

Working Paper

Nr.: 51, 31.08.2005

Autor: Dr. Arne Holzhausen

Europäische Finanzmarktintegration und Bankenkonsolidierung

Politische Rückschläge für den europäischen Einigungsprozess

2005 war bisher kein allzu gutes Jahr für den europäischen Einigungsprozess. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt, die fiskalpolitische Flanke der Währungsunion, hat nach den zahlreichen und weitgehend folgenlosen Verstößen seine disziplinierende Wirkung nahezu verloren. Der Lissabon-Prozess, das Entschlackungsprogramm für die europäische Wirtschaft zur Freisetzung der Wachstumspotenziale, ist zur Halbzeit weiter von seinen Zielen entfernt denn je; und schließlich ist der europäische Verfassungsvertrag, das ehrgeizigste Projekt von allen, mit dem die gemeinschaftlichen Strukturen nachhaltig gestärkt werden sollten, in den Referenden in Frankreich und den Niederlanden gescheitert.

Damit scheint die große Welle der europäischen Integration, die über die Schaffung des gemeinsamen Markts, die Einführung des Euro, die Erweiterungsrunde nach Osten sowie die Einsetzung des Verfassungskonvents in den letzten 25 Jahren kontinuierlich an Schwung gewonnen hatte, erst einmal gebrochen. Die Rückschläge im ersten Halbjahr unterstreichen, dass die europäische Entwicklung nicht automatisch auf eine *ever closer union* zuläuft. Der spätestens seit der Währungsunion häufig unterstellte Automatismus ist – was je nach Standpunkt begrüßenswert erscheinen mag oder nicht – weitgehend ausgeblieben. Das Fortkommen bedarf jetzt verstärkter Anstrengungen. Ohne die klare politische Bereitschaft in allen Mitgliedsländern, auf nationale Souveränitätsrechte zu verzichten, ist Stillstand zu erwarten.

Stillstand ist aber nicht gleichbedeutend mit Verfall. Die Szenarien vom Auseinanderbrechen der Währungsunion, die jetzt plötzlich *en vogue* sind, sind nicht mehr als abstrakte Denkspiele eines äußerst unwahrscheinlichen Extremfalls. Auch ein Mangel an Fortschritt birgt aber Gefahren. Denn

das „europäische Projekt“ ist in keiner Weise vollendet. In diesem Charakter eines **fortdauernden work in progress** lag bisher die Stärke des europäischen Einigungsprozesses: Auf die immer neuen politischen und wirtschaftlichen Herausforderungen reagierte Europa mit einem **institutionellen Evolutionsprozess**. Statt des einen „großen Wurfs“ besteht der Weg zur Vollendung des „europäischen Projekts“ aus vielen kleinen Schritten. Dabei spielen die gesetzliche Koordinierung und Regulierung der gemeinschaftlichen Rahmenbedingungen sicherlich die dominierende Rolle, aber ebenso leisten auch Wettbewerb und private Initiative ihren unverzichtbaren Beitrag.

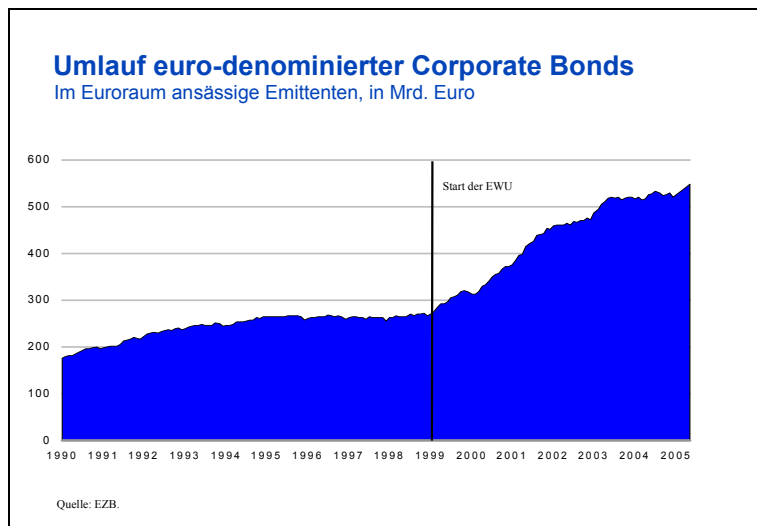
In der japanischen Produktionsphilosophie wird dieses Vorgehen als „**Kaizen**“, **Prozess der kontinuierlichen Verbesserungen**, bezeichnet. Der Vorteil dieses Verfahrens liegt in seiner großen Dynamik und Flexibilität. Dabei ist jede einzelne Verbesserung für sich genommen vielleicht sogar unscheinbar, ihre Wirkung entfaltet sie erst in der Summe der vielen Einzelschritte. Hierin liegt jedoch auch die Schwäche der „Kaizen“-Idee: Bricht der Verbesserungsprozess ab, bleibt das Gesamtergebnis unbefriedigend. Stillstand ist der Feind der kontinuierlichen, aber häufig nur minimalen Verbesserungen.

Auf den europäischen Einigungsprozess übertragen bedeutet dies: Auch die größeren Reformschritte wie gemeinsamer Markt und gemeinsame Währung versprechen nur dann nachhaltigen Erfolg, wenn weitere kleinere Schritte folgen, mit denen beharrlich die Hindernisse aus dem Weg geräumt werden, die eine Entfaltung der Potenziale noch verhindern. Nirgends wird dies deutlicher als bei der Integration der europäischen Finanzmärkte.

Status quo der europäischen Finanzmarktintegration

Unzweifelhaft hat die Einführung des Euro der Integration der europäischen Finanzmärkte einen großen Schub gegeben. Mit der gemeinsamen Geldpolitik entstand quasi über Nacht auch ein gemeinsamer Geldmarkt. Ebenso wurde die Liquidität der Bondmärkte mit einem Schlag dramatisch vergrößert. Die Konvergenz der Renditen für Staatspapiere ist ein sicheres Indiz für die zunehmende Integration.

Von diesem **Liquiditätsschub** hat der Markt für in Euro denominierte **Corporate Bonds** sicherlich am meisten profitiert. Noch in den neunziger Jahren galt dieser Markt als relativ klein und illiquide, die großen Investoren waren vor allem auf den US-amerikanischen Markt fokussiert. Mit der Währungsunion ist daraus ein rasch wachsender und zunehmend integrierter europäischer Markt für Corporate Bonds entstanden – der dabei natürlich auch durch die stärkere Kapitalmarktorientierung bei der Unternehmensfinanzierung (Disintermediation) zusätzlichen Auftrieb erhielt.

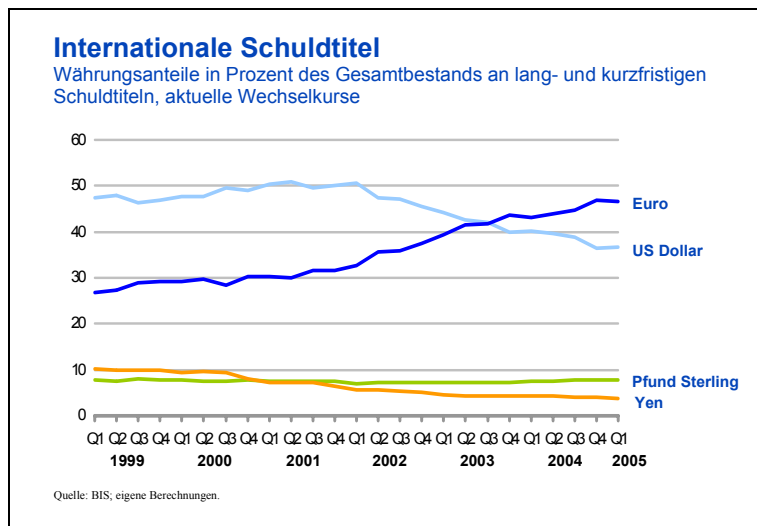


Diese rapide Marktentwicklung hat den Emittenten erhebliche Vorteile gebracht: Der Wettbewerb der Emissionshäuser hat sich verschärft, so dass im Bereich Bond-Underwriting im Gegensatz zum allgemeinen Trend der Konsolidierung die Marktkonzentration in den letzten Jahren sogar zurückgegangen ist.¹ Dies hat auch zu fallenden Emissionsgebühren geführt. In diesem Marktsegment bestehen heute zwischen Emissionen in Euro oder Dollar keine Preisunterschiede mehr. Die vor der Währungsunion erwarteten **positiven Wachstumswirkungen des Euro durch sinkende Kapitalkosten** haben sich in diesem Marktsegment voll erfüllt.

Die rege Euro-Emissionstätigkeit beschränkt sich aber nicht nur auf den heimischen Markt und auf heimische Emittenten. Parallel zur Entwicklung der nationalen Euro-Bondmärkte verzeichnete auch der **internationale Schuldtitelmarkt in Euro** ein stürmisches Wachstum, das ebenso in erster Linie von privaten Emittenten getragen wurde: Ihr Anteil an den internationalen Neuemissionen betrug in den letzten Jahren jeweils um die 80 %. Nicht zuletzt aufgrund der Aufwertung des Euro übersteigt der Bestand an umlaufenden internationalen Schuldtiteln in Euro den der Papiere in Dollar deutlich: Etwa 47 % aller lang- und kurzfristigen Schuldtitel sind derzeit (erstes Quartal 2005) in Euro denominiert. Damit ist seit Beginn der Währungsunion der Anteil des Euro auf diesen Märkten um 20 Prozentpunkte gestiegen.²

¹ In den letzten zehn Jahren ist der Marktanteil der Top-10 Emissionshäuser mehr oder weniger kontinuierlich von 59 % (1995) auf 49 % (2004) gefallen.

² In der Darstellung der Europäischen Zentralbank (EZB) nimmt sich diese Entwicklung allerdings nicht ganz so spektakulär aus. Zum einen legt die EZB eine engere Definition für internationale Schuldtitel zugrunde (ohne Emissionen in eigener Währung), zum anderen schließt sie Wechselkursschwankungen aus, indem sie ihre Berechnungen auf einen fixen Wechselkurs (vom ersten Quartal 1994) basiert. Laut EZB liegt der Anteil der internationalen Schuldtitel in Euro demnach nur bei 31 % (gegenüber etwa 44 % Dollar-Anteil; 2004, Q2); der Anstieg seit Beginn der Währungsunion beträgt „nur“ zehn Prozentpunkte.



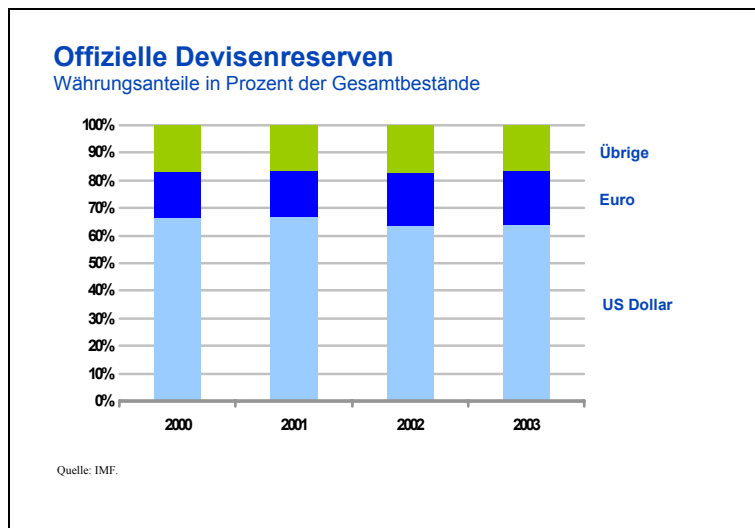
Die Entwicklungen auf den internationalen und nationalen Bondmärkten sind miteinander verbunden. Knapp 41 % der gesamten, in Euro denominierten Schuldtitle sind internationale Papiere.³ Die Fortschritte auf diesen Märkten bedingen sich daher gegenseitig. Die Präsenz internationaler Emittenten kann durch ein **Mehr an Liquidität und Professionalität** der eigenen Kapitalmarktentwicklung einen willkommenen Impuls geben. Auf der anderen Seite bedarf es entwickelter, liquider Märkte mit **international wettbewerbsfähigen Preisen und Infrastrukturen**, um internationale Emittenten anlocken zu können. Insbesondere sind liquide Märkte die Voraussetzung für die **Entwicklung derivativer Instrumente** wie CDSs und CDOs, mit deren Hilfe immer attraktivere (aber auch komplexere) Absicherungs- und Handelsstrategien auf den Kreditmärkten möglich werden. Mit der Einführung neuartiger Index-Produkte für strukturierte Kredite wie dem „DJ i-Traxx“-Index im letzten Jahr steht der europäische Markt in dieser Hinsicht seinem amerikanischen Gegenüber nicht mehr nach.

Im Idealfall kann aus dieser Konstellation sich selbst verstärkender externer wie interner Entwicklungsanstöße ein positiver Kreislauf entstehen. Mit Blick auf den europäischen Corporate-Bond-Markt scheint dieser Punkt erreicht zu sein. Denn angesichts der bisherigen Wachstumsdynamik, gefallener Emissionskosten und der rasch steigenden Produktvielfalt im Bereich Kreditderivate wird sowohl für ansässige und internationale Unternehmen als auch Investoren eine **Teilnahme an den europäischen Kreditmärkten** zukünftig weiter an **Attraktivität gewinnen**. Ohne den Euro wäre diese Dynamik der europäischen Märkte kaum vorstellbar gewesen.

Diese positive Entwicklung der Euro-Bondmärkte ist dabei zugleich ein zentrales Element, den **Anspruch des Euro auf den Status einer internationalen Währung** zu festigen, da dieser unlösbar mit der Existenz effizienter Kapitalmärkte verbunden ist. Ein Blick auf die Verteilung der Welt-Währungsreserven zeigt die ersten Erfolge des Euro. Angesichts der jungen Historie des

³ Für den US-Dollar ist die Bedeutung der internationalen Märkten weitaus geringer: Nur gut 20 % aller Schuldtitle in US-Dollar sind internationale Papiere.

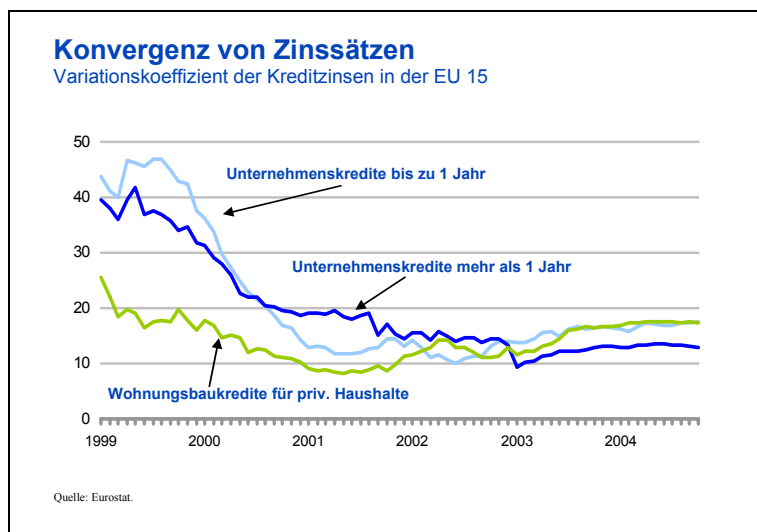
Euro und des eher schleichenden Charakters eines Leitwährungswechsels können sich die Zuwächse der Euro-Anfangsjahre nämlich durchaus sehen lassen: Knapp 20 % aller Währungsreserven wurden Ende 2003 in Euro gehalten. Das ist gegenüber dem Jahr 2000 ein Anstieg um etwa 3 ½ Prozentpunkte. Die Zuwächse der Jahre 2002 und 2003, sind dabei nicht allein dem Aufwertungseffekt zuzurechnen, auch quantitativ werden die Euroreserven weiter aufgestockt. Allerdings geschah dies in jüngster Zeit in geringerem Maße als bei den Dollarreserven, die aufgrund der teils massiven Devisenmarktinterventionen einiger asiatischer Länder der Preisanpassung trotzen und 2003 nicht nur in absoluter Rechnung, sondern auch relativ wieder leicht zulegen konnten (auf knapp 64 %). Mit der jüngsten Änderung des chinesischen Wechselkursregimes wird sich diese Entwicklung zugunsten des Dollars allerdings kaum in diesem Maße fortsetzen. In den nächsten Jahren dürfte vielmehr der **Trend der stärkeren Gewichtung des Euro** wieder deutlicher hervortreten.



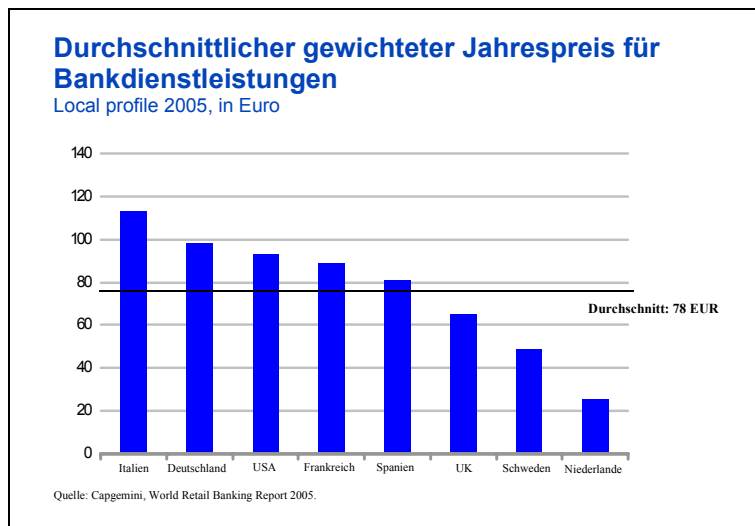
Insgesamt können aber weder die erfreuliche Marktdynamik bei Bonds und strukturierten Krediten noch die langsam steigende internationale Bedeutung des Euro darüber hinwegtäuschen, dass in anderen Marktsegmenten des europäischen Finanzmarkts die Integration noch lange nicht so weit fortgeschritten ist. Einen **geringeren Integrationsgrad** weisen insbesondere die **Aktienmärkte** auf, obwohl auch hier beachtliche Fortschritte erzielt wurden: Nach einer Untersuchung der EZB ist zwischen 1997 und 2002 der Anteil heimischer Aktien in den Portfolien europäischer Aktien-Investmentfonds von 49 % auf 28 % zurückgegangen, gleichzeitig stieg der Anteil europäischer Aktien von 10% auf 26 %. Auch bei der Bewertung der Aktien spielt heute die sektorale Zugehörigkeit eine weitaus größere Rolle als die Nationalität des Unternehmens. Die Hauptgründe für die zögerliche Integration der Aktienmärkte dürften daher eher im Bereich der Infrastruktur liegen, wo Ineffizienzen beim grenzüberschreitenden Clearing & Settlement und vor allem die nach wie vor zersplitterte Börsenlandschaft Hindernisse bilden.

Die geringsten Fortschritte in der Integration der europäischen Finanzmärkte verzeichnen aber zweifelsohne die **Retailmärkte**. Sowohl die mehr oder weniger **zum Stillstand gekommene**

Zinskonvergenz als auch die weiterhin ausgeprägten Preisunterschiede bei Bankdienstleistungen sprechen für eine anhaltende **Fragmentierung der einzelnen Retailmärkte** entlang der nationalen Grenzen. Die Variationskoeffizienten für einige ausgewählte Zinssätze im Retailgeschäft in der EU 15 zeigen, dass nach der deutlichen Kompression der Zinsdifferenzen im Umfeld der Euro-Einführung (Maastricht-Kriterien) dieser Prozess seit 2002 stagniert und teilweise – wie beispielsweise bei Krediten für den privaten Wohnungsbau – wieder in die entgegengesetzte Richtung weist. Bei Konsumentenkrediten, für die keine längeren Datenreihen vorliegen, deuten die Beobachtungen am aktuellen Rand auf eine noch ausgeprägtere Zinsspreizung hin als bei den übrigen Sätzen.



Auch die Preise für tägliche Bankdienstleistungen wie Kontoführung und Zahlungsverkehr fallen in der EU noch sehr unterschiedlich aus. Auch wenn deren Preisvergleich aufgrund der teilweise sehr unterschiedlichen Finanzgewohnheiten – beispielsweise mit Blick auf die Nutzung von Schecks oder Kreditkarten – nicht unproblematisch ist, können die großen Differenzen der vorliegenden Daten doch als Beleg dafür gelten, dass selbst innerhalb der Währungsunion **Bankpreise immer noch in erster Linie nationale Preise sind**; bei der Preisfestsetzung spielen internationale Preisvergleiche keine Rolle. Der Vergleich von Hoch- und Niedrigpreis-Ländern legt zudem nahe, dass bei der Preisbildung weniger Marktfaktoren wie Größe und Wettbewerbsintensität, sondern vor allem Strukturfaktoren wie Regulierung, Kundenverhalten und Preisstrategien der Banken (mögliche Quersubventionierung zwischen einzelnen Geschäftsfeldern und Produkten) ausschlaggebend sind.



Die unvollständige Integration der europäischen Retailmärkte bedeutet, dass die **europäischen Verbraucher** bisher **nur indirekt von der gemeinsamen Währung profitieren** – über die Wachstumseffekte, die mit der zunehmenden Integration der Kapitalmärkte einher gehen: Die größere Tiefe und Breite der europäischen Märkte stärkt die Wachstumskräfte, da eine effizientere Kapitalallokation zu sinkenden Kapitalkosten führt. Die direkten Effekte eines echten Finanzbinnenmarkts für Verbraucher – sinkende Preise bei Finanzprodukten sowie eine größere Produktvielfalt – sind dagegen noch kaum zu spüren. Dies ist umso bedauerlicher, als gerade die teilweise ausgetrocknete private Konsumnachfrage den Bedarf einer effizienteren Versorgung der privaten Haushalte mit Finanzprodukten nahe legt.

Weitere Aufgaben

Dieser kursorische Überblick über den Stand der Finanzmarktintegration lässt nur einen Schluss zu: **Die Einführung einer gemeinsamen Währung hat zwar erhebliche Effekte gehabt, ist aber kein Selbstläufer. Ein Euro macht noch keinen integrierten Finanzmarkt.** Dafür sind weiter gehende Anstrengungen erforderlich. Dem hat die Europäische Kommission bereits Rechnung getragen: Mit dem **Financial Services Action Plan (FSAP)**, einem legislativen Kraftakt ohne Beispiel, sind seit 1999 mehr als 40 Regulierungsvorhaben auf den Weg gebracht worden.

Am Beispiel des FSAP zeigt sich jedoch auch die gewaltige Dimension der Aufgabe, einen vollständig integrierten Finanzmarkt in Europa zu schaffen. Denn weder ist das Programm selbst schon komplett abgearbeitet – zu den wichtigsten noch nicht erledigten Aufgaben gehören die Umsetzung von Basel II, Durchführungsbestimmungen zur Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente sowie die Beseitigung der Ineffizienzen im Bereich Clearing & Settlement und grenzüberschreitender Zahlungsverkehr – noch wäre der Abschluss des FSAP auf europäischer Ebene gleichbedeutend mit dem Erreichen seiner Ziele. Häufig ist erst die **Umsetzung der einzelnen Richtlinien in nationale Gesetze** die eigentliche Nagelprobe, in der sich entscheidet, ob im Ergebnis tatsächlich eine Vereinheitlichung der Regeln erreicht wird. Denn die Mitgliedstaaten sind nicht nur bei der Einhaltung der verabredeten Fristen säumig, sondern nutzen

vor allem gerne den Spielraum aus, der ihnen das generell in der Finanzmarktintegration vorherrschende Prinzip der Mindestharmonisierung bietet, um in ihrem nationalen Geltungsbereich noch zusätzliche regulatorische Schichten einzuführen (sog. *goldplating*). Dieses **Beharren auf nationale Besonderheiten** steht einer kohärenten Übertragung der europäischen Richtlinien entgegen und konterkariert nicht selten die ursprünglichen Absichten des europäischen Gesetzgebungsverfahrens.

Darüber hinaus werden mit der Integration der Märkte und der parallelen Entwicklung bei den Anbietern, mehr und mehr Geschäftsbereiche auf einer pan-europäischen Basis zu organisieren, die Defizite umso deutlicher, die vor allem in der Finanzaufsicht noch herrschen. Derzeit leistet sich die EU den Luxus, insgesamt 52 Finanzaufsichtsbehörden mit der Überwachung des europäischen Finanzmarkts zu beschäftigen. Trotz der Fortschritte in Richtung Konvergenz der Aufsichtspraktiken, die im Zuge des Lamfalussy-Prozesses erreicht worden sind, bleibt diese **zersplitterte Aufsichtslandschaft** eines der Haupthindernisse auf dem weiteren Weg zur Finanzmarktintegration. Hier sind weitere kontinuierliche Verbesserungen notwendig, wie sie beispielsweise heute schon das vom European Financial Services Round Table (EFR) vorgelegte Konzept eines „lead supervisor“ Regimes bieten würde.

Der Weg zu einem integrierten Finanzmarkt bleibt also weit und steinig. Der Charakter des europäischen Einigungsprozesses als *work in progress*, der sich erst in der Summe vieler kleiner (und auch größerer) Fortschritte seinem Ziel annähert, bestätigt sich. Ein Haltmachen auf halben Wege würde die bisher erzielten Fortschritte aufs Spiel setzen. Die bereits unternommenen Investitionen, nicht zuletzt die hohen Kosten der Finanzbranche zur Umstellung auf den neuen regulatorischen Rahmen, blieben ohne vollen Gegenwert. Vor diesem Hintergrund erscheint es höchste Zeit, das bisherige **Ungleichgewicht des Integrationsprozesses zu Lasten der Retailmärkte** zu korrigieren.

Integration der Retailmärkte

Ohne Zweifel ist eine Integration der Retailmärkte schwierig. Sprache, Kultur und langjährige Finanzgewohnheiten spielen auf diesen Märkten eine weitaus größere Rolle als auf den Märkten für Großkunden, die in der Regel seit Jahren gewohnt sind, über den nationalen Rand hinauszudenken. Mit dem **Umbruch der gesamten Finanzbranche**, angestoßen von den großen Fortschritten in den Informations- und Kommunikationstechnologien sowie im *financial engineering*, ändern sich aber auch die **Spielregeln im Retailfinanzgeschäft**. Mit dem Trend hin zum *commoditizing* ist eine Angleichung der Produkte über nationale Grenzen hinweg verbunden. Wie in anderen Branchen, die längst von globalisierten Konsumgewohnheiten geprägt sind, gewinnt auch in der Finanzbranche – neben Preis und Funktionalität – die Marke des Anbieters eine immer größere Bedeutung. In Zeiten, in denen amerikanische und britische Banken erfolgreich *globale* Marken für ihr Retailgeschäft aufbauen und nutzen, gibt es kaum einen vernünftigen Grund, die Durchsetzungsfähigkeit *europäischer* Marken in diesem Bereich in Zweifel zu ziehen. Der

Retailmarkt sollte daher in den Mittelpunkt der weiteren Bemühungen um einen integrierten europäischen Finanzmarkt gestellt werden.

Um Fortschritte bei der Integration der Retailmärkte zu erzielen, bedürfen die nicht aufeinander abgestimmten, sich zum Teil sogar widersprechenden **EU-Verbraucherschutzbestimmungen** eine Überarbeitung und Zusammenfassung durch den europäischen Gesetzgeber. Dabei können manche Vorgaben, zum Beispiel technische Informationsanforderungen wie die Widerrufsbelehrung, abschließend geregelt werden (*targeted harmonization*). Diese Harmonisierung relevanter zivilrechtlicher Formalien trüge nicht nur zur Erhöhung der Rechtssicherheit bei grenzüberschreitenden Geschäften bei, vielmehr entfielen damit auch vielfach die angebotshemmende zeit- und kostenintensive Prüfung jeder einzelnen nationalen Rechtsordnung. Ein weiteres Anwendungsbeispiel für das Konzept der *targeted harmonization* ist die Methode zur Berechnung des Effektivzinses, die ebenso EU-weit harmonisiert werden sollte.

Eine attraktive Alternative können auch sog. „**26. Regime**“ darstellen, mit denen fakultative europäische Standards bezeichnet werden, die parallel zu den nationalen Rechtsordnungen eingeführt werden. Damit legte der europäische Gesetzgeber quasi einen „Bypass“ zur schnelleren Integration, ohne aber das Ziel eines harmonisierten Regelungsbestandes aus den Augen zu verlieren. „26. Regime“ könnten in der Übergangszeit dafür sorgen, dass im Systemwettbewerb der europäischen und nationalen Standards der Boden für eine weitergehende Harmonisierung und die Akzeptanz des Prinzips der gegenseitigen Anerkennung bereitet wird.

Die größte Herausforderung bei der Integration der Retailmärkte liegt aber womöglich in der Tatsache, dass wirkungsvolle Harmonisierungsschritte nicht allein auf den Bereich der Finanzmarktgesetzgebung beschränkt bleiben dürfen. Schon das große Thema „Verbraucherschutz“ erfordert eine **interdisziplinäre Herangehensweise**. Ähnliches gilt auch für Fragen des Steuerrechts. Spätestens mit Blick auf Regelungen im Vertragsrecht, deren Harmonisierung im Zuge der Integration der Retailmärkte ebenso auf der Agenda steht, wird deutlich, wie ambitioniert das Vorhaben ist, einen echten Finanzbinnenmarkt für alle Geschäftsbereiche zu schaffen. Umso wichtiger erscheint es, zumindest im Grundsatz Einigkeit über die Notwendigkeit weiterer Harmonisierungsschritte zu erzielen.

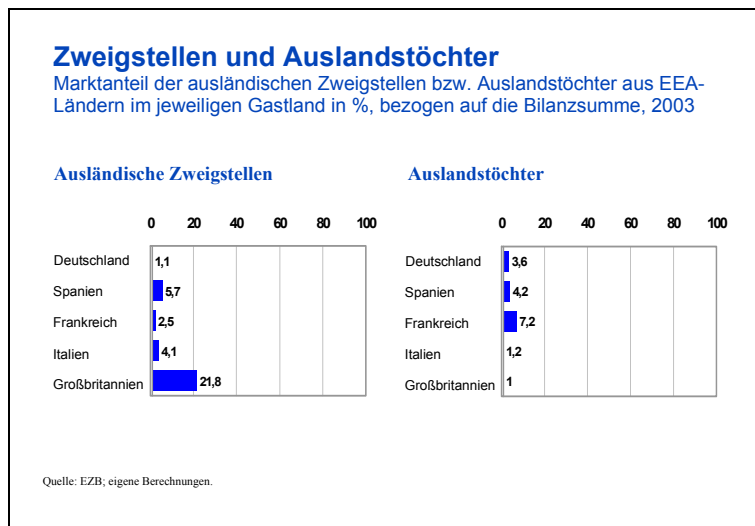
Europäische Bankenkonsolidierung

Über das mögliche Integrationstempo der Retailmärkte sollten dennoch keine Illusionen herrschen. Trotz neuer Vertriebskanäle wie Internet oder Telefon-Banking, mit denen sich dem Fernabsatz neue Möglichkeiten eröffnen, ist das tatsächlich **grenzüberschreitende Geschäft noch verschwindend gering**: In einer aktuellen Umfrage der EU-Kommission geben weniger als 5 % der Befragten an, überhaupt schon einmal ein Finanzprodukt in oder aus einem anderen Mitgliedsland erworben zu haben – und wenn, dann meistens im Rahmen eines Umzuges in das betreffende Land. An dem ausgeprägten **home-bias der Konsumenten**, Finanzprodukte in erster Linie von ortsansässigen Anbietern zu erwerben – wobei die Nationalität des Anbieters jedoch keine

bedeutende Rolle mehr spielt –, scheinen bisher auch die neuen Technologien kaum etwas geändert zu haben. Die Institute, die mit *on-line* Finanzgeschäften im Ausland Erfolg haben, verfügen in aller Regel zugleich auch über eine physische Präsenz in dem betreffenden Markt, mit der das Kundenvertrauen in die Marke aufgebaut und gesichert wird.

Angesichts dieses starken *home-bias* der Verbraucher und der Schwierigkeiten, Hindernisse in den Bereichen Verbraucherschutz, Steuern oder Finanzaufsicht schnell und wirkungsvoll aus dem Weg zu räumen, werden sich die Vorteile des gemeinsamen Markts daher auf absehbare Zeit in erster Linie nur über die **physische Präsenz der Anbieter im jeweiligen Markt** realisieren lassen. Ohne eine Zweigstelle oder ein Tochterunternehmen werden die Potenziale anderer Märkte – trotz gemeinsamer Währung – weitgehend verschlossen bleiben. Mit anderen Worten: Das Tempo der **europäischen Bankenkonsolidierung**, in deren Zuge sich auch im Retailbereich pan-europäisch aufgestellte Institute etablieren, wird bis auf weiteres Schrittmacher der Integration der Retailmärkte bleiben. Auch in diesem Bereich gibt es erheblichen Handlungsbedarf.

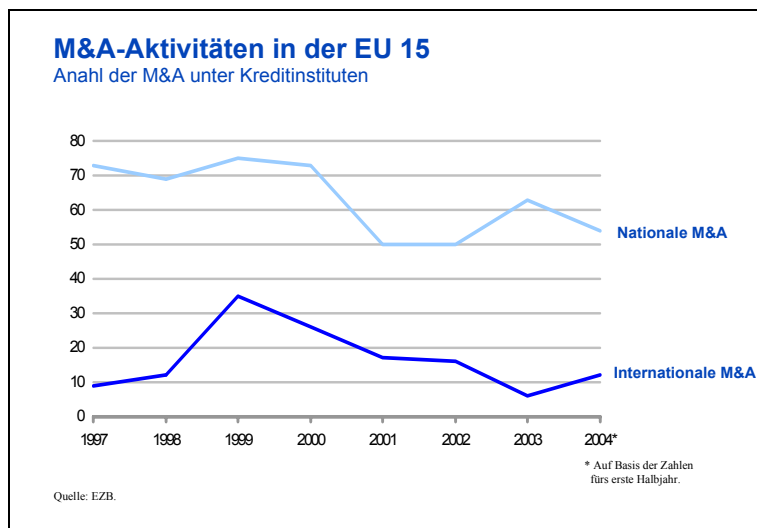
Obwohl der „europäische Pass“ für Banken schon seit mehr als zehn Jahren **Niederlassungsfreiheit innerhalb der EU** garantiert und sich die Situation rasch verändert, ist die Bedeutung der ausländischen Zweigstellen aus anderen EU-Ländern (einschließlich Norwegen, Island und Lichtenstein) in den fünf großen Bankenmärkten noch sehr gering. Einzige Ausnahme bildet hier Großbritannien: mit Blick auf die Sonderstellung Londons als europäisches und globales Finanzzentrum lässt sich das relativ große Gewicht der ausländischen Zweigstellen im britischen Bankenmarkt jedoch leicht erklären.



Ein möglicher Grund für die relative Zurückhaltung der Banken, andere Märkten mit Hilfe von Zweigstellen zu erschließen, dürfte sein, dass sie häufig – beispielsweise aus Gründen der Einlagensicherung – eine Präsenz in Form einer eigenständigen Auslandstochter vorziehen. Allerdings sieht auch hier das Bild nicht viel besser aus: In allen großen Märkten ist auch der **Anteil ausländischer Finanztöchter vergleichsweise niedrig** und entspricht kaum den

Erwartungen an einen integrierten Finanzmarkt. Selbst die jüngsten grenzüberschreitenden Übernahmen dürften daran nicht dramatisch viel geändert haben.

Diese geringe gegenseitige Marktdurchdringung ist Ergebnis der Ausrichtung der **M&A-Aktivitäten** der vergangenen Jahre: Bei der Mehrzahl der Fusionen handelte es sich um nationale Zusammenschlüsse, grenzüberschreitende Deals waren deutlich in der Minderzahl. Dabei verzerrt die numerische Betrachtung, die in den letzten Jahren auf einen durchschnittlichen Anteil der grenzüberschreitenden Zusammenschlüsse von etwa ein Viertel schließen lässt, deren Gewicht sogar noch stark nach oben: In wertmäßiger Betrachtung waren seit 1992 in beinahe allen Jahren mehr als 90 % der Banken-M&A inländische Zusammenschlüsse. Selbst wenn es also zu grenzüberschreitenden Akquisitionen im Bankensektor kommt, sind diese in der Regel weitaus kleiner als nationale Zusammenschlüsse. Insgesamt sind damit internationale M&A zwischen Banken – insbesondere auf dem Retail-Level – seltener als in anderen Wirtschaftssektoren.



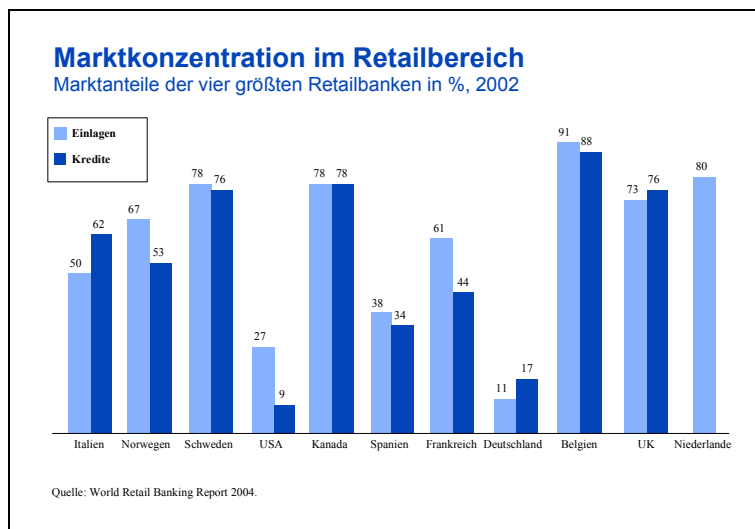
Natürlich gibt es auch „gute“ Gründe, die für eine **Präferenz nationaler Zusammenschlüsse** sprechen. Ertrags- wie auch Kostensynergien sind in diesem Fall meist einfacher zu realisieren. Beispielsweise können die häufig eintretenden Überlappungen im Filialnetz zu schnellen Kosteneinsparungen genutzt werden. Bei der Akquisition ausländischer Unternehmen wird dagegen häufig durch unterschiedliche Sprachen, Kulturen und Geschäftsgewohnheiten der Integrationsprozess erschwert.

Die augenfällige Diskrepanz zwischen nationalen und grenzüberschreitenden M&A-Aktivitäten legt allerdings den Verdacht nahe, dass zusätzlich zu diesen „natürlichen“ auch **künstliche Barrieren** eine große Rolle in der Verhinderung internationaler Zusammenschlüsse spielen. Neben allgemeinen und spezifischen steuerlichen Gründen – u.a. Fragen des Verlustausgleichs zwischen Mutter- und Tochterunternehmen und der Mehrwertsteuerbelastung von Finanzdienstleistungen im Rahmen von Outsourcing-Maßnahmen – sind hierbei in erster Linie die Zersplitterung der Bankenaufsicht zu nennen. Dabei bilden nicht nur die teilweise stark divergierenden

Aufsichtsregimes und

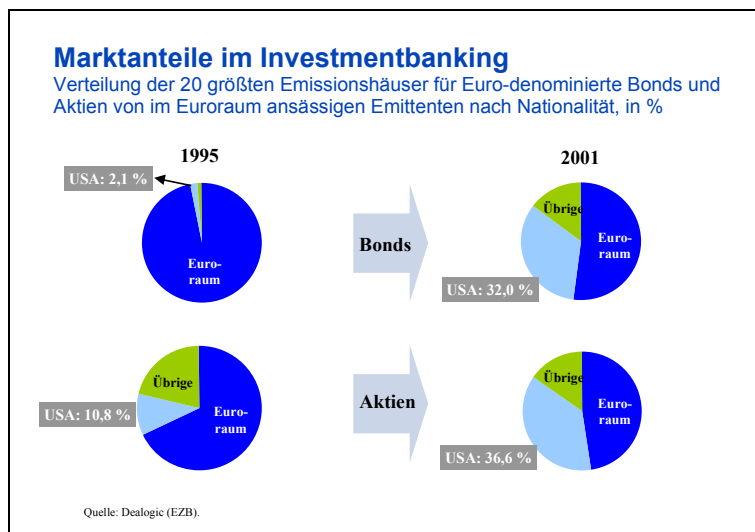
-praktiken ein Problem, das *ex post* einer effizienten Steuerung der neuen länderübergreifenden Einheit entgegen steht; sondern aufsichtsrechtliche Fragen spielen vor allem auch *ex ante*, bei der Genehmigung einer Übernahme, eine entscheidende Rolle. Es ist ein offenes Geheimnis, dass **aufsichtsrechtliche Fragen auch für protektionistische Zwecke** missbraucht werden können. Oftmals leitet nicht die Sorge um einen effizienten europäischen Bankenmarkt, sondern die Förderung „nationaler Champions“ die aufsichtsrechtliche Behandlung grenzüberschreitender Zusammenschlüsse.

Europa kann sich jedoch diese protektionistische, allein an den vermeintlich nationalen Interessen ausgerichtete Politik nicht mehr länger leisten. In der Vergangenheit mag eine Diskriminierung ausländischer Bieter noch nicht so stark ins Gewicht gefallen sein, da im nationalen Rahmen noch genügend Konsolidierungsspielraum verblieb. Mittlerweile ist aber die **Marktkonsolidierung in der Mehrzahl der europäischen Länder abgeschlossen**. Viele Märkte – mit der großen Ausnahme des deutschen Markts – sind stark konzentriert. Die logische Fortsetzung der nationalen Konsolidierungsanstrengungen ist die Verlagerung der Aktivitäten auf die europäische Bühne.



Dafür spricht auch der generell sich ändernde Charakter des Bankgeschäfts. Der Anteil der Fixkosten hat sich dank der Fortschritte im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologien in den letzten Jahren auf etwa 30 % nahezu verdoppelt; im Back Office werden die einzelnen Bankprozesse industriellen Abläufen immer ähnlicher. Dies eröffnet **neue Möglichkeiten für economies of scale**, die unabhängig von nationalen Marktbesonderheiten realisiert werden können. Die Übernahme der britischen Abbey Bank durch die spanische Grupo Santander, die hauptsächlich auf den Erwartungen beruht, durch operationelle Exzellenz Synergien zu heben, ist ein Zeichen, dass sich die Merger-Logik tatsächlich zu wandeln beginnt.

Die Zeit drängt. Denn die möglichen Veränderungen im europäischen Markt müssen natürlich auch unter **globaler Perspektive** gesehen werden. Angesichts der erreichten Größe der **amerikanischen Mega-Banken**, denen im heimischen Markt aus gesetzlichen Gründen kaum mehr weitere Wachstumsoptionen offen stehen, scheint es nur eine Frage der Zeit zu sein, bis diese Institute ihre bisherige Zurückhaltung in Europa aufgeben. Je länger in Europa noch in nationalen Kategorien gedacht wird, desto größer wird die Wahrscheinlichkeit, dass sich die Entwicklung des Investmentbanking im europäischen Retailbanking wiederholen wird. Im Investmentbanking waren es vor allem die amerikanischen Häuser, die konsequent die Vorteile des entstehenden europäischen Markts ausnutzten – und dafür heute mit einer sehr starken Marktstellung belohnt werden.



Allerdings gibt es auch Grund zur Hoffnung. Der Abbey/Santander-Zusammenschluss zeigt, dass einige Banken in Europa durchaus die Zeichen der Zeit erkannt haben. Aus diesem Grund ist auch die Übernahme der HVB durch den Unicredito ein eher erfreuliches Signal. Die Marktteilnehmer selbst, die in der globalen Konkurrenz stehen, scheinen trotz noch vieler bestehenden Widrigkeiten gewillt zu sein, die **Chancen**, die ihnen ein **integrierter europäischer Finanzmarkt** bieten kann, rechtzeitig zu ergreifen. Auch im Retail-Bankengeschäft scheint sich **europäisches Denken** allmählich Bahn zu brechen.

Wie der gesamte europäische Einigungsprozess ist auch die Finanzmarktintegration ein *work in progress*. Viele Schritte stehen noch aus. Die jüngsten Rückschläge auf der politischen Ebene lassen befürchten, dass bei den politischen Entscheidungsträgern der Wille zur Kooperation, d.h. vor allem die Bereitschaft, nationale Interessen und Rechte hintan zu stellen, derzeit eher begrenzt ist. Aber der europäische Einigungsprozess und vor allem die Finanzmarktintegration sind nicht allein ein politischer Prozess. Neben den politischen Kräften, die über das Rahmenwerk entscheiden, spielen auch die Marktkräfte in diesem Prozess eine wichtige Rolle.

Es spricht einiges dafür, dass die Marktkräfte zusehends an Bedeutung gewinnen und in den nächsten Jahren nicht mehr die großen Initiativen der Politik im Vordergrund stehen werden. An ihre Stelle tritt vielmehr das **Zusammenwachsen der Märkte unter dem Druck der globalen Konkurrenz** und die **Initiative privater Unternehmen**. Mit Blick auf die Finanzmarktintegration bedeutet dies vor allem eine Zunahme der grenzüberschreitenden Zusammenschlüsse im europäischen Bankenmarkt. Sollte 2005 als „Gründungsjahr“ der europäischen Bankenkonsolidierung in Erinnerung bleiben, wäre es am Ende doch kein verlorenes Jahr für den europäischen Einigungsprozess gewesen.