

→ INTERVIEW

AMAFI und DDV zu den Herausforderungen der Europäischen Kapitalmarktunion | 1

→ ZITAT

Engin Eroglu, MdEP | 3

→ INTERVIEW



## AMAFI und DDV zu den Herausforderungen der Europäischen Kapitalmarktunion

Die Kapitalmarktunion stärkt die europäische Wirtschaft und soll den EU-Binnenmarkt für Kapital und Finanzdienstleistungen vertiefen und erweitern. Die im Herbst 2020 geplante Weiterentwicklung der Kapitalmarktunion möchte den Zugang zu Finanzmitteln über den Kapitalmarkt verbessern und die Kapitalaufnahme für kleine und mittlere Unternehmen erleichtern. Die EU soll zudem attraktiv für Investitionen bleiben, Arbeitsplätze schaffen und Wirtschaftswachstum fördern. In diesem Gespräch teilen Stéphane Giordano, Präsident der französischen AMAFI<sup>1</sup>, und Dr. Henning Bergmann, geschäftsführender Vorstand des DDV, ihre Ansichten zu den zukünftigen Herausforderungen der Europäischen Kapitalmarktunion. →

<sup>1</sup> Die Association française des marchés financiers (AMAFI) ist als Verband auf nationaler, europäischer und internationaler Ebene tätig. Er vertritt die in Frankreich angesiedelten Finanzmarktteilnehmer und hat mehr als 150 Mitglieder, die auf eigene Rechnung oder für Kundinnen und Kunden in Aktien, Renten, strukturierte Produkte und Derivate investieren.

Liebe Leserin,  
lieber Leser,



unser Alltag ist weiterhin stark geprägt von der Corona-Pandemie, die die Wirtschaft, Politik und Gesellschaft in Schach hält. Derweil formierte sich in Berlin eine neue Bundesregierung und in Frankreich zeichnen sich die Anfänge des Präsidentschaftswahlkampfes ab. Zudem hat das Land seit Januar die EU-Ratspräsidentschaft inne.

Bei aller Tagespolitik ist es wichtig, die langfristigen Entwicklungen im Auge zu behalten. Als DDV stehen wir dazu im Austausch mit anderen kreditwirtschaftlichen Verbänden, gerade in Frankreich. Besonders intensiv sind unsere Gespräche mit AMAFI, der Association française des marchés financiers, dem französischen Kapitalmarktverband. Uns verbindet das gemeinsame Ziel, den EU-Kapitalmarkt reifer und effizienter zu machen. Wir wollen, dass aus dem Wettbewerb im Inneren ein EU-Kapitalmarkt mit starker Wettbewerbsfähigkeit gegenüber anderen internationalen Finanzzentren entsteht. Die Arbeiten an der EU-Kapitalmarktunion bieten dafür die Chance.

In dem Gespräch zwischen Stéphane Giordano, dem Präsident von AMAFI, und mir halten wir gemeinsame Positionen aus Deutschland und Frankreich fest. Wir wollen damit die Debatte um einen leistungsstarken EU-Kapitalmarkt im Dienst der Anlegerinnen und Anleger sowie der Wirtschaft bereichern.

Ich wünsche Ihnen eine anregende Lektüre und freue mich über Ihre Rückmeldungen.

Dr. Henning Bergmann  
Geschäftsführender Vorstand des DDV



## „Die EU braucht einen wettbewerbsfähigen Finanzmarkt“

Dr. Henning Bergmann, DDV, im Gespräch mit Stéphane Giordano, AMAFI

➤ Nach der Verabschiedung des Aktionsplans für die Kapitalmarktunion im Jahr 2015 nahm die Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen die Vollendung einer Kapitalmarktunion in Angriff, „die für Menschen und Unternehmen funktioniert“. Zu diesem Zweck wurde am 24. September 2020 ein neuer Aktionsplan veröffentlicht. Zu den Prioritäten des Aktionsplans gehört die Ausarbeitung von Maßnahmenvorschlägen für eine stärkere Koordinierung oder direkte Beaufsichtigung durch die europäischen Aufsichtsbehörden. Der entsprechende Bericht der Europäischen Kommission wird im 1. Quartal 2022 erwartet. Es ist wichtig, die EU-Vorschriften zu harmonisieren und eine effizientere und integrierte EU-Kapitalmarktarchitektur zu schaffen, wie es die EU-Kapitalmarktunion vorsieht. Denn dadurch bekommen Anlegerinnen und Anleger die Möglichkeit, langfristig Vermögen aufzubauen. Außerdem liegt hierin die Voraussetzung für wettbewerbsintensive und attraktive EU-Finanzmärkte.

→ **Das Konzept einer „open strategic autonomie“ bedeutet für den Finanzsektor die Verringerung externer Abhängigkeiten, während man gleichzeitig offen für andere Jurisdiktionen bleibt, mit dem Ziel, insbesondere eine grünere und stärker digitalisierte Wirtschaft zu fördern. Denken Sie, das wäre hilfreich?**

Giordano: Ziel der Kapitalmarktunion war es von Anfang an, dafür zu sorgen, dass die Finanzmärkte bei der Finanzierung der europäischen Volkswirtschaften eine wichtigere Rolle spielen. Angesichts der im Vergleich mit anderen hochentwickelten Volkswirtschaften starken Abhängigkeit von einer Finanzierung durch Banken in der Union und aufgrund der durch die Base-

ler Bestimmungen bedingten zusätzlichen Beschränkungen für die Fähigkeit von Banken zur Kreditvergabe ist dieses Ziel heute aktueller denn je. Trotzdem erfordert der Brexit ein vollständiges Umdenken in Bezug auf die Kapitalmarktunion: Der wichtigste europäische Finanzmarkt befindet sich jetzt außerhalb der Union.

→ **Was heißt das für die Kapitalmarktunion der EU?**

Giordano: Vor diesem Hintergrund ist das Konzept der „offenen strategischen Autonomie“ natürlich entscheidend für den Erfolg der Kapitalmarktunion. Erstens, weil es ein Hinweis darauf ist, dass die Behörden den Gedanken verinnerlicht haben, dass die Entwicklung einer ausreichenden Autonomie für das Funktionieren des EU-Finanzmarktes eine Angelegenheit ist, die mit der Souveränität der Union zu tun hat. Dabei müssen alle Wertschöpfungsstufen mitbeteiligt werden von den Anlegern hin bis hin zu den Unternehmen, einschließlich Vermittler und Infrastrukturbetreiber. Zweitens, weil dies ein gemeinsames Verständnis belegt, dass die Märkte der Union für die übrige Welt offen bleiben müssen und nicht abgeschottet werden dürfen.

Schließlich bringt das Konzept der „offenen strategischen Autonomie“ perfekt auf den Punkt, was für die Zukunft der EU-Finanzmärkte auf dem Spiel steht: Es wäre unvernünftig, sich bei der Finanzierung unserer Volkswirtschaften zu sehr auf externe Ressourcen und Kompetenzen zu verlassen. Andererseits können wir aber auch nicht außer Acht lassen, dass Finanzmärkte miteinander verbunden sind. Das bedeutet auch, dass sich die Union in Bezug auf Finanzdienstleistungen nicht länger ausschließlich als einen Markt von Konsumenten betrachten kann. Sie muss



„Deutschland ist ein Land, das durch die dezentrale Bankstruktur eine starke Basis zur Finanzierung von kleinen und mittelständischen Unternehmen bereithält. Aber Deutschland ist auch international sehr vernetzt, mit starkem Handel in und außerhalb Europas. Um die grenzüberschreitenden Chancen noch zu verbessern, brauchen wir parallel zum gesunden deutschen Bankenstandort auch eine bessere Vernetzung der EU-Kapitalmärkte. Wir müssen den Kapitalmarkt als zusätzliche Finanzierungsquelle leichter erreichbar machen und können so die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Unternehmen und Banken zusätzlich verbessern.“

*Engin Eroglu, MdEP  
Renew Europe Group (Deutschland: Freie Wähler)  
seit 2019 Mitglied des Europäischen Parlaments*

sich auch als ein Markt von Produzenten positionieren. Das heißt, dass man sich erstens über die Attraktivität europäischer Märkte und zweitens die Konkurrenzfähigkeit europäischer Marktteilnehmer sowohl innerhalb als auch außerhalb der Union Gedanken machen muss.

#### → Teilen Sie diese Auffassung?

Bergmann: Wir brauchen reife und autonome EU-Finanzmärkte im Dienst der europäischen Wirtschaft. Das US-amerikanische Modell, das eher auf Kapitalmärkten als auf Banken basiert, sollte nicht eins zu eins kopiert werden. Wir stimmen sicherlich alle darin überein, dass die Finanzierung durch Banken große Vorteile bietet, aber eine solche Finanzierung kann ohne die von den Finanzmärkten erzeugten Kapitalströme nicht mit optimaler Effizienz funktionieren. Eine starke Infrastruktur und starke Märkte auf dem europäischen Festland bilden daher eine Grundlage dafür, dass die Union in den nächsten Jahren respektiert wird und floriert.

Wir sind davon überzeugt, dass die „offene strategische Autonomie“ in einem neuen Ökosystem nach dem Brexit ein Muss ist. Bedeutsam ist dieses Konzept auch für die Finanzierung der Herausforderungen, vor denen die Union in wirtschaftlicher und demographischer Hinsicht steht, einschließlich der Altersvorsorge der nächsten Generationen. Vertiefte Finanzmärkte auf dem europäischen Festland sind auch eine wichtige Voraussetzung, um die EU-27 in die Lage zu versetzen, ihre Ziele auf strategischen Gebieten wie einer digitalen und nachhaltigen Finanzierung zu erreichen.

#### → Wie „offen“ sollte der EU-Finanzmarkt Ihrer Meinung nach sein?

Bergmann: In diesem Kontext bedeutet der Begriff „offen“, dass die Finanzmärkte nicht isoliert voneinander funktionieren können. Starke Verbindungen mit den US-amerikanischen und asiatischen Märkten sind unverzichtbar, ganz zu schweigen von der immer

noch großen Bedeutung des britischen Finanzmarkts. Faire und wechselseitige Vereinbarungen sollten die Regel sein, vorausgesetzt, dass beispielsweise das Anlegerschutzniveau und die Ausführungsqualität hohen Standards gerecht werden. Die EU muss für die nationalen und internationalen Kapitalströme attraktiv sein. Der bereits robuste Regulierungsrahmen spricht für die EU. Aber auch aus Anlegersicht sollte noch am Pragmatismus und an der Effizienz gearbeitet werden.

#### → Oft wird auf den Wettbewerb zwischen den Märkten in der Europäischen Union hingewiesen. Wie kann aus diesem Wettbewerb auf nationaler Ebene eine echte europäische Wettbewerbsfähigkeit und Attraktivität werden, die zu einer Verbesserung der Finanzierung der Wirtschaft führen würde?

Bergmann: Ein Wettbewerb zwischen den europäischen Märkten ist nur dann sinnvoll, wenn dadurch vor allem den Anlegerinnen und Anlegern ein reichhaltigeres und zweckmäßigeres Angebot gemacht wird. Allerdings sind die Finanzplätze in Europa natürlich zu einem Standortwettbewerb bereit, um ihre wirtschaftliche Bedeutung und Positionierung zu fördern. Dagegen würde ein erbitterter Kampf niemandem nützen. Wir sind der Meinung, dass die Anstrengungen stärker koordiniert werden sollten, um die erforderlichen Infrastrukturen systematisch zu entwickeln und um die Talente zu gewinnen, die die bisher in Großbritannien angebotenen Finanzdienstleistungen weiterentwickeln können.

Eine kohärente EU-weite Regulierung und Aufsicht muss eine herausragende Rolle spielen. Beispiele für ein „Gold-Plating“ gibt es noch viele. Diese Fälle sollten eingehend geprüft und genau adressiert werden. Eine besser koordinierte und einheitliche Aufsicht kann nicht von einem auf den anderen Tag geschaffen werden. Sie muss wachsen. Ein guter Anfang wäre es, sich auf die Effizienz der Konvergenz der Aufsichtsvorschriften

ten in Verbindung mit einer besseren Koordinierung unter den europäischen Aufsichtsbehörden zu konzentrieren. Zu dieser stärkeren Integration wird es nicht kommen, wenn die nationalen Behörden nicht eine wichtige Rolle spielen, denn sie verfügen über umfassende Kenntnisse der lokalen Märkte mit ihren Besonderheiten in Bezug auf spezifische Produkte, Kundenstamm, Steuerregelungen und Sprachkenntnisse. Außerdem sind sie auch mit den Best Practices und den nationalen Rechtsrahmen vertraut. Wir sind davon überzeugt, dass eine auf nationaler Ebene verankerte gut funktionierende Aufsicht in Verbindung mit einer Konvergenz der Vorschriften auf EU-Ebene und Koordinierungsnetzen zwischen den Regulierungsbehörden positive Signale an die Kreditwirtschaft senden wird, damit aus dem Wettbewerb im Inneren Wettbewerbsfähigkeit gegenüber anderen internationalen Finanzzentren wird.

#### → Was ist nötig, um diese Entwicklung in Gang zu setzen?

Bergmann: Wir meinen, dass ein starkes Signal durch ein politisches Engagement auf höchster Ebene sowohl von der EU als auch von nationalen Entscheidungsträgern vonnöten ist, damit Regulierungs- und Aufsichtsbehörden den Marktteilnehmern den Weg weisen können. Der Erfolg wird von der Erkenntnis abhängen, dass es nicht darum geht, als nationaler Markt andere zu übertreffen, sondern ein Netzwerk von Märkten mit internationaler Bedeutung zu schaffen, das in der Lage ist, Komplementaritäten und Synergien zu entwickeln, um international wettbewerbsfähig und attraktiv sein zu können.

Giordano: Offenkundig gab es vor dem Brexit keinen echten Wettbewerb zwischen den Märkten in der EU: London war mit Abstand der führende Markt, sowohl was Größe als auch was Einfluss angeht. Der Brexit hat zu einem starken, teilweise unerbittlichen Wettbewerb zwischen manchen Mitgliedstaaten geführt, um von den Standortverlagerungen von London weg zu profitieren und um die Entwicklung und Entfaltung des lokalen Ökosystems zu erleichtern. Dadurch ist eine völlig neue Landschaft entstanden, wobei sich die Märkte in Frankfurt und Paris als „Generalisten“ und einige andere eher als „Spezialisten“ profiliert haben.

Dieser Wettbewerb ist mit gewissen Risiken verbunden: Typischerweise könnte die zuständige nationale Behörde eines spezialisierten Marktes versucht sein, zugunsten der Wertschöpfungsstufe, die sich in ihrem Zuständigkeitsbereich entwickelt hat, befangen zu werden, was der erforderlichen Konvergenz der Aufsichtsvorschriften zuwiderlaufen würde. Die Herausforderung für die europäischen Aufsichtsbehörden – und die europäische Finanzbranche im Allgemeinen – besteht darin, solche Risiken im Griff zu behalten und dafür zu sorgen, dass der interne Wettbewerb zu Spitzenleistungen sowohl innerhalb als auch außerhalb

der Union führt. Um dieses Ziel zu erreichen, müssen gute lokale Praktiken und Erfolge durch die Regulierung eher gefördert als unterdrückt werden, das Know-how nationaler Wettbewerbsbehörden muss eher zum Aufbau einer kohärenten gesamteuropäischen Aufsicht beitragen als ihn zu verhindern, und die Konsolidierung jeder Wertschöpfungsstufe muss auf europäischer Ebene eher gefördert als aufgrund nationaler Positionen bekämpft werden.

#### → Welche institutionellen und regulatorischen Anpassungen könnten Ihrer Meinung nach sowohl auf EU- als auch auf nationaler Ebene die Wettbewerbsfähigkeit und Attraktivität der Finanzmärkte der EU-27 steigern?

Giordano: Dazu wäre so vieles zu sagen!

Am wichtigsten wäre es, dass im Einklang mit der Stellungnahme des Wirtschafts- und Sozialausschusses der EU als Reaktion auf den neuen Aktionsplan für die Kapitalmarktunion jede Änderung im Regulierungsrahmen der Union einem „Attraktivitäts- und Wettbewerbsfähigkeitstest“ unterzogen werden sollte. Ein zentraler Treiber für gesetzgeberische Maßnahmen der Union zur Sicherstellung der Integrität der Märkte und zum Schutz von Anlegern muss neben der Gewährleistung der finanziellen Stabilität das Bemühen sein, dafür zu sorgen, dass die europäischen Akteure im globalen Markt wettbewerbsfähig sein können. Praktisch bedeutet dies vor allem, dass die Mitgesetzgeber der EU zwar ihre eigenen Ansichten auf internationaler Ebene weiter fördern sollten, aber auch die regulatorische Entwicklung in anderen Ländern im Auge behalten müssen, insbesondere in Großbritannien, das sich gegenüber der Union berechtigterweise als agiler Wettbewerber positionieren möchte.

Außerdem wäre es notwendig, dass die europäischen Behörden die Entstehung gesamteuropäischer Akteure in mehreren Bereichen erleichtern, die entweder öffentlich-rechtlich strukturiert sind oder in denen es für private Initiativen gravierende Hindernisse gibt. In diesem Zusammenhang werden zurzeit die Initiativen „European Single Access Point“ und „Consolidated Tape“ in Betracht gezogen, die weiter vorangebracht werden müssen. Aber es muss noch viel mehr getan werden: Für eine Wiederbelebung des europäischen Verbriefungsmarkts müssen eventuell Behörden wie in den USA geschaffen werden; eine Positionierung der ESMA als wirklich gesamteuropäische Behörde erfordert eine Stärkung von deren Konvergenzbefugnissen und eine grundlegende Veränderung der Governance.

Mit Sicherheit kann man aber davon ausgehen, dass die nächsten Jahre für die Zukunft der europäischen Finanzbranche entscheidend sein werden!



→ **Teilen Sie diese Ansicht?**

Bergmann: Unsere Vorstellungen gehen in die gleiche Richtung. Denkbar sind eine ganze Reihe von Anpassungen, die zu einer Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit und Attraktivität der Finanzmärkte der EU-27 führen könnten. Letztlich ist es eine Frage, ob zum richtigen Zeitpunkt der politische Wille besteht, die Sachen umzusetzen. Beispielsweise wäre der von Stéphane geäußerte „Attraktivitäts- und Wettbewerbsfähigkeitstest“, den es ja im Zusammenhang mit Subsidiarität und Verhältnismäßigkeit schon gibt, jedes Mal, wenn ein primärrechtlicher Gesetzesvorschlag gemacht wird, hilfreich. Ideal wäre auch eine Änderung des Mandats der europäischen Aufsichtsbehörden im Rahmen einer Überprüfung der Rechtsvorschriften. Das Mandat sollte auch auf die Wettbewerbsfähigkeit und vielleicht auch auf die Attraktivität ausgedehnt werden. Für die britische FCA wurde dies bereits diskutiert. Bereits heute gehört zu ihren Aufgaben die Förderung eines gesunden Wettbewerbs zwischen Finanzdienstleistungsanbietern, wobei die Attraktivität britischer Unternehmen in der Praxis energisch verteidigt wird. Und auch zu den Aufgaben der CFTC in den USA gehört die Förderung wettbewerbsintensiver und effizienter Märkte; diese Aufgabe wird von dieser Behörde auch gewissenhaft wahrgenommen.

→ **Würden Sie noch weitere Verbesserungen vorschlagen?**

Bergmann: Eine andere wichtige Anpassung, die zu einem wettbewerbsintensiveren und attraktiveren Regulierungsrahmen führen könnte, ist eine Verbesserung der aufsichtsrechtlichen Konvergenzinstrumente wie den „Q&As“. Sie spielen für das Verhalten der Marktteilnehmer eine wichtige inspirierende Rolle und sind ein wesentliches Element auf dem Weg zu einer stärkeren Harmonisierung der Marktpraxis in der gesamten EU. Es wäre tatsächlich an der Zeit, konsequent den Gedanken zu verfolgen – was im neuen Q&A-Prozess nicht geschieht – dass möglichst alle relevanten Stakeholder und Marktgegebenheiten berücksichtigt werden sollten. Wir denken, dass etwas dagegen getan werden muss, dass manche nationalen Wettbewerbsbehörden die Q&As sehr streng anwenden, dass zurzeit keine Folgenabschätzung



Das Berlaymont-Gebäude in Brüssel, in dem sich der Sitz der Europäischen Kommission befindet.

erfolgt und dass es keine Rechtsmittel gibt, wenn eine Maßnahme nicht mit der in manchen Märkten üblichen Praxis übereinstimmt. Aus diesen Gründen sollte dem von der Branche seit langem geäußerten Wunsch entsprochen werden, dass man angehört wird, zumindest bei den Q&As, die wesentliche operative oder Compliance-bezogene Folgen für die Marktteilnehmer haben. Zumindest sollten die Modalitäten und das Timing verbessert werden, um den Marktteilnehmern die Möglichkeit zu geben, sich besser vorzubereiten, was die Auswirkungen der Anpassungen mildern würde.

→ **Wie sollten Ihrer Meinung nach die nächsten Schritte aussehen?**

Bergmann: Es gibt viele sinnvolle Maßnahmen, um das Engagement der Anlegerinnen und Anleger – auch mit kleinen Vermögen – zu fördern. Ein erster Schritt wäre eine verständliche und abgestufte Dokumentation, je nach Interesse und Engagement der Anlegenden. Zudem sollte die Digitalisierung Wertpapieranlagen für die Menschen immer einfacher und komfortabler machen. Das würden insbesondere jüngeren Menschen bei ihrer Altersvorsorge helfen. Es ist und bleibt also für alle Beteiligten in den Finanzmärkten der EU noch viel zu tun; dies gilt für die Branche und die Behörden gleichermaßen.

**IMPRESSUM**

Der Deutsche Derivate Verband (DDV) ist die Branchenvertretung der führenden Emittenten strukturierter Wertpapiere in Deutschland: BNP Paribas, Citigroup, DekaBank, Deutsche Bank, DZ BANK, Goldman Sachs, HSBC Trinkaus, HypoVereinsbank, J. P. Morgan, LBBW, Morgan Stanley, Société Générale, UBS und Vontobel. Außerdem unterstützen mehr als 20 Fördermitglieder die Arbeit des Verbands. Dazu zählen die Börsen in Stuttgart und Frankfurt sowie gettex, die zur Bayerischen Börse in München gehört. Auch die Baader Bank, die Direktbanken comdirect bank, Consorsbank, DKB, flatexDEGIRO, ING-DiBa, maxblue, S Broker und Trade Republic gehören dazu sowie die Finanzportale finanzen.net, onvista und wallstreet:online und verschiedene andere Dienstleister.

**Deutscher Derivate Verband**

Geschäftsstelle Berlin  
Pariser Platz 3  
10117 Berlin  
Telefon +49 (30) 4000 475-15

Geschäftsstelle Frankfurt am Main  
Feldbergstraße 38  
60323 Frankfurt am Main  
Telefon +49 (69) 244 33 03-60

politik@derivateverband.de  
www.derivateverband.de



Bildnachweis: Titelbild: pogonic;  
S. 1: Bildquellen: Hauptmotiv:  
MarioGuti, Foto Dr. Henning  
Bergmann: Peter Himsel; S. 2:  
Peter Himsel; S. 3: bs.photo.de;  
S. 5: roibu