



**Andreas Fisahn, Lars Niggemayer**

## **Bremsklotz EU-Recht**

*Zum absehbaren Scheitern der Finanzmarkt-Regulierung*

Mit der Krise der Finanzmärkte wird gegenwärtig auch das Ende des Neoliberalismus ausgerufen. Tatsächlich schwenkte selbst die Union zwischenzeitlich auf eine bis dato ungehörte Regulationsrhetorik um. "Merkel fordert Regulation von Finanzspekulationen", titelte das "Handelsblatt". Die Bundeskanzlerin habe "eine internationale Regulierung der Finanzmärkte gefordert" und sogar, man höre, "die USA und Großbritannien kritisiert".<sup>1</sup> Norbert Röttgen, parlamentarischer Geschäftsführer der CDU/CSU-Fraktion, verstieg sich gar zu der These, nun könne endlich das "Primat der Politik" gegen die Ökonomie durchgesetzt werden. Und selbst als NRW-Ministerpräsident Jürgen Rüttgers Ende September 2008 härtere Sanktionen für Manager forderte, die Geschäftskapital vernichten, fand dies Beifall in seiner Partei.

Nur wenige Wochen später hat sich der Wind bereits wieder gedreht. Von der geforderten Regulierung der Finanzmärkte blieb einstweilen lediglich ein Schutzschirm für die Banken, der fast ausschließlich aus Bürgschaften und Beihilfezusagen besteht. Im Gegenzug, und nur auf Druck der Öffentlichkeit, wurden die Gehälter der betroffenen Manager auf 500 000 Euro jährlich begrenzt, was einige "Wirtschaftsexperten" prompt als viel zu niedrig einstufen. Letztlich verbleiben die bisher verabschiedeten Rettungsmaßnahmen sämtlich im Rahmen der neoliberalen Logik — was eine Sozialisierung von Verlusten ja bekanntlich nicht ausschließt. So sind auch die von Bundeskanzlerin Angela Merkel auf dem G 20-Gipfel in Washington präsentierten Vorschläge der "Issing-Kommission" ausgesprochen zurückhaltend und streben "keineswegs eine komplette Neuordnung der Aufsichtsstrukturen an. Vielmehr wollen sie die bestehenden Institutionen und Regelungen punktuell und graduell verbessern."<sup>2</sup> Ausgeklammert bleiben damit weiterhin Schritte, die mittels Regulation eine Wiederholung der im Kasino-Kapitalismus regelmäßig auftretenden Spekulationsblasen verhindern könnten<sup>3</sup>. Tatsächlich ist eine Re-Regulation der Finanzmärkte bei den gegebenen Kräfteverhältnissen in Deutschland und in der Europäischen Union derzeit nicht zu erwarten.

Dementsprechend mager fällt auch die Bilanz des ersten G 20-Gipfels aus. Einig war man sich lediglich im Bemühen um mehr Transparenz. Für dieses "Ergebnis" findet selbst die "Financial Times" nur sarkastische Worte: "Es ist prima, wenn die Großen am Wochenende nachdenken, wie sie künftig besser kontrollieren, ob diese oder jene Bank zu gierig ist. Mit einem wegweisenden Treffen wie in Bretton Woods hat das wenig zu tun. Der nächste globale Crash droht nur noch größer auszufallen."<sup>4</sup>

Im Endeffekt soll das Finanzkasino durch eine Erhöhung der Transparenz der Märkte "rationaler", das heißt weniger krisenanfällig werden. Man fragt sich allerdings, ob die Bereitschaft zum Risiko tatsächlich sinkt, wenn man die Gewinnchancen genauer berechnen kann. Schließlich gingen die Banken bereits all die Jahre sehenden Auges hohe Risiken ein, um ihre Profite weiter zu steigern. Daran wird sich nichts ändern, solange die Gewinnmargen und Bonuszahlungen in vergleichbarer Höhe bestehen bleiben.

## Entwicklung der Kapitalverkehrsfreiheit in der EU

Der Kern des Problems liegt aber nicht nur im fehlenden politischen Willen und in den gesellschaftlichen Kräfteverhältnissen, sondern auch in den existierenden europarechtlichen Rahmenbedingungen. Zu deren Grundpfeilern gehören die Dienstleistungs- und die Kapitalverkehrsfreiheit im europäischen Primärrecht. Dabei lässt sich ein dramatischer Wandel sowohl im Bereich der rechtlichen Grundlagen als auch der faktischen Politik feststellen.

Tatsächlich ist die Liberalisierung des Kapitalverkehrs in der Geschichte der Europäischen Gemeinschaft eher jüngeren Datums. Erst mit dem Vertrag von Maastricht wurde sie zu einem uneingeschränkten Grundsatz der Europäischen Verträge. Im EWG-Vertrag von 1957, den sogenannten Römischen Verträgen, wurde die allgemeine Wirtschafts- und Währungspolitik dagegen lediglich als "Angelegenheit gemeinsamen Interesses" eingestuft, die nicht durch gemeinsame Rechtsmaßnahmen, sondern lediglich in Form von "Empfehlungen an die Mitgliedstaaten" koordiniert werden sollte<sup>5</sup>. Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs wurde ausdrücklich unter den Erforderlichkeitsvorbehalt gestellt. Dies gestattete es den Mitgliedstaaten, Kapitalverkehrsbeschränkungen beizubehalten. Derartige Kapitalverkehrskontrollen sind sowohl administrative als auch marktkonforme Maßnahmen zur Regulierung der Kapitalströme in und aus einem Land heraus. Dazu gehören Restriktionen von Krediten ins Ausland, des Handels mit Wertpapieren, des Devisenkaufs und -verkaufs, des Erwerbs von Unternehmensbeteiligungen und anderen handelbaren Rechten wie den sogenannten abgeleiteten Wertpapieren, Derivaten und Optionen.

Dieses höchst eingeschränkte und nur sehr bedingte Postulat, den Kapitalverkehr zu liberalisieren, galt bis 1993. Erst im heute geltenden Art. 56 I EGV (Nizza Vertrag), gleichlautend mit Art. 63 I des AEUV (Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union) als Teil des Lissaboner Vertrages, wurde ein striktes, uneingeschränktes Gebot erlassen, das einhellig als "umfassende Liberalisierungspflicht"<sup>6</sup> des Kapitalverkehrs verstanden wird. Das bedeutet: Für den Kapital- und Zahlungsverkehr dürfen keine Verbote und Genehmigungsvorbehalte bestehen, solange diese nicht ausnahmsweise gerechtfertigt sind. Explizite Abweichungsmöglichkeiten oder Ausnahmen sieht Art. 65 AEUV (58 EGV) vor. Danach dürfen die Mitgliedstaaten weiter ihre Steuergesetze anwenden, die sogar explizit diskriminierend sein dürfen. Abweichungen sind zulässig, um die Einhaltung von Rechtsvorschriften insbesondere wiederum des Steuerrechts zu sichern. Schließlich sind Abweichungen von der Verpflichtung zur Liberalisierung explizit zugelassen, wenn dies "aus Gründen der öffentlichen Ordnung oder Sicherheit gerechtfertigt" ist. Daneben wird von der kommentierenden Literatur angenommen — ohne dass der Europäische Gerichtshof (EuGH) dies für die Kapitalverkehrsfreiheit explizit formuliert hätte —, dass auch Beschränkungen im Interesse des Allgemeinwohls zulässig sind, soweit diese nicht diskriminierend wirken und verhältnismäßig sind. Allerdings müssen sehr wesentliche Interessen des Staates berührt sein<sup>7</sup>.

Die Kapitalverkehrsfreiheit gilt seit 1993 nicht nur innerhalb der EU, sondern die Verträge normieren diese auch für die Beziehungen der Mitgliedstaaten zu Drittstaaten. Nach Art. 59 EGV (Art. 66 AEUV) kann der Rat nur im Ausnahmefall und mit qualifizierter Mehrheit "gegenüber dritten Ländern Schutzmaßnahmen mit einer Geltungsdauer von höchstens sechs Monaten treffen, wenn diese unbedingt erforderlich sind" — etwa zur Abwendung von Finanzkrisen. Gemäß Art. 57 II EGV (Art. 64 III AEUV) bedürfen Maßnahmen, "die im Rahmen des Gemeinschaftsrechts für die Liberalisierung des Kapitalverkehrs mit dritten Ländern einen Rückschritt darstellen", allerdings der Einstimmigkeit. Faktisch stellt dies eine gegenwärtig fast nicht zu überwindende Hürde dar, die Kapitalverkehrsfreiheit gegenüber Drittstaaten zu beschränken.

### **Kapitalverkehrskontrollen und die Reregulierung der Finanzmärkte**

Die politische Praxis folgte den rechtlichen Vorgaben zur Kapitalverkehrsliberalisierung. So hat Griechenland als letztes Land der EU 1994 seine Kapitalverkehrskontrollen abgeschafft, seitdem gibt es in den Industrieländern der OECD keine Kapitalverkehrskontrollen mehr<sup>8</sup>.

Dabei erkennen auch liberale Ökonomen den Erfolg von Kapitalverkehrskontrollen in zwei jüngeren Fällen an. So führte Chile, vormals neoliberales Vorzeigeland, 1991 eine unverzinsliche Bardepotpflicht auf Kapitalimporte ein. Ausländische Kreditgeber mussten zunächst 20, später 30 Prozent ihres transferierten Kapitals bei der chilenischen Zentralbank für ein Jahr hinterlegen. Direktinvestitionen und der Außenhandel blieben ausgenommen. Die Bardepotpflicht wirkte wie eine effiziente Steuer auf Kreditaufnahmen im Ausland und bevorzugte langfristige Anlagen. Auf diese Weise wurde eine kurzfristige Überhitzung der Volkswirtschaft verhindert.

Die malaysische Regierung bzw. Zentralbank regulierte als Reaktion auf die Asienkrise den Kapitalexpert: Die Ein- und Ausfuhr der Landeswährung Ringgit wurde nur noch in sehr engen Grenzen erlaubt. Insbesondere das kurzfristige Auslandskapital durfte zwölf Monate nicht repatriiert werden. Im Land wurden damit rund 5,2 Mrd. US-Dollar von Ausländern an der Börse investiertes Kapital festgesetzt. Auch diese Maßnahmen waren erfolgreich: Der Wechselkurs stabilisierte sich, und das Zinsniveau konnte gesenkt werden, was die inländische Investitionstätigkeit anregte. Nach einem Jahr konnten deshalb die Kontrollen wieder aufgehoben werden<sup>9</sup>.

Auch in Europa gab es einst ähnliche Kontrollen. So verfolgte Frankreich im Devisengesetz von 1966 das Ziel einer Devisenbewirtschaftung, die mit einem umfangreichen Instrumentarium von Kapital- und Devisenkontrollen erreicht werden sollte. In Italien bestand eine Genehmigungspflicht von Devisen- und Kapitaltransfers ins Ausland<sup>10</sup>. Auch die Bundesrepublik kannte nach dem Zweiten Weltkrieg unterschiedliche Formen der Finanzmarktregulation. So gab es eine Genehmigungspflicht für die Verzinsung von Einlagen auf ausländischen Konten. Das Wertpapiergeschäft war in unterschiedlicher Intensität genehmigungspflichtig, wie etwa der Erwerb inländischer Wertpapiere durch Gebietsfremde. Das war verbunden mit einer Kapitalertragssteuer (Kuponsteuer) für Gebietsfremde, die inländische Wertpapiere erwarben. Sogenannte Pensionsgeschäfte waren ebenso genehmigungspflichtig wie der Verkauf inländischer Wertpapiere an Gebietsfremde oder die Aufnahme von Krediten im Ausland und die Veränderung der Zahlungsbedingungen bei grenzüberschreitenden Geschäften. Zeitweise gab es auch eine besondere Mindestreservspflicht<sup>11</sup> auf Einlagen

Gebietsfremder und eine Bardetpotpflicht, um die Aufnahme von Auslandskrediten zu verteuern<sup>12</sup>.

## Das Versagen der Europäischen Union

Gegenwärtig werden dagegen, trotz der beispiellosen Krise, Kapitalverkehrskontrollen weder von Seiten der EU noch von EU-Ratspräsident Nicolas Sarkozy erwogen — und schon gar nicht von der Bundesregierung. Diese fordert im Wesentlichen eine Erhöhung der Transparenz im weltweiten Handel und eine internationale Wertpapieraufsicht. Trotz der vormaligen radikalen Rhetorik wird damit weiter auf die Rationalität des Marktes gesetzt. Transparenz im Kredit- und Wertpapiergeschäft lässt sich nämlich nur insofern als Krisenregulation begreifen, als man davon ausgeht, dass der aufgeklärte Investor künftig auf riskante Investitionen verzichtet. Dies ist aber gerade dann nicht der Fall, wenn er davon ausgehen kann, dass der Staat im Zweifelsfall seine Verluste ausgleicht ("Bail-out").

Hier zeigt sich, dass der all die Jahre propagierte Homo oeconomicus selbst das Problem ist. Die Gier der Shareholder ist durch bloße Transparenz nicht zu bekämpfen. Nicht die Irrationalität der Akteure, sondern die Irrationalität der Logik des Finanzmarktkapitalismus führte in die Krise — eine Logik, der sich die handelnden Akteure nicht entziehen können. Eine wirksame Reregulierung kann folglich gerade nicht darauf setzen, dass die vermeintliche Logik des Marktes Krisenszenarien verhindert, wie sie regelmäßig, wenn auch in unterschiedlichen Abständen, auftreten — von der Finanzkrise in Asien über die Argentinienkrise bis zur gegenwärtigen Finanzmarktkrise.

Die den Krisen zugrunde liegende maßlose Expansion der Finanzmärkte wäre allerdings nicht erfolgt ohne die seit Ende der 70er Jahre einsetzende massive Umverteilung von Einkommen und Vermögen von unten nach oben. Dies hat zu einer ständigen Zunahme der Finanzvermögen an der Spitze der Gesellschaft geführt, die nicht mehr in die realen Wirtschaftskreisläufe eingespeist werden, weil es — aufgrund der Umverteilung — an der notwendigen Verbrauchernachfrage fehlt<sup>13</sup>. Die Verschlechterung der Verhandlungsposition von Arbeitnehmern und Gewerkschaften sowie der Wegfall einer kompensierenden Sozialpolitik durch die Agenda 2010 waren somit Ursache, aber auch ständiges Resultat der Dominanz der Finanzmärkte — ein Teufelskreis. Solange deshalb die Freiheit des Kapitalverkehrs nicht grundsätzlich in Frage gestellt wird — also die Möglichkeit der Kapitalanleger, sich einer nationalen oder EU-weiten Regulierung jederzeit zu entziehen, fortbesteht —, bleiben die immobilen Faktoren Arbeit und Staat notwendig in der Defensive: Der mobile Faktor Kapital kann im bestehenden Finanzmarktregime einer unerwünschten nationalen Wirtschafts- und Steuerpolitik durch Standortwechsel ausweichen. Die irrationale Logik der Finanzmärkte kann deshalb nur durchbrochen werden, wenn diese Exit-Option aufgehoben wird.

Wie die erfolgreiche Geschichte von Bretton Woods zeigt, ist der freie Kapitalverkehr keineswegs notwendige Bedingung wirtschaftlicher Prosperität — im Gegenteil: "Die ersten drei Jahrzehnte nach dem Zweiten Weltkrieg waren die Jahrzehnte der dichtesten Kapitalverkehrsbeschränkungen in der Geschichte des bisherigen Kapitalismus. Sie waren zugleich die Zeiten außerordentlich hohen Wachstums, der annähernden Vollbeschäftigung, hoher Realeinkommenssteigerungen und gesellschaftlichen Fortschritts."<sup>14</sup>

Wirksame Maßnahmen zur Regulierung des Finanzmarktes werden heute, neben den geltenden EU-Gesetzen, auch durch die Rechtsprechung des EuGH verhindert. Wie sehr dieses Gericht die Kapitalverkehrsfreiheit schützt, wird bereits durch die wenigen bisher getroffenen Entscheidungen deutlich — etwa zum VW-Gesetz, das den Einfluss privater Aktieninhaber auf 20 Prozent beschränkte und Niedersachsen so entscheidende Einflussmöglichkeiten sicherte, oder bei ähnlich gelagerten Regelungen in Portugal. Dort durften ausländische Anleger nur eine begrenzte Anzahl der Aktien portugiesischer Unternehmen erwerben, um die portugiesische Wirtschaft vor einem Ausverkauf zu schützen. Der EuGH erklärte dies — wie das VW-Gesetz — für europarechtswidrig, weil es mit der Kapitalverkehrsfreiheit nicht vereinbar sei<sup>15</sup>. Ebenso entschied der EuGH hinsichtlich eines französischen Gesetzes, demzufolge der Erwerb von Aktien französischer Energieunternehmen über eine bestimmte Grenze hinaus vom Wirtschaftsministerium genehmigt werden musste<sup>16</sup>. Anders urteilte der EuGH allerdings im Falle einer Regelung aus Belgien. Dort gab es ein fristgebundenes Widerspruchsrecht des Ministeriums gegen den Erwerb von Aktien des privatisierten Energiesektors. Hier reichte es dem EuGH, dass die rechtlichen Voraussetzungen des Widerspruchs klar formuliert und gerichtlich überprüfbar waren<sup>17</sup>.

### Optionen nach der Krise

Um die aktuellen Maßnahmen in der Finanzkrise zu beurteilen, muss man sich auch vor Augen führen, dass Art. 87 EGV Beihilfen grundsätzlich verbietet und lediglich in Ausnahmefällen erlaubt. Beihilfen gelten zunächst als direkte Subventionen des Staates an Unternehmen. Aber diese Vorschrift wird ebenfalls weit ausgelegt und bezieht alle geldwerten Vorteile mit ein, auch wenn sie zunächst nicht als direkte Zahlungen des Staates an Unternehmen erscheinen. Die soeben erlassenen deutschen Bürgschaften für die angeschlagenen Banken sind somit eindeutig Beihilfen — die aber dennoch anstandslos von der Europäischen Kommission genehmigt wurden. Großbritannien hat seine Banken sogar teilverstaatlicht, ebenso wie die Benelux-Staaten, die eine der größten Banken, Fortis, aufkauften und anschließend teilweise weiterverkauften. Auch dieses Vorgehen wird die Kommission passieren lassen — bei unveränderter Rechtslage, entgegen der bisherigen Praxis und Auslegung des Rechts. Die vom französischen Präsidenten Sarkozy vorgeschlagenen staatlichen Fonds sind explizit darauf angelegt, den Einfluss des asiatischen und arabischen Kapitals auf französische Unternehmen zu verhindern, was mit der Verpflichtung, den Kapitalverkehr auch gegenüber Drittstaaten zu liberalisieren, kaum vereinbar sein dürfte — wenn denn die Kommission und der EuGH weiter ihrer alten Linie folgen würden, was aber offensichtlich nicht der Fall ist. Hier also zeigt sich immerhin ein Hoffnungsschimmer: Auf dem Gipfelpunkt der europarechtlich eingeforderten Liberalisierung der Finanzmärkte brechen diese aufgrund ebendieser Liberalisierung zusammen. Die Zukunft der europäischen Gemeinschaft scheint sich damit wieder ein wenig zu öffnen.

Damit könnte endlich darüber diskutiert werden, was etwa Weed, Attac oder "Die Linke" schon lange fordern, nämlich ein Verbot aller spekulativen Elemente des gegenwärtigen Kredit systems: Das Verbot von Leerverkäufen, der Zulassung von Hedgefonds, REITs und der undurchsichtigen Verbriefung von Kreditforderungen sowie die Aufnahme aller inzwischen daraus entstandenen Risiken in die Buchführung der Geschäftsbanken; ein Verbot von Krediten, die ausschließlich der Spekulation dienen; die Schließung oder der Boykott von Steueroasen, die oftmals direkt oder indirekt zum Hoheitsbereich der "westlichen" Staaten gehören, wie die britischen Kanalinseln; sowie die

Schaffung öffentlich–rechtlicher Ratingagenturen, die die Kreditwürdigkeit bewerten. Eingeführt werden sollte des weiteren eine Finanztransaktionssteuer, eine weiterentwickelte Tobin–Tax, die nicht nur Devisentransaktionen, sondern alle Aktivitäten auf den Finanzmärkten einer geringen Steuer unterwirft, um eine Entschleunigung der Märkte zu erreichen. Auf die Tagesordnung gehört schließlich auch ein neues System fester Wechselkurse auf der Grundlage internationaler Kooperation und einer künstlichen Währung.

Derzeit scheinen jedenfalls lange Zeit undenkbare Regulierungen immerhin vorstellbar. Damit könnte sich Europa endlich wieder einem demokratischen Ringen um wirtschaftspolitische Konzeptionen öffnen, bei dem Formen der Regulierung und eine Kontrolle der Märkte nicht länger konstitutionell ausgeschlossen werden — im Interesse des europäischen Gemeinwohls.

- 
- <sup>1</sup> "Handelsblatt", 20.9.2008.
  - <sup>2</sup> Christian Reiermann, Merkel will Hedgefonds an die Leine nehmen, in: "Spiegel Online", 13.11.2008.
  - <sup>3</sup> Vgl. Eric Janszen, Die Bubble–Ökonomie. Wie man die Märkte für den großen Crash vom morgen präpariert, in: "Blätter", 5/2008, S. 49–62.
  - <sup>4</sup> Thomas Fricke, Mission Weltverbesserung, in: "Financial Times Deutschland", 14.11.2008.
  - <sup>5</sup> Klaus–Peter Müller, Gemeinsamer EU–Finanzmarkt: Ein Weg mit vielen Etappen, in: "Die Bank", März2007.
  - <sup>6</sup> Hans von der Groeben und Jürgen Schwarze, Kommentar zu EUV und EGV, Art. 56, Rnr. 30, Baden–Baden 6. Aufl. 2003.
  - <sup>7</sup> Ebd., Art. 56, Rnr. 12 (m.w.N.); Klaus–Dieter Borchardt, Die rechtlichen Grundlagen der Europäischen Union, Rnr. 769.
  - <sup>8</sup> Vgl. Jörg Hufschmid, Politische Ökonomie der Finanzmärkte, Hamburg 2002, S. 272.
  - <sup>9</sup> Ute Straub, Kapitalverkehrskontrollen: Ein Relikt aus der Bretton–Woods Ära? Zur Notwendigkeit von Kapitalverkehrskontrollen, Berlin 2004; Rolf Hanisch, Malaysia in der Asienkrise, Bonn 2000.
  - <sup>10</sup> Lothar Weniger, Kapitalverkehrskontrollen im Europäischen Währungssystem, Frankfurt a.M., Berlin und Paris 1988, S. 110 ff.
  - <sup>11</sup> Mindestreserven sind unverzinsliche Guthaben, die von den Geschäftsbanken bei der Zentralbank zu unterhalten sind und die in einem bestimmten prozentualen Verhältnis zu den Einlagen stehen.
  - <sup>12</sup> Susanne Schmidt, Kapitalverkehrskontrollen und ihre Wirkung, Hamburg 1977, S. 67 ff.
  - <sup>13</sup> Vgl. Joachim Bischoff, Globale Finanzkrise, Hamburg 2008; ver.di, Wirtschaftspolitische Informationen, 7/2008.
  - <sup>14</sup> Hufschmid, a.a.O., S. 268.
  - <sup>15</sup> EuGH Rs. C–367/98.
  - <sup>16</sup> EuGH Rs. C–483/99.
  - <sup>17</sup> EuGH, Rs. C–503/99.

---

Published 2009–01–13

Original in German

Contribution by Blätter für deutsche und internationale Politik

First published in Blätter für deutsche und internationale Politik 01/2009

© Andreas Fisahn, Lars Niggemeyer / Blätter für deutsche und internationale Politik

© Eurozine