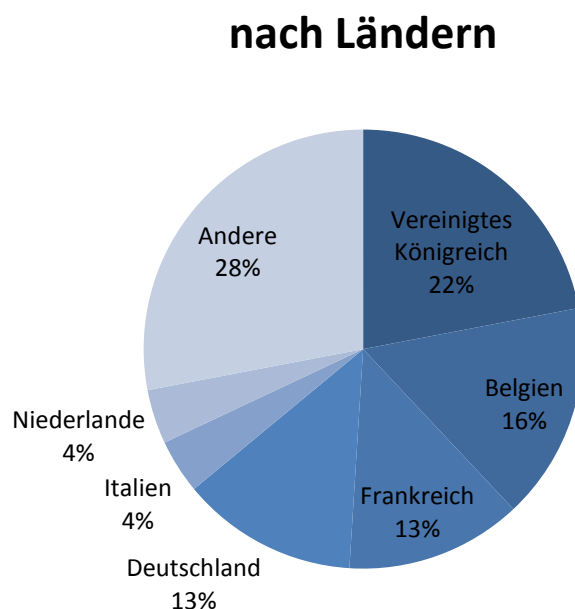
Diese Beispiele zeigen, dass der Brexit für das europäische Ziel von größeren und grenzübergreifenden Kapitalmärkten einen schweren Rückschlag bedeutet. Eigentlich sollte die bestehende Fragmentierung abgebaut und damit Skaleneffekte geschaffen werden. Nun ist wohl erst einmal das Gegenteil der Fall.

3 Wer ersetzt Großbritannien als politischen Sponsor?

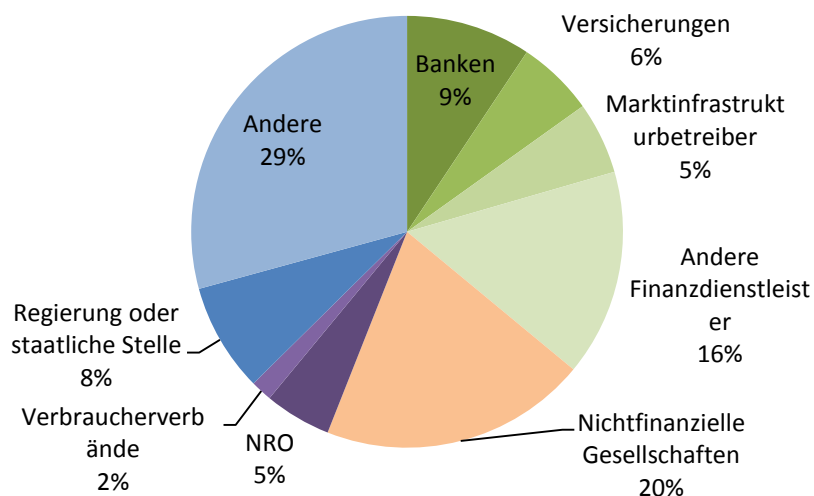
Großbritannien war von Beginn an, neben der Kommission, ein wichtiger Unterstützer der Kapitalmarktunion - aus dem einfachen Grund, weil die wettbewerbsstarke britische Finanzindustrie bei einer Konsolidierung der europäischen Märkte mit den stärksten Zuwächsen rechnen konnte. Manche Kommentatoren haben das Projekt sogar als eine Art Friedensangebot an die Briten interpretiert, um den Verbleib in der EU attraktiver zu machen.

Durch den Rückzug Großbritanniens verliert die Kapitalmarktunion nun erst einmal ihren bedeutendsten politischen Sponsor. Andere große Mitgliedstaaten wie Deutschland und Frankreich waren bei einer Befragung der Kommission in 2015 weniger enthusiastisch als die Briten. Sie meldeten unter anderem Zweifel an, ob ein Finanzsystem weg von den Banken hin zu mehr Kapitalmarktfinanzierung für Europas Wirtschaftsmodell, dass auf vielen mittelständischen Unternehmen basiert, ein sinnvoller Pfad sei. Die bestehenden lokalen Finanzierungsstrukturen seien durchaus leistungsfähig und dürften durch die neue Konkurrenz nicht gefährdet werden.

Abbildung 2: Das Interesse an einer Kapitalmarktunion konzentriert sich auf wenige Länder und Stakeholder



nach Zugehörigkeit der Befragten



Die Abbildungen zeigen die Beteiligung an der Konsultation zum Grünbuch „Schaffung einer Kapitalmarktunion“ nach Ländern und Zugehörigkeit der Befragten. Quellen: Europäische Kommission, Quaglia, L., Howarth, D. und Liebe, M., „The Political Economy of European Capital Markets Union“, Journal of Common Market Studies, 54 (2016), Annual Review, S. 185–203, eigene Berechnungen.

Durch den Brexit ändert sich aber für viele Mitgliedstaaten die Kosten-Nutzen-Rechnung. Zum einen haben sie nun mehr zu verlieren. Denn der britische EU-Austritt bedeutet einen Effizienzverlust und damit höhere Kosten für Investoren und Unternehmen, die sich über die Kapitalmärkte finanzieren wollen. Zweitens bietet der Brexit aber für einige Mitgliedstaaten auch die Möglichkeit, signifikante Teile des Londoner Finanzzentrums anzuziehen. Damit könnten zusätzliche Steuereinnahmen und Vorteile für die nationale Volkswirtschaft einhergehen - aber auch höhere Risiken, sollte es zu Turbulenzen an den Finanzmärkten kommen.

Doch die Aussicht, die britische Finanzindustrie anziehen zu können, muss nicht zwangsläufig die Motivation erhöhen, auch die Kapitalmarktunion voranzutreiben. Denn der einzelne Mitgliedstaat könnte auch davon ausgehen, dass sich die Finanzindustrie in einem schwächer integrierten Finanzsystem stärker konzentriert und darauf hoffen, dass sein eigenes Finanzzentrum dann vom Brexit am meisten profitiert. Die EU-Staaten sollten sich daher schnell darauf verständigen, dass eine kompetitive Strategie langfristig nicht zielführend ist, sondern eher die Relevanz europäischer Finanzplätze gegenüber dem Rest der Welt verringern würde.

4 Welche Strategie gegen den Finanz-fallout?

Bleibt die Frage, wo genau die EU jetzt nachbessern muss, damit Europas Kapitalmärkte bis spätestens 2019 leistungsfähig genug sind, um die Abnabelung von Großbritannien abfedern zu können. Hier herrscht bislang keine Einigkeit: Im Mittelpunkt des Richtungsstreits steht die Frage, ob die EU eine stärker zentralisierte Kapitalmarktaufsicht benötigt.

Seit 2011 gibt es die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA), der aber eher eine koordinierende Rolle zukommt. Für die Durchsetzung der gemeinsamen Regeln sind nach wie vor die nationalen Aufsichtsbehörden verantwortlich. Dadurch bestehen weiterhin regulatorische Unterschiede zwischen den verschiedenen Mitgliedstaaten.

Die Befürworter einer stärker zentralisierten ESMA argumentieren, dass die Heterogenität und die damit verbundene Unsicherheit bei der Regelauslegung das Entstehen einer dezentralen, digital vernetzten Finanzmarktinfrastruktur behindern würde. Zu den Befürwortern einer stärkeren Rolle der ESMA gehören vor allem die europäischen Institutionen: So machte sich beispielsweise der Fünf-Präsidenten Bericht dafür stark, aber auch der deutsche Sachverständigenrat trat bereits dafür ein.

Der vielleicht wichtigste Gegner einer Kompetenzverlagerung hin zur ESMA – nämlich Großbritannien – hat sich nun aus der Debatte zurückgezogen. Die Ablehnung Großbritanniens gilt als einer der Hauptgründe, warum man sich letztlich für die alternative Strategie der schrittweisen Veränderungen entschieden hatte, bei der die Feinabstimmung bestehender Rechtsvorschriften und eine Konvergenz nationaler Standards im Vordergrund steht. Dieses Lager argumentiert, dass der Reflex, immer mehr Kompetenzen auf EU-Ebene zu verschieben, nicht zwingend die besseren Resultate liefert und man sich stattdessen auf eine substantielle Verbesserung des Regulierungsrahmens fokussieren sollte.

Die Befürworter einer zentralisierten Aufsicht wittern wegen des Brexit die Chance, das Thema zurück auf die Tagesordnung zu bringen, denn aufgrund des notwendigen Umzugs der in London ansässigen Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) öffnet sich ein Zeitfenster, um das System der Finanzmarktaufsicht zu überprüfen und anzupassen. Da solche Verhandlungen meist in einem großen Kompromisspaket enden, könnte der Umzug der EBA auch eine Reorganisation aller drei Europäischen Aufsichtsbehörden (neben EBA und ESMA zählt dazu auch die in Frankfurt ansässige Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung EIOPA) nach sich ziehen.

Mit dem Auslösen des Artikels 50 hat heute die heiße Phase der Brexit-Verhandlungen begonnen. Die EU muss möglichst schnell eine klare Strategie entwickeln, wie die europäischen Kapitalmärkte sich verändern sollten, um bis 2019 ein Ausscheiden Großbritanniens abfedern zu könnten. Das würde auch die Verhandlungsposition der EU der 27 verbessern, wenn es um das Ausloten der zukünftigen Beziehungen zu Großbritannien geht.

Dieser Blog Post ist am 28. März im Online-Magazin „Makronom“ erschienen. Er stützt sich auf die Studie des Autors zur Zukunft der Kapitalmarktunion nach dem Brexit. Die gesamte Studie finden sie [hier](#).