

## EU- und US-Pläne zur Finanzmarktreform

Europa hat die Nase vorn

Oliver Ziegler

**Am 2. April treffen die Staats- und Regierungschefs der führenden Industrie- und Schwellenländer (G20) in London zu erneuten Verhandlungen über eine Reform der globalen Finanzarchitektur zusammen. Vor dem Hintergrund der dramatischen Wirtschaftslage in den USA und der noch nicht vollständig arbeitsfähigen neuen US-Administration bietet sich Europa die Chance, die globale Führungsrolle zu übernehmen und sich als Standardsetzer zu etablieren. Auf dem ersten Gipfel im November 2008 in Washington einigten sich die G20-Staaten darauf, alle Finanzmärkte, Finanzprodukte und Marktteilnehmer künftig »ihren Umständen entsprechend« zu regulieren oder zu überwachen.**

Für Europa und die USA ist ein funktionierendes Finanzsystem von zentraler Bedeutung. Trotz starker Konkurrenz aus den Schwellenländern nehmen beide Akteure nach wie vor die führende Position im internationalen Finanzsystem ein. Rund drei Viertel aller Finanzdienstleistungen weltweit wurden vor dem Ausbruch der Finanzmarktkrise 2007 an ihren Märkten erbracht. Auch die Höhe der Finanztransaktionen zwischen den USA und der EU ist beispiellos: Im Jahr 2006 belief sich das Volumen gegenseitiger Anlagen in Wertpapieren auf 3,04 Billionen US-Dollar bei Aktien und auf 2,98 Billionen US-Dollar bei Anleihen. Um diese führende Position auf dem Finanzmarkt weiter auszubauen, arbeiten beide Seiten seit Anfang des Jahrzehnts kontinuierlich an einem Abbau regulatorischer Handels- und Investitions-

hemmnisse. Zentraler Bestandteil dieser transatlantischen Marktintegration ist weniger die Harmonisierung der oftmals sehr unterschiedlichen rechtlichen Bestimmungen für die Wertpapiermärkte, sondern vielmehr deren gegenseitige Anerkennung. Von besonderer Bedeutung innerhalb des dichten Netzes formeller und informeller Dialoge ist der 2002 gegründete Finanzmarktregulierungsdialo (Financial Markets Regulatory Dialogue, FMRD) zwischen der Europäischen Kommission auf der einen und dem US-Finanzministerium, der Börsenaufsicht (SEC) und dem Federal Reserve Board auf der anderen Seite. Speziell bei der Lösung des Konflikts um den Sarbanes-Oxley Act hat sich der FMRD hervorgetan. Das Gesetz zur Reform des Wertpapierhandels wurde als Reaktion auf verschiedene Bilanzskandale (z.B. *Enron*) im Juli 2002

vom US-Kongress erlassen, kollidierte jedoch mit einer Reihe europäischer Rechtsvorschriften. Auch der 2007 ins Leben gerufene Transatlantische Wirtschaftsrat (TEC) hat sich als High-level-Forum für die Diskussion über Regulierungsfragen etabliert. Als dessen größter Erfolg in Finanzmarktfragen bislang gilt die Anerkennung der internationalen Bilanzierungsregeln (IFRS) in den USA. Mit Blick auf das anstehende G20-Treffen am 2. April in London ergibt sich nun für beide Partner die Möglichkeit, gemeinsame Standards für eine neue globale Finanzarchitektur zu entwickeln. Die Zeichen sind günstig, dass Europa und die USA an einem Strang ziehen werden.

### **Bereitschaft zu regulieren**

Es ist noch nicht lange her, dass Initiativen aus Brüssel, Berlin oder Paris zur Reform des *Laissez-faire*-Finanzmarktmodells von amerikanischer sowie britischer Seite scharf kritisiert und zurückgewiesen wurden. Grund dafür waren systemische Unterschiede zwischen Kontinentaleuropa auf der einen und den angelsächsischen Ländern auf der anderen Seite. Unter dem Eindruck der Finanzmarktkrise ist die Bereitschaft zur strengeren Kontrolle der Märkte jedoch gewachsen. »Die Vereinigten Staaten haben nicht die Absicht die Bemühungen zu verzögern«, verkündete der neu gewählte amerikanische Präsident Barack Obama am 25. Februar auf einer Pressekonferenz in Washington. Obama bezeichnet die Reform der Finanzmarktregulierung – neben dem Konjunkturpaket und den Bankenrettungsmaßnahmen – als »ein Bein des Schemels« in seinem Plan gegen die Wirtschaftskrise. Auch der demokratische Senator Charles Schumer, hochrangiges Mitglied im Bankenausschuss des US-Senats, forderte jüngst eine »aggressivere« Regulierung der Finanzmärkte, um die Führungsrolle New Yorks als Finanzhauptstadt der Welt zu bewahren. Die SEC solle zu diesem Zweck sogar von Washington nach New York umsiedeln. Noch vor zwei Jahren hatte sich Schumer vehement über das Übermaß an Regulie-

rung in den USA beklagt. Ähnliches gilt für den britischen Premier Gordon Brown, der mit dem Motto »regulation light« jahrelang für den Finanzplatz London warb. Zwar stemmte sich Brown erfolgreich gegen Brüsseler Pläne zur Schaffung einer europäischen Finanzaufsicht. Als erster europäischer Gast im Weißen Haus sprach er sich jedoch Anfang März für einen »globalen New Deal« zur Stabilisierung der Märkte aus. Darin sollen transparente Standards für den Finanzsektor enthalten sein. Mit seinen EU-Kollegen hat sich der britische Premier Ende Februar zudem auf weitreichende Maßnahmen zur stärkeren Kontrolle der Weltfinanzmärkte verständigt. Auf beiden Seiten des Atlantiks ist man sich einig, dass eine enge Abstimmung der Positionen zwingend ist. Aufgrund struktureller Besonderheiten gehen die Akteure dabei jedoch mit unterschiedlichem Tempo voran.

### **USA nur bedingt arbeitsfähig**

Trotz der Fülle an institutionalisierten Dialogen zwischen Europa und den USA finden transatlantische Gespräche zur Finanzmarktregulierung hauptsächlich im Rahmen der vier Arbeitsgruppen statt, die die G20-Staaten zur Umsetzung der November-Beschlüsse eingerichtet haben. Zwar hat Präsident Obama erst Anfang März erklärt, die TEC-Verhandlungen unter der operativen Leitung seines stellvertretenden Wirtschaftsberaters Michael Froman fortführen zu wollen. Zurzeit liegen sie jedoch auf Eis. Diese ungewollte Zwangspause ist zunächst der Tatsache geschuldet, dass die gegenwärtige US-Administration erst frisch im Amt ist. Da mit jedem Regierungswechsel in Washington stets ein Großteil des politischen Personals ausgetauscht wird, ist die junge Obama-Administration momentan nur bedingt arbeitsfähig. Im US-Finanzministerium etwa ist die Mehrheit der Stellen auf mittlerer Ebene derzeit noch vakant. So muss der langjährige Deputy Assistant Secretary for International Affairs im Finanzministerium, Mark Sobel, neben den bilateralen Beziehungen zu Europa

auch die regen multilateralen Aktivitäten um die G20 und G7 koordinieren. Zudem sind die relevanten Ministerien und Behörden mit der Bewältigung der Krise beschäftigt. Während Finanzminister Timothy Geithner sowohl mit der Rettung des Bankensektors als auch der angeschlagenen US-Automobilindustrie beauftragt ist, konzentriert sich die neue Direktorin der SEC, Mary Schapiro, weiterhin auf die Aufklärung der Finanzskandale um die mutmaßlichen Anlagebetrüger Bernard Madoff und Robert Stanford.

### **Keine klare Positionierung**

Diese Umstände erklären, warum eine endgültige Positionierung der neuen amerikanischen Regierung zur Finanzmarktreform noch aussteht. Hinzu kommt, dass im politischen System der USA der Kongress über Regulierungsfragen bzw. die Mandate der zahlreichen unabhängigen Regulierungsbehörden entscheidet. Präsident Obama ist somit von der Beschlussfassung der Legislative abhängig. Doch auch im Kapitol herrscht keine Einigkeit. Zwar wird der im Januar von Obamas Finanzberater Paul Volcker vorgelegte »Rahmenplan zur Finanzstabilität« von vielen als Modell gesehen. Das Papier empfiehlt einige sehr weitgehende Vorschriften, wie etwa strengere Regeln für Hedgefonds, Ratingagenturen und Hypothekemakler. Aber es kursieren auch alternative Konzepte. Im Januar legten die Senatoren Charles Grassley (R) und Carl Levin (D) einen Entwurf mit weit weniger ambitionierten Zielen vor. Demnach sollen im Gegensatz zum Volcker-Plan etwa Hedgefonds ab einer bestimmten Größe lediglich zur Registrierung bei der SEC verpflichtet werden. Bisher sind Hedgefonds weitgehend unreguliert, eine Registrierung ist freiwillig. Der Volcker-Plan, der auch von dem Mitglied des Bankenausschusses im Senat, dem Demokraten Jack Reed, sowie von dem demokratischen Vorsitzenden des Ausschusses für Finanzdienstleistungen im Repräsentantenhaus, Barney Frank, favorisiert wird, zielt hingegen auf eine voll-

ständige Kontrolle der Hedgefonds durch eine eigene Behörde. Darüber hinaus verzögert sich der Entscheidungsfindungsprozess im Kongress wegen eines Parallelkonflikts um handelbare Kreditausfallversicherungen (Credit Default Swaps, CDS). Collin Peterson, der demokratische Vorsitzende des Landwirtschaftsausschusses im Repräsentantenhaus, hat einen Gesetzentwurf eingereicht, der den Handel mit CDS drastisch einschränken würde. Seinem Parteikollegen Barney Frank geht dieser Vorschlag jedoch zu weit. Frank streitet zudem mit seinem Parteikollegen und Vorsitzenden des Bankenausschusses im Senat, Christopher Dodd, über die zukünftige Rolle der Zentralbank (Fed). Weniger kontrovers ist der Kampf gegen Steueroasen. Anfang März wurde in beiden Kammern des Kongresses ein Gesetzentwurf eingebracht (*Stop Tax Haven Abuse Act*), der die breite Unterstützung der demokratischen Mehrheit und auch des Präsidenten findet.

Der Gesetzgebungsprozess hin zu einer modernen Finanzmarktarchitektur wird aufgrund der Komplexität der Materie und der involvierten Interessengruppen erwartungsgemäß viel Zeit in Anspruch nehmen. Die Tageszeitung *The Hill* bezeichnet den Prozess als »Goldgrube für Lobbyisten«. Auf Wunsch Obamas jedoch soll bis zum G20-Gipfel ein grober Entwurf existieren. Die leitenden Prinzipien hierfür, wie systemisches Risikomanagement oder verbesserte Transparenz, hat der Präsident vorgegeben.

### **Brüssel hat die Nase vorn**

Während die Debatte über Finanzmarktregulierung in Washington also erst langsam an Fahrt gewinnt, sind die Schwerpunkte in Brüssel längst gesetzt und erste Pakete bereits geschnürt. EU-Kommissionspräsident Jose Manuel Barroso forderte Anfang März nicht nur, dass Europa beim Kampf gegen Steueroasen weltweit eine Führungsrolle übernehmen müsse; basierend auf dem Plan des früheren IWF-Chefs Jacques de Larosière legte er auch ein Strategiepapier über eine umfassende Reform

der Finanzmärkte vor. Die Staats- und Regierungschefs der Europäischen Union sollen das Konzept bei ihrem Gipfel im Juni absegnen. Die neuen Gesetze sollen noch bis Herbst auf den Tisch kommen, ehe sich die amtierende Kommission Ende Oktober auflöst. Für Insider der Kommission deutet das von Barroso eingeschlagene Tempo darauf hin, dass der Kommissionspräsident, dessen politische Zukunft in Brüssel heftig diskutiert wird, sich für eine zweite Amtszeit profilieren möchte.

Der Europäischen Union kommt das rasche Handeln im Hinblick auf ihren Einfluss auf der internationalen Bühne sehr zupass. Dadurch, dass die amerikanischen Partner bei der Erarbeitung ihrer Regulierungspläne nur langsam vorankommen, bietet sich den Europäern die Gelegenheit, sich als weltweite Standardsetzer im Finanzmarktbereich zu etablieren. Im Umwelt- und Sozialbereich wird die EU bereits gemeinhin als »the world's chief regulator« (*The Economist*) bezeichnet. So haben schon eine Vielzahl von Ländern Brüsseler Umweltdirektiven übernommen. Grund dafür sind die weitreichenden Erfahrungen der EU im Regulierungsbereich, ihre traditionell regulierungsfreundliche und risikoaverse Öffentlichkeit sowie die Größe ihres Binnenmarkts. Im Finanzmarktbereich will die Union nun ebenfalls punkten. Seit Jahren pochen die Kontinentaleuropäer vergeblich auf eine strengere Regulierung der Märkte. Die Wirtschaftskrise stellt sich für Brüssel nun als Chance dar. So gehen eine Reihe von Vorschlägen zur Finanzmarktreform, die die EU-Staaten im Rahmen des G20-Treffens am 2. April in London diskutieren möchten, über die im November formulierten Forderungen der G20 hinaus, etwa die Einführung einer obligatorischen Registrierungs- und Informationspflicht für Hedgefonds und einer europäischen Lizenz für Ratingagenturen, die Schaffung einer zentralen Verrechnungsstelle für Kreditausfallversicherungen in Europa, Vorschriften zur Bezahlung von Finanzmanagern oder die Androhung von Sanktionen für Steueroasen.

## Erfolg kein Selbstläufer

Zwar möchte Brüssel die Nase bei der Regulierung von Finanzmärkten vorne haben, doch ist der Erfolg kein Selbstläufer. Washington bleibt trotz regulierungsfreundlicher Rhetorik zurückhaltend gegenüber einigen Plänen aus Europa: Generell haben die Amerikaner angekündigt, den Schwerpunkt des G-20-Treffens auf die Koordinierung der nationalen Konjunkturprogramme setzen zu wollen. Erst danach könne man über die langfristigen Fragen der Finanzmarktarchitektur beraten. Zum zweiten gibt es in den USA Vorbehalte gegen die Schaffung einer zentralen Verrechnungsstelle für Kreditderivate in Europa, da der größte Anteil des 30 Billionen Dollar schweren CDS-Markts in den Vereinigten Staaten liegt. Drittens weisen Kritiker der »obsessiven Regulierungswut« Brüssels, wie der *Financial Times*-Kolumnist Martin Wolf, mit Nachdruck darauf hin, dass weder Hedgefonds noch Steueroasen die Krise verursacht haben. Viertens werden auch Reformideen für die Makro-Ebene, wie etwa die Gründung einer Weltfinanzaufsicht, mit Skepsis betrachtet. Barney Frank, Vorsitzender des Ausschusses für Finanzdienstleistungen im US-Repräsentantenhaus, hat bereits deutlich gemacht, dass die USA keine nationalen Souveränitätsrechte abgeben werden. Schließlich könnte die Ankündigung der neuen Direktorin der SEC, Mary Schapiro, die von der EU geforderte langfristige Umstellung der amerikanischen Bilanzierungsstandards auf IFRS verhindern zu wollen, zum Konfliktfall werden.

Trotz dieser kritischen Punkte zeichnet sich ab, dass die Amerikaner der von Brüssel dominierten politischen Agenda in weiten Bereichen folgen werden. Äußerungen der US-Administration und – noch wichtiger – von Vertretern der mit Parlamentsvorbehalt ausgestatteten demokratischen Kongressmehrheit lassen auf eine große Interessenkonvergenz mit den Europäern schließen. Wenn es den Europäern gelingt, am 2. April mit einer Stimme zu sprechen, bietet sich ihnen ein *Window of Opportunity* wie selten zuvor, um weltweite Standards zu setzen.

© Stiftung Wissenschaft und Politik, 2009  
Alle Rechte vorbehalten

Das Aktuell gibt ausschließlich die persönliche Auffassung des Autors wieder

**SWP**  
Stiftung Wissenschaft und Politik  
Deutsches Institut für Internationale Politik und Sicherheit

Ludwigkirchplatz 3–4  
10719 Berlin  
Telefon +49 30 880 07-0  
Fax +49 30 880 07-100  
www.swp-berlin.org  
swp@swp-berlin.org

ISSN 1611-6364