

EUROPÄISCHES PARLAMENT



Generaldirektion Wissenschaft

ARBEITSDOKUMENT

**EIN BINNENMARKT
FÜR FINANZDIENSTLEISTUNGEN:
AUSWIRKUNGEN AUF WACHSTUM,
BESCHÄFTIGUNG
UND DIE REALE WIRTSCHAFT**

Reihe Wirtschaftsfragen

ECON 124 DE

Dieses Arbeitsdokument wird in EN (Original), FR und DE veröffentlicht.

Am Ende dieses Papiers finden Sie eine Übersicht über die letzten Veröffentlichungen aus der Reihe Wirtschaftsfragen

HERAUSGEBER: Europäisches Parlament
L-2929 Luxemburg

VERFASSER: Simona Amati
Generaldirektion Wissenschaft
Abteilung für Wirtschafts-, Währungs- und Haushaltsangelegenheiten
Tel: (00352)4300-22476
Fax: (00352)4300-27721
Internet: samati@europarl.eu.int

REDAKTION: Ben Patterson
Generaldirektion Wissenschaft
Abteilung für Wirtschafts-, Währungs- und Haushaltsangelegenheiten
Tel: (00352)4300-24114
Fax: (00352)4300-27721
Internet: gpatterson@europarl.eu.int

Bei den dargelegten Ansichten handelt es sich um die des Verfassers, die nicht unbedingt der Position des Europäischen Parlaments entsprechen.

Nachdruck und Übersetzung – ausser zu kommerzielle Zwecken – mit Quellenangabe gestattet, sofern der Herausgeber vorab unterrichtet und ihm ein Exemplar übermittelt wird.

Manuskript abgeschlossen im Oktober 2000.

EUROPÄISCHES PARLAMENT



Generaldirektion Wissenschaft

ARBEITSDOKUMENT

**EIN BINNENMARKT
FÜR FINANZDIENSTLEISTUNGEN:
AUSWIRKUNGEN AUF WACHSTUM,
BESCHÄFTIGUNG
UND DIE REALE WIRTSCHAFT**

Reihe Wirtschaftsfragen

*ECON 124 DE
09-2001*

ZUSAMMENFASSUNG

1. Einführung

Die Bestrebungen, einen Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen als wichtigen Motor für Wachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen in der Europäischen Union aufzubauen, gehen bis ins Jahr 1973 zurück. Zielsetzung ist es, bis zum Jahr 2005 einen aufsichtsrechtlich integrierten, gesamteuropäischen Finanzdienstleistungs- und Kapitalmarkt zu schaffen.

Auf politischer Ebene wurde durch den Europäischen Rat von Lissabon im März 2000 das Jahr 2005 als Termin für die Implementierung des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen festgesetzt. Ziel ist es, bis zu diesem Zeitpunkt alle Barrieren für Anlagen in Pensionsfonds und den grenzüberschreitenden Vertrieb von Investmentdiensten und Anlageprodukten abzubauen, die Vergleichbarkeit der Jahresabschlüsse zu verbessern sowie die Tiefe und Effizienz des Risikokapitalmarktes durch vielfältigere Finanzierungsmöglichkeiten für neue Unternehmen zu intensivieren.

Das vorliegende Arbeitspapier untersucht die möglichen Auswirkungen der derzeitigen Änderungen auf den Finanzmärkten auf die Schaffung von Arbeitsplätzen und das Wachstumspotenzial in der Europäischen Gemeinschaft. In einem ersten Teil werden dabei die Entwicklungen auf dem Firmenkunden- und Privatkundenmarkt analysiert. Der zweite Teil beschäftigt sich mit der Schaffung eines soliden Risikokapitalmarktes als Antriebskraft für Beschäftigung in Europa.

2. Der Firmenkundenmarkt

Eine der derzeit wichtigsten Entwicklungen auf dem Firmenkundenmarkt ist die **Welle der Börsenfusionen**. Ob solche Fusionen die beste Methode sind, um die Markteffizienz zu steigern – darüber ist man sich in Expertenkreisen noch nicht einig. Fusionen sind immer mit Kosten verbunden. Aber möglicherweise sind Kooperationsabkommen und Verbindungen zwischen Börsen noch kostenintensiver und schwieriger zu realisieren als Fusionen.

Fusionen – sobald sie die kritische Masse erreichen – zielen auf einen entscheidenden Mehrwert für die Aktionäre ab. Einer der Vorteile für Anleger, Emittenten und Vermittler jeder Größe ist die Möglichkeit, dank einer höheren Liquidität von niedrigeren Spannen zu profitieren.

Präzedenzfälle zeigen, dass sich die Durchführung geplanter Börsenfusionen oftmals als sehr schwierig erwiesen hat. Die Gründe für das Scheitern solcher Fusionen sind insbesondere in den Schwierigkeiten bei der Harmonisierung nationaler Vorschriften zu suchen und auch in den *Bestrebungen, die Stellung der nationalen Börse und ihre charakteristischen Eigenschaften zu wahren*. Sechs Börsenfusionen wurden bereits abgebrochen. Probleme gab es dabei im Hinblick auf einheitliche Börsenzulassungsbestimmungen und homogene Kontrollstrukturen. Wird die Aufsichtsfunktion zwischen den beteiligten Zentren aufgeteilt, so könnte dies einem *regulatorischen Arbitrage-Verhalten* Vorschub leisten, wobei Unternehmen Notierungen von einem Zentrum zum anderen verschieben, um einen regulatorischen und somit einen Wettbewerbsvorteil zu erzielen.

Da auch Börsen vermehrt unter dem Einfluss der heutigen Wettbewerbsregeln stehen, muss ein stärkeres Gewicht auf die interne Effizienz gelegt werden. Die Clearing- und Abrechnungsprozesse können nicht länger getrennt behandelt werden, da die Betriebskosten reduziert werden müssen. Der erste Schritt in diese Richtung ist die Einrichtung eines zentralen Kontrahenten für alle Wertpapiere in allen Währungen. Da jedoch Clearingstellen häufig Eigentum der Börse sind, deren Produkte sie abwickeln, müssen Börsen fusionieren.

Verzögerungen auf dem Weg zu einem effizienten Markt für Wertpapiere und Finanzderivate behindern die Schaffung eines gemeinsamen Risikokapitalmarktes.

Neben der Fusionswelle, die bereits für einen Schub im Finanzsektor gesorgt hat, werden **diversifizierte Anlagemöglichkeiten** – insbesondere für institutionelle Anleger – zu einem dauerhaften Wachstumstrend im Finanzsektor beitragen und liquidere und tiefgreifendere Finanzmärkte in der Europäischen Union ermöglichen.

Eines der Haupthindernisse bei der Entwicklung eines Risikokapitalmarktes in der Gemeinschaft ist die Tatsache, dass Anleger zögern, ihre Ersparnisse in Unternehmungen zu investieren, deren Ausgang relativ ungewiss und somit risikobehaftet ist. Eine Möglichkeit, die Investitionsbereitschaft der Anleger zu erhöhen, ist die Vorlage **transparenter und vergleichbarer Jahresabschlüsse** seitens der Unternehmen. Der zunehmende Wettbewerb zwischen Unternehmen, deren Wirtschaftssektoren miteinander in Wechselbeziehung stehen, wird direkte Auswirkungen haben. Doch die Tatsache, dass derzeit unterschiedliche Bilanzierungsrichtlinien erlaubt sind, begrenzt den Bereich, in dem Jahresabschlüsse auf nationaler und insbesondere auf internationaler Ebene miteinander verglichen werden können. Dies führt zu Verwirrung aufseiten der Anleger und behindert die Kapitalbeschaffung auf den Märkten anderer Mitgliedstaaten.

Neue Technologieunternehmen, wie zum Beispiel Dotcom-Unternehmen, stellen eine weitere Herausforderung für das Rechnungswesen dar. Dotcom-Unternehmen starten mit einer cleveren Idee und mit wenigen Mitarbeitern. In ihrer Bilanz fehlen Sachanlagen. Stattdessen sind sie in entscheidendem Maße von Humankapital abhängig, das jedoch nicht in der Bilanz erscheint. Ihre wichtigsten Ressourcen sind immateriell. Dennoch investieren Anleger Geld in solche Unternehmen in der Hoffnung auf massive Gewinne bei minimalem Einsatz.

Direkt verbunden mit der Rechnungslegung sind Überlegungen des **europäischen Gesellschaftsrechts**, insbesondere auf dem Gebiet der Unternehmenszusammenschlüsse. Eines der grundsätzlichen Voraussetzungen besteht darin, die Zuständigkeiten der Europäischen Kommission und der nationalen Wettbewerbsbehörden neu zu organisieren. Die Tatsache, dass in verschiedenen Ländern unterschiedliche Behörden am Anmelde- und Untersuchungsprozess beteiligt sein können, kann dazu führen, dass unterschiedliche Prioritäten gesetzt und widersprüchliche Abhilfemaßnahmen eingeleitet werden. Eine der wesentlichen Fragen könnte sein, ob es in der Folge einer Fusion zu einem Abbau oder zur Schaffung von Arbeitsplätzen kommen wird. Legt man das "öffentliche Interesse" zugrunde, so wird eine Fusion, die einen beträchtlichen Abbau von Arbeitsplätzen zur Folge haben kann, möglicherweise verboten. Im Gegensatz dazu liegt bei einer eher indifferenten Haltung gegenüber Beschäftigung der Schwerpunkt auf einem effizient funktionierenden Markt, bei dem Beschäftigung als Nebenprodukt angesehen wird.

Die beste Lösung ist es, die Zuständigkeit der Kommission auf die Konzentrationen auszuweiten, die unter die rechtlichen Rahmenbedingungen mehrerer Staaten fallen. Wenn Fusionen Auswirkungen auf den innergemeinschaftlichen Handel haben, ist ein einheitlicher Ansatz erforderlich. Dies lässt sich am besten durch eine gemeinsame Behörde erreichen. Bedenkt man die Unterschiede bei den rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen, wie etwa die heterogenen Anforderungen im Hinblick auf die den Regulierungsbehörden vorzulegenden Informationen, so scheint eine Harmonisierung unmöglich. Zentralisierung ist daher die beste Lösung.

Die **Altersversorgungssysteme** sind einer der wichtigsten Aspekte des Firmenkundenmarktes im Finanzdienstleistungssektor. Da *diskriminierende Steuerbarrieren den Wettbewerb verzerren und die Mobilität von Arbeitnehmern hemmen*, können die Anbieter zusätzlicher Altersversorgungssysteme nicht von Größenvorteilen profitieren. Sie sind gezwungen,

länderspezifische Produkte und charakteristische Anlagepolitiken für spezifische Märkte zu entwickeln. Länderspezifische Produkte versuchen durch spezielle Charakteristika von nationalen Steuervorschriften und -erleichterungen zu profitieren. Dies hat u.a. eine starke Fragmentierung bei den Pensionsprodukten zur Folge, was wiederum die Transaktionskosten erhöht und oftmals mehrere länderspezifische Infrastrukturen für die Verwaltung der Pensionsfonds erfordert und damit einen weiteren Kostenanstieg nach sich zieht.

Durch eine Verordnung der Gemeinschaft sollte gewährleistet werden, dass Wanderarbeitnehmer nicht einer doppelten Besteuerung unterworfen werden. Dies kann nur erreicht werden, wenn die Länder einer gemeinsamen Steuerpolitik zustimmen. Eine der Hauptschwierigkeiten bei der Gewährung der Abzugsfähigkeit von Rentenbeiträgen ist der entstehende Einnahmenverlust. Dieser wird jedoch durch die Einnahmen aus der Besteuerung von Rentenzahlungen über die Jahre ausgeglichen werden. Es handelt sich also lediglich um eine Verschiebung bei der Zeitplanung für Einnahmen, nicht um einen Einnahmenverlust. Darüber hinaus wird eine Rentenreform die Wettbewerbsfähigkeit der EU durch liquidere Pensionsfonds für die Entwicklung eines Risikokapitalmarktes verbessern.

Neben einem gemeinschaftsweiten Ansatz muss kurzfristig die gegenseitige Anerkennung der Pensionsfonds vorangetrieben werden. Dies impliziert die Einräumung von Steuererleichterungen durch das Gastland für die Beiträge der Arbeitnehmer und Arbeitgeber zu Altersversorgungssystemen des Herkunftslandes in einer nicht diskriminierenden Art und Weise. Darüber hinaus muss vermieden werden, dass der Arbeitgeberanteil zu Altersversorgungssystemen eines Herkunftslandes dem steuerpflichtigen Einkommen der Arbeitnehmer hinzu gerechnet wird.

Als mittelfristige Kapitalquelle können Pensionsfonds den Kapitalfluss zugunsten des privaten Sektors verbessern, wenn ein angemessener aufsichtsrechtlicher Rahmen für den Schutz der Begünstigten gegeben ist. Ein Anstieg bei den Pensionsfonds und die Weiterentwicklung ihrer Anlagestrategien stimulieren die Schaffung von Arbeitsplätzen und reduzieren die Lohnnebenkosten.

3. Der Privatkundenmarkt

Die Entwicklungen auf den Privatkundenmärkten erstrecken sich auf verschiedene Gebiete, doch die Schwerpunkte liegen im e-Commerce-Sektor.

Die Produktivitätsmuster in der Wirtschaft ändern sich. Neue Produkte entstehen, die traditionelle Definitionen aufweichen; existierende Produkte werden effizienter gestaltet. Der Markt ist insbesondere durch die Bereitstellung von Produkt-Plus-Servicepaketen (z.B. Verkäufe, die mit Wartungsdienstleistungen verknüpft sind, Folgeverkäufe, Lieferung etc.) charakterisiert. Das Internet vervielfacht die Einnahmen, *da ehemals nicht zugängliche Märkte erreicht werden und Eintrittsbarrieren heruntergesetzt wurden*. Dies bedeutet vermehrten Wettbewerb für den Markt und Wettbewerbsvorteile können nur durch eine Senkung der Kosten gesichert werden. Schwierigkeiten ergeben sich, wenn traditionelle Produkte nicht zeitsensibel oder datengesteuert sind und nicht direkt über das Internet geliefert werden können. Die Öffnung der Märkte wird zu erhöhtem Wettbewerb, mehr Auswahl für Verbraucher, günstigeren Preisen und verbessertem Service führen. Eine gesteigerte Interaktivität in Bezug auf den Markt hilft dabei, Produkte und Dienstleistungen an individuelle Bedürfnisse der Verbraucher anzupassen.

Elektronische Netzwerke und Technologien ermöglichen kleinen Unternehmen, wie größere aufzutreten, indem sie eine kostengünstige Infrastruktur zur Vermarktung ihrer Produkte verwenden. Die Technologie ermöglicht es, *Dienstleistungen und Produkte im größeren Rahmen auf den Kunden zuzuschneiden* und somit eine größere Anzahl *spezialisierter*

Marktsegmente zu erreichen. Da das Internet als *Gleichmacher* agiert und der *Wettbewerbsvorteil für Marktführer zeitabhängig ist*, ist die einzige Möglichkeit zur Aufrechterhaltung des Vorteils eine *flexible Infrastruktur*, die kontinuierliche Innovationen zulässt. Durch e-Commerce *wird die Entfernung zwischen Produzenten und Konsumenten zunehmend überwunden* und *Vermittler spielen nicht mehr dieselbe Rolle*. Nicht mehr traditionelle Einzel- oder Großhändler werden gebraucht, sondern Provider für Netzwerkzugänge, Anbieter für Authentifizierungs- und Zertifizierungsdienste und Infrastrukturen für elektronische Zahlungssysteme.

Die vorgeschlagene Richtlinie, die mit den elektronischen Geldinstituten eine neue Form des Kreditinstituts schafft, führt zu Auflagen in Bezug auf die Zulassung durch zuständige Behörden, Anfangskapitalvorschriften und Anlagenbeschränkungen. Die rechtlichen Rahmenvorschriften führen nicht nur zu erhöhtem Wettbewerb im Geschäftsbereich, sondern steigern darüber hinaus die Effizienz von Zahlungstransaktionen, da diese innerhalb einer sichereren Netzwerkumgebung schneller und kostengünstiger durchgeführt werden können.

Dies hat direkte Folgen für die Beschäftigung. Die weite Verbreitung der Technologie schafft einen Bedarf an *neuen Berufsbildern* und somit neue, stabile Beschäftigungsmöglichkeiten. Darüber hinaus wird die Zunahme der Einrichtungen und des Geschäftsvolumens sowohl auf nationaler als auch grenzüberschreitender Basis für noch mehr Beschäftigung sorgen. Neben finanziellen Ressourcen zur Entwicklung von e-Commerce-Plänen, die den Unternehmen momentan fehlen, wird geschultes Managementpersonal erforderlich sein, um die Pläne zu implementieren und zum Erfolg zu führen.

Andererseits wird eine neue Technologie daran gemessen, wie es um ihre Fähigkeit bestellt ist, Unternehmen die Neustrukturierung ihrer Produktionsprozesse zu ermöglichen, damit sie effizienter arbeiten. Die Neue Ökonomie bietet die Möglichkeit zur Unternehmensneustrukturierung, indem eine zentralisierte einer mehr dezentralisierten Organisationsstruktur weicht, die sich auf Outsourcing und Online-Procurement konzentriert. Traditionelle Unternehmen versuchen, die Gelegenheiten wahrzunehmen und e-Commerce und Technologien der Neuen Ökonomie an diese Struktur anzupassen. Dieser Prozess betrifft alle Offline-Betriebe. Die meisten Unternehmen im Besitz von Websites überlegen noch, wie sie ihre Internet-Präsenzen besser nutzen können, um dem Bedarf ihrer Kunden gerecht zu werden.

4. Der Risikokapitalmarkt

Der europäische Kapitalmarkt wird von der Übernahmefinanzierung angeführt. Der Darlehen- und der Rentenmarkt bieten eine Reihe ergänzender Finanzierungsprodukte; dabei werden Darlehen für die Sofortfinanzierung von Fusionen und Übernahmen verwendet, während der Rentenmarkt eine längerfristige Refinanzierung in mehreren Phasen ermöglicht.

In der jetzigen Situation müssen europäische Unternehmer auf Bankdarlehen zurückgreifen, um ihre Geschäfte zu gründen. Dies ist vor allem bei Startup-Unternehmen ungeeignet oder kontraproduktiv, da deren anfänglicher Cashflow zumeist eingeschränkt, wenn nicht sogar negativ ist. Bankfazilitäten haben gegenüber Wagniskapital den Nachteil, dass sie in Preis und Zeitrahmen weniger Flexibilität aufweisen, teurer sind und in der Regel keine beratende Unterstützung bieten.

Der europäische Sekuritisationsmarkt hat gegenüber dem der USA den Nachteil, dass Letzterer homogen ist. Dort erhalten die Unternehmen Kapital in der Währung, in der auch die von ihnen ausgegebenen Obligationen denominiert sind. Durch die Einführung des Euro für diesen Markt kann dieser Nachteil überwunden werden, aber die Regelungen in den Mitgliedstaaten sind weiterhin unterschiedlich.

Wenn Unternehmen unter diesen Umständen Investoren gewinnen möchten, müssen sie die Standards zur Offenlegung, Transparenz und Unternehmensführung einhalten. Aber dies ist besonders für kleine und mittlere Unternehmen schwierig. Aus diesem Grund ist es wichtig, dass für alle Unternehmen gleiche Regelungen bezüglich Rechnungswesen, Offenlegung und Transparenz gelten. Darüber hinaus gibt es innerhalb der regulierten Aktienmärkte und der Regulierungsbehörden eine hohe Fragmentierung. Nicht nur auf Markt-, sondern auch auf Kontrollebene muss durch die Einführung einer einzigen Kontrollbehörde Konsolidierung erfolgen, so dass die Marktkapitalisierung und die Einheitlichkeit der geltenden Vorschriften verbessert werden. Beide Faktoren sind für Wagniskapital von entscheidender Bedeutung.

Für bestimmte neue Finanzierungsmodelle, z. B. Inkubatoren, die Unternehmen der Neuen Ökonomie mit Finanzmitteln und Fachwissen im Tausch für Kapitalanteile ausstatten, gibt es noch keine Zulassungsvorschriften. Sie können sich deshalb Rechtsstreitigkeiten aussetzen, wenn Projekte nicht den gewünschten Erfolg haben. Kommerziell gesehen, beeinträchtigt das Fehlen eines gesetzlichen Rahmens für e-Commerce seine potenzielle Entwicklung. Weitere Faktoren, die die Entwicklung des e-Commerce hemmen, sind die Verbindungsgeschwindigkeit zu elektronischen Netzwerken, der Mangel an sicheren Verbindungen, Fehlen entsprechender Dienstleistungen/Produkte, ungenügende Kenntnis der Verfahren und die mangelnde Transaktionssicherheit. Die letzten beiden Faktoren haben für die Entwicklung des e-Commerce eine relativ gesehen höhere Bedeutung.

5. Fazit

Finanzdienstleistungen – Bankgewerbe und Versicherungsbranche – haben einen erheblichen Anteil am BIP der Europäischen Union und ein hohes Potenzial für Beschäftigungszuwachs. Da die Situation in Europa durch eine starke ökonomische und rechtliche Fragmentierung gekennzeichnet ist, muss ein marktgesteuerter Mechanismus entwickelt werden, um von fragmentierten Rahmenbedingungen zu *spezialisierten* zu gelangen, in denen die geografische Dimension einer *Schwerpunktsetzung nach Sektoren* weicht. Dies gilt sowohl für den Firmenkunden- als auch für den Privatkundenmarkt.

Langfristiges Ziel der Maßnahmen zur Bildung eines Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen ist es, einen *effizienten Kapitalmarkt* zu schaffen. Dies wird die Kosten der Kapitalbeschaffung verringern und eine weitaus *schnellere Reaktion* auf die spezifischen Bedürfnisse der Akteure auf den Finanzmärkten ermöglichen. Schnellere Reaktionszeiten sind entscheidend, um Wettbewerbsfähigkeit zu erzielen und einen Wettbewerbsvorteil zu erhalten, insbesondere für Unternehmen im Umfeld der Neuen Ökonomie.

Das Kapitalangebot hat sich im letzten Jahrzehnt mehr als verdoppelt, aufgrund von Privatisierung und Liberalisierung, aber auch aufgrund von Firmenumstrukturierungen, die durch die Einführung der Einheitswährung forciert wurden. Die Emittenten haben eine *proaktivere* Haltung eingenommen und bieten sich spontan für Börsennotierungen an.

Der Aktienkult breitet sich weiter aus. Er entwickelt sich insbesondere zu einem guten Mechanismus für die Verteilung von *Langzeitkapital* in Volkswirtschaften. Dennoch beträgt die Börsenkapitalisierung in der EU nur etwa die Hälfte derjenigen in den USA. Der Anteil des grenzüberschreitenden Handels ist beschränkt, und die privaten Ersparnisse (20 % des BIP) werden nicht effizient investiert. Aus diesem Grund ist die Schaffung von Arbeitsplätzen begrenzt, da die Renditen privater Ersparnisse und Investmententscheidungen nicht optimiert sind. Allein die Kapitalisierung europäischer Investment- und Pensionsfonds sowie von Versicherungsurkunden beträgt mehr als das BIP der Europäischen Union.

Die derzeitige Welle von Fusionsvorschlägen ist eine der *wichtigsten marktgesteuerten Kräfte*, die auf eine Spezialisierung drängen. Die eigentliche Frage ist aber nicht, wie man

Verflechtungen zwischen unterschiedlichen technischen und operativen Portalen oder strategische Verflechtungen zwischen Märkten herstellen kann, sondern wie man ein Umfeld schafft, in dem *spezialisierte Segmente* auf Angebots- und Nachfrageseite effizient arbeiten können. Darüber hinaus haben abgebrochene Fusionsverhandlungen gezeigt, wie nationalistische Gefühle und unterschiedliche ökonomische Interessen zu nicht ausgereiften Fusionsplänen führen können. Die Fusionsverhandlungen müssen die Schaffung eines zentralen marktübergreifenden Kontrahenten für die europäischen Wertpapiermärkte beinhalten, um eine vollständige Zusammenführung der Abrechnungs- und Clearingfunktionen zu erzielen.

Es müssen zum einen die Voraussetzungen für die Entwicklung eines effizienten Kapitalmarktes geschaffen werden, zum anderen muss ein *einfacher Zugang* durch Wettbewerb gewährleistet sein. Die gegenseitige Anerkennung von Emissionsprospekten sowie von Aufsichts- und Kontrollregelungen, basierend auf dem Grundsatz der Aufsicht durch den Herkunftsmitgliedstaat, würde Emittenten und Vermittler animieren, einfach über Grenzen hinweg zu handeln, zu geringeren Kosten und ohne Diskriminierung ausländischer Finanzprodukte.

Neben der Umsetzung des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen muss jede auf Gemeinschaftsebene unternommene Maßnahme einen *Ausgleich* zwischen der maximalen Harmonisierung der Geschäftsregeln innerhalb eines Kontrollsystems im Herkunftsland und einer Mindestharmonisierung innerhalb eines Systems nationaler Vorschriften im Gastland suchen.

Es wird möglicherweise Situationen geben, in denen die gegenseitige Anerkennung der Dienstleistungs- und Produktangebote dazu führt, dass Anleger unter einem *diskriminierendem Verhalten* gegenüber ausländischen Unternehmen oder Dienstleistungsanbietern leiden, weil die in einem Mitgliedstaat angebotenen und zugelassenen Produkte in einem anderen nicht zugelassen sind. Somit kann *Harmonisierung* erforderlich sein, wenn die gegenseitige Anerkennung von Praktiken nach dem Grundsatz des Herkunftsmitgliedstaates kein Umfeld absoluten Wettbewerbs ermöglicht.

Auf der Angebotsseite müssen die Anleger *Zugang zu freien Investitionsmöglichkeiten* ohne Rechts-, Verwaltungs- oder Informationsbarrieren haben, seien diese nationaler oder internationaler Art. Durch bessere Offenlegungsbedingungen, die Abschaffung von Investitionsbeschränkungen und die Harmonisierung der steuerrechtlichen Behandlung in der gesamten Europäischen Union könnten institutionelle Anleger, die derzeit eine beträchtliche Ersparnismenge verwalten, höhere Renditen erzielen.

Die Steuerharmonisierung und der Abbau rechtlicher Belastungen und des behördlichen Aufwands verbessern das Geschäftsumfeld; dennoch mangelt es in Europa an der *Entwicklung von Dienstleistungsmärkten*. Das europäische Beschäftigungsdefizit beruht – im Vergleich zu anderen Volkswirtschaften wie den USA – zum Teil auf einer Dienstleistungslücke. Das Wachstum der Neuen Ökonomie verstärkt die Notwendigkeit, Barrieren für den Handel und die Bereitstellung neuer Produkte abzubauen. In der Mehrzahl werden diese eher als Dienstleistungen denn als Produkte aufgefasst werden müssen; und die Mehrzahl traditioneller Produkte wird *neu ausgerichtet und neu überdacht* werden müssen, um als Dienstleistungen angeboten werden zu können.

INHALT

ZUSAMMENFASSUNG	III
1. Einführung	iii
2. Der Firmenkundenmarkt	iii
3. Der Privatkundenmarkt	v
4. Der Risikokapitalmarkt	vi
5. Fazit	vii
EINFÜHRUNG	1
KAPITEL I – DER FIRMENKUNDENMARKT	5
ENTWICKLUNGEN AUF DEM BÖRSENMARKT	5
1. Pro und Contra	8
2. Andere Fusionsvorhaben	13
3. Auswirkungen	15
OGAW	19
1. Auswirkungen	22
RECHNUNGSLEGUNG	25
1. Bilanzen	25
2. Auswirkungen	29
3. Rechnungsprüfung	30
4. Auswirkungen	33
GESELLSCHAFTSRECHT	34
1. Grenzüberschreitende Unternehmenszusammenschlüsse	34
2. Auswirkungen	37
3. Übernahmeangebote	39
4. Auswirkungen	41
PENSIONEN – DAS GRÜNBUCH	42
1. Aufsichtsrechtliche Regelungen	46
2. Risiken	49
3. Aufsichtsrechtlicher Rahmen	52
4. Freizügigkeit der Arbeitnehmer	53
5. Auswirkungen	56
KAPITEL II – DER PRIVATKUNDENMARKT	63
E-COMMERCE	63
1. Elektronisches Geld	65
2. Auswirkungen	67
3. Künftige Entwicklungen	70
VERSICHERUNGEN	73
1. Zulassung und finanzielle Beaufsichtigung	73
2. Die Solvabilitätsspanne	75
3. Andere Parameter	77
4. Das Allgemeininteresse	78
5. Versicherungsvermittlung	79
6. Künftige Entwicklungen	80
KAPITEL III – RISIKOKAPITAL	83
1. Zugang zu spezialisierten Aktienmärkten	85
2. Besteuerung	87
3. Business Angels	88
4. "Clustering"	89
5. Aus- und Weiterbildungssystem	89
6. Der bürokratische Aufwand	91
7. Schaffung von Arbeitsplätzen	92
8. Künftige Entwicklungen	95
FAZIT UND KÜNFTIGE ENTWICKLUNGEN	99

BIBLIOGRAFIE	105
ANHANG 1	117
ANHANG 2	121
DIE JÜNGSTEN VERÖFFENTLICHUNGEN IN DER REIHE WIRTSCHAFTSFRAGEN.....	135

Abbildungen, Tabellen und Kästen

Abb. 1 ECN-Anteil am Nasdaq-Handelsvolumen in US \$.....	6
Abb. 2 Europäische Börsen.....	9
Abb. 3 Asiatische Aktienmärkte.....	9
Abb. 4 Umsatz der führenden Börsen	10
Abb. 5 Die führenden 10 Käuferländer weltweit (1999).....	34
Abb. 6 Europäische Bevölkerung (in Millionen).....	44
Abb. 7 Pensionsvermögen in Europa (in % des BIP).....	45
Abb. 8 Effektiver Ertrag aus Pensionsfonds-Portefeuilles 1984-1998 (%).....	49
Abb. 9 Einkommensverteilung.....	59
Abb. 10 Privates Beteiligungskapital pro Jahr in Europa.....	86
Abb. 11 Beschaffte Investitionsanlagen nach Anlegertyp (%) - Europa	89
Abb. 12 Verteilung des investierten Betrags nach Phasen in Prozent - Europa	94
Kasten 1	61
Kasten 2	76
Tabelle 1: Arten des Wagniskapitalinvestments.....	96
Tabelle 2: Ausgewählte Länder und Anmeldebestimmungen.....	117
Tabelle 3: Staatliche Alterssicherung in Form einer Regelsicherung.....	121
Tabelle 4: Betriebliche Altersversorgung.....	123
Tabelle 5: Aufsichtsbehörden und Aufsichtsgrundsätze	127
Tabelle 6: Aufsichtsrecht für Pensionskassen und steuerliche Behandlung der Betriebsrenten.....	129
Tabelle 7: Individuelle Altersvorsorge durch Privatversicherung/Einzelverträge.....	133

EINFÜHRUNG

Der Fortschritt auf dem Weg zu einem Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen muss im weiteren Kontext der Globalisierung gesehen werden. Insbesondere wurde durch die Einführung neuer Technologien und hoch entwickelter Anwendungssysteme eine neue Dimension des Wettbewerbs im internationalen Finanzsystem geschaffen, die geografische Grenzen überwindet. Darüber hinaus haben traditionelle Märkte einen Wandel hin zu spezialisierten und segmentierten Märkten erlebt und es ist eine veränderte Marktstruktur durch den Wegfall der zeitlichen Abhängigkeit von Transaktionen entstanden.

Die Finanzmärkte haben auf diese Änderungen mit dem Aufbau grenzüberschreitender Präsenzen und weltweiter Aktivitäten reagiert. Damit nimmt die Notwendigkeit harmonisierter gesetzlicher Rahmenbedingungen zu. Die Mehrzahl der heutigen Fusionen, wie etwa die Fusion von Börsen, führt von einer geografischen Fragmentierung hin zu einer funktionalen Segmentierung, bei der die Spezialisierung zunehmend an Bedeutung gewinnt.

Dieser Prozess impliziert eine Entregulierung und in der Konsequenz eine erneute Regulierung, die jedoch nicht auf nationaler sondern auf internationaler Ebene stattfinden muss. Die Entwicklungen im Finanzsektor werden fälschlicherweise als Ergebnis der Liberalisierung betrachtet. Technologische Änderungen und der Trend bei den makroökonomischen Variablen haben jedoch auch eine wichtige Rolle gespielt.

Die Bestrebungen der Europäischen Union hinsichtlich einer Liberalisierung des Finanzsektors in den frühen Sechzigerjahren des zwanzigsten Jahrhunderts waren nicht von Erfolg gekrönt, doch die Ambitionen zur Vereinheitlichung der Finanzdienstleistungen in der Gemeinschaft haben die Schaffung des Binnenmarktes vorangetrieben. Der Finanzsektor ist jedoch in allen Ländern stärker reguliert als alle anderen Sektoren. Finanzdienstleistungen haben Auswirkungen auf das gesamte wirtschaftliche Ergebnis und können andere Wirtschaftssektoren beeinflussen. Darüber hinaus gewinnen Aktivitäten im Banken- und Versicherungsgewerbe an strategischer Bedeutung in Bezug auf ihren Standort. Letzteres unterstreicht die Notwendigkeit, die länderbezogene Betrachtung der Problematik aufzugeben. Aus diesem Grunde kann der derzeitige Trend als *finanzielle Transnationalisierung* beschrieben werden.

Die Bestrebungen, einen Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen als wichtigen Motor für Wachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen in der Europäischen Union aufzubauen, gehen bis ins Jahr 1973 zurück. Zielsetzung ist es, bis zum Jahr 2005 einen aufsichtsrechtlich integrierten, gesamteuropäischen Finanzdienstleistungs- und Kapitalmarkt zu schaffen.

Die wichtigsten Ziele sind:

- Schaffung eines sicheren Umfeldes, das Verbrauchern und Anlegern einen maximalen Nutzen und eine bessere Ressourcen-Allokation bei reduzierten Kapitalkosten erlaubt;
- Schaffung gemeinsamer Liquiditätsreserven;
- Stärkung der europäischen Wirtschaft und des Potenzials für ausländische Direktinvestitionen;
- Stärkung des Unternehmertums und Verbesserung der Ökonomie des Wissens;

Die Einführung des Euro hat es erlaubt, die Kosten für Kapital- und Finanzvermittlung auf ein Minimum zu reduzieren. Dennoch sind die Finanzmärkte der Europäischen Union immer noch teilweise fragmentiert und segmentiert. Dies hat eine Reihe von Gründen:

- Existenz einer Vielzahl unabhängiger nationaler Börsen;
- Ineffizienz und Kostenintensivität der Clearing- und Abrechnungssysteme;

- Vorhandensein weniger gesamteuropäischer Börsennotierungen;
- Niedriges Investitionsniveau bei Risikokapital;
- Zunahme neuer Ausgabeformen, zum Beispiel ATS¹ und ECNs², die veränderte Rahmenbedingungen für den Verbraucherschutz, Vorschriften für sicheren e-Commerce und Vorschriften für die Vermeidung von Betrug notwendig machen;
- Vorhandensein verschiedener nationaler Regulierungsinstanzen und somit unterschiedliche Anwendung innerstaatlicher Bestimmungen;

Vor dem Hintergrund einer veränderten Finanzwelt hat der Europäische Rat von Cardiff im Juni 1998 die Europäische Kommission aufgefordert, einen Aktionsrahmen zu billigen, um die Schaffung eines Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen voranzutreiben. Als Antwort auf diese Aufforderung hat die Kommission eine Mitteilung³ unterzeichnet, die *eine Reihe von Bereichen, in denen dringend Maßnahmen ergriffen werden müssen, um den vollen Nutzen aus der einheitlichen Währung zu ziehen und einen optimal funktionierenden europäischen Finanzmarkt sicherzustellen*⁴ ausweist.

Diese Zielsetzung wurde auf politischer Ebene von verschiedenen Europäischen Räten⁵ unterstützt. Auf dem Europäischen Rat von Lissabon wurde für die Implementierung des Aktionsplans auf dem Gebiet der Finanzdienstleistungen eine Frist bis 2005 festgelegt. Folgende fünf Prioritäten wurden dabei definiert:

- Beseitigung der Barrieren für Pensionsfonds und Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren;
- Verbesserung der Vergleichbarkeit der Jahresabschlüsse von Unternehmen und deren gegenseitige internationale Anerkennung;
- Überprüfung der Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen mit dem Ziel, Finanzdienstleistern grenzüberschreitende Aktivitäten ohne sich überschneidende administrative Formalitäten und Hindernisse zu ermöglichen;
- Schaffung eines gemeinsamen Passes für Emittenten;
- Verbesserung der Tiefe und Effizienz des Risikokapitalmarktes durch zusätzliche Finanzquellen, insbesondere für Startup-Unternehmen;

Während des Gipfels wurde die zunehmende Bedeutung einer Kooperation bei der Einigung zum e-Commerce und bei der Einführung von Regressmechanismen und Systemen für die Handhabung von Streitigkeiten betont. Eine Verbesserung der rechtlichen Rahmenbedingungen wird das Vertrauen der Verbraucher stärken. Zügige Fortschritte bei den anhängigen Gesetzen zum Fernverkauf von Finanzdienstleistungen sowie zu Übernahmeangeboten wurden angemahnt. Darüber hinaus wurde für den Risikokapital-Aktionsplan eine Frist bis zum Jahr 2003 festgelegt.

Eines der Instrumente, das die Wirtschaft und die öffentlichen Behörden nutzen, um die Änderungen und Leistungen eines spezifischen Sektors zu bewerten und die relative Performance zu bestimmen, ist das Benchmarking. Insbesondere wird Benchmarking als Instrument zur Bewertung der Wettbewerbsfähigkeit innerhalb verschiedener Wirtschaftseinheiten der EU – zum Beispiel Sektoren, Regionen, Unternehmen etc. –

¹ Alternative Trading Systems, alternative Handelssysteme.

² Electronic Communication Networks, elektronische Handelssysteme.

³ KOM(1998)625.

⁴ KOM(1999)232 endg.

⁵ Europäische Räte von Lissabon, Cardiff, Köln und Helsinki.

angewandt. Grundlage des Benchmarking sind zwei Elemente: einerseits die Ermittlung der Ursachen für unterschiedliche Wettbewerbsstrukturen und andererseits die Definition von Verbesserungsmaßnahmen. Dazu werden zum einen sozio-ökonomische Indikatoren implementiert, wie zum Beispiel Informationen über soziales Verhalten, Marktstrukturen, Handelspraktiken etc. Zum anderen identifiziert man die jeweils besten Beispiele aus der Praxis und gibt dadurch der Wirtschaft und ihren Ressourcen Anreize, künftige Entwicklungstrends zu definieren.

Ziel dieses Dokuments ist es, die möglichen Auswirkungen der derzeitigen Entwicklungen auf den Finanzmärkten auf die Schaffung von Arbeitsplätzen und das Wachstumspotenzial in der Gemeinschaft zu untersuchen. Dabei wird in Anlehnung an die generelle Vorgehensweise unterschieden zwischen der Entwicklung auf dem Firmenkundenmarkt und der auf dem Privatkundenmarkt. Diese Unterteilung erlaubt eine Trennung der unterschiedlichen Charakteristika der Akteure auf den Märkten. Im Mittelpunkt des dritten Teils stehen die Auswirkungen der Finanzmärkte auf die Entwicklung eines Risikokapitalmarktes – einer der wichtigsten Ausgangspunkte für die Schaffung von Arbeitsplätzen.

KAPITEL I – DER FIRMENKUNDENMARKT

Entwicklungen auf dem Börsenmarkt

Die Entwicklung im Bereich strategischer Börsenfusionen ist vor dem Hintergrund externer Faktoren zu sehen, die das operationelle Umfeld der Börsen in den vergangenen zehn Jahren entscheidend beeinflusst haben. Zu diesen Einflussfaktoren der Finanzwelt gehören:

- Entregulierung und Liberalisierung der Wirtschaft;
- Verstärkter Wettbewerb zwischen Marktteilnehmern und zunehmende strategische Bedeutung der Unternehmensgröße;
- Aktuelle technologische Entwicklungen in der Kommunikations- und Handelsbranche;
- Verstärkter Druck auf langfristige Rentenverbindlichkeiten;
- Konsolidierung des Marktes und Entwicklung homogener Wertpapiermarktstrukturen und Finanzinstrumente.

Eine der externen Antriebskräfte, die auch die Betriebsumgebung verändert, ist der zunehmende Einfluss des Internet als kostengünstiger und schneller Handelsplatz. Ergebnis dieser Entwicklung ist ein verstärkter Druck auf Vermittler – Makler, Market Maker und Börsen –, die internen Kosten zu senken. Auch der allgemeine Wunsch nach günstigeren Investitionen im Ausland, insbesondere seit der Einführung der gemeinsamen europäischen Währung, lässt eine fortgesetzte Trennung der Börsen wenig sinnvoll erscheinen.

Bei Waren gibt es eine lange Tradition des weltweiten Handels. Die Aktienmärkte waren dagegen immer national ausgerichtet, sowohl in Bezug auf Regulierung und Bilanzierungsrichtlinien als auch auf einen Schutz der nationalen Börse als Finanzzentrum. Anleger fürchten das Währungsrisiko⁶ und machen ungern Geschäfte mit Unternehmen, die sie nicht kennen. Erst in den letzten Jahren beginnen Anleger die Vorteile einer grenzüberschreitenden Risikostreuung zu erkennen.

Eine spezielle Eigenschaft der europäischen Börsen ist ihre nationale Abgrenzung. Aber auch beim Börsenhandel müssen Grenzen überschritten werden. Der Aktienhandel im Internet begann vor etwa fünf Jahren in den USA⁷. Niedrige Courtagen, der leichte Zugang zu Informationen und zeitsparende Handelsmodalitäten waren ein Anreiz für die Anleger. Spezialisten schätzen, dass etwa 10 % der Kunden an Anlagen in internationalen Aktien interessiert sind. Dieser Anteil wird mit zunehmendem Bekanntheitsgrad ausländischer Unternehmen und Emittenten wahrscheinlich steigen.

Börsenhandel bedeutet nicht nur der *An- und Verkauf von Aktien*⁸. Es gab immer einen ausgeprägten Wettbewerb zwischen nationalen und selbst zwischen inländischen Börsen. Durch das Aufkommen der Electronic Communication Networks (ECNs), der elektronischen Handelssysteme, ist jedoch die Anzahl der Marktteilnehmer gestiegen, was wiederum ein

⁶ Die Risiken im Zusammenhang mit Anlagetransaktionen sind:

- Handelsrisiko aufgrund der täglichen Kursschwankungen;
- Liquiditätsrisiko aufgrund der Liquiditätslage der Clearing-Teilnehmer;
- Instrumentenrisiko aufgrund der Eigenschaften des verwendeten Finanzinstruments.

⁷ Als Handelssystem sind dem Internet immer noch Grenzen gesetzt. Insbesondere ist dieses Medium zu langsam, um Effektivität für einen Firmenkundenmarkt zu gewährleisten, der frei von Vermittlern und für alle Anlegertypen unabhängig von ihrer Größe zugänglich ist.

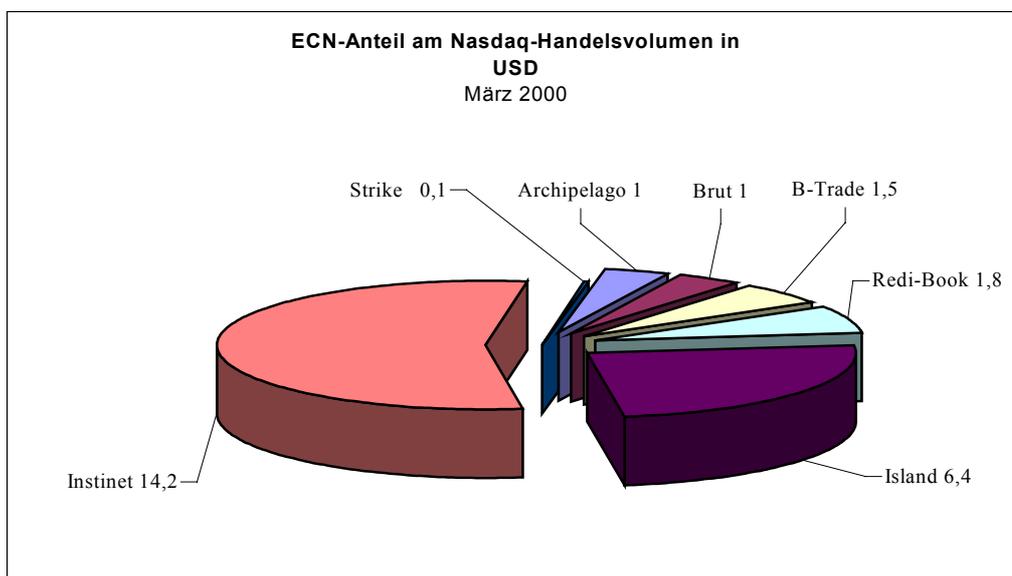
⁸ Vgl. *Financial Times* (23. Mai 2000).

allmähliches Aushöhlen der Handelsvolumen konventioneller Börsen zur Folge hat. Und es wird nicht mehr lange dauern, bis auch Neuemissionen (IPO) über ECNs ausgegeben werden.

ECNs kamen nach der Antitrust-Untersuchung von 1997 auf den Markt, als die "Securities and Exchange Commission (SEC)", die amerikanische Börsenaufsichtsbehörde⁹, neue Vorschriften zur Auftragsabwicklung einführte. Diese Regulierung war eine Reaktion auf den Skandal an der Technologiebörse Nasdaq 1996, als Market Maker beschuldigt wurden, ihre Handelsspanne unerlaubt erweitert zu haben. Mit zunehmendem Handelsvolumen nimmt zurzeit auch der Handel über elektronische Netzwerke zu. Solche elektronischen Systeme gewähren Anlegern einen alternativen Zugang zu den meisten der auch an konventionellen Börsen gehandelten Aktien.

Alternative Handelssysteme (ATS) und ECNs florieren in den Vereinigten Staaten, was zu einer hohen Liquiditäts-Performance der an der New Yorker Börse notierten Aktien geführt hat. Konkurrenten dieser Handelssysteme finden sich vermehrt auch in Europa, wie zum Beispiel Tradepoint oder Jiway¹⁰. Sie unterwandern die eher traditionellen Märkte, die kursorientiert sind und immer noch auf Telefonhandel setzen. Auf diesem Gebiet scheinen europäische Börsen weniger anfällig zu sein, als ihre Pendanten in den USA, da sie bereits in Teilbereichen elektronische Handelssysteme nutzen. Dagegen haben die amerikanischen Börsen einen Vorteil bei den Back-Office-Prozessen, die bereits gut integriert sind. In der Tat zeichnet sich heute eine Verschiebung bei den Kosten und bei der operationellen Komplexität von Handelssystemen ab. War es früher der Handel, so sind es nun die Back-Office-Prozesse wie Clearing- und Abrechnungsdienstleistungen.

Abbildung 1



Quelle: *Financial Times*

⁹ Die New Yorker Börse schützt ihre Kunden, indem sie sicherstellt, dass alle Börsenmitglieder über ausreichend Betriebskapital verfügen. Sie führt eine Jahresprüfung durch und die Börsenmitglieder legen monatlich eine Analyse ihrer Aktivitäten vor. Das "Financial and Operational Surveillance Committee", ein Ausschuss für die finanzielle und operationelle Überwachung, sowie die amerikanische Börsenaufsichtsbehörde sind Selbstverwaltungskörperschaften. Sie stellen Richtlinien für den Umgang mit finanziellen Schwierigkeiten auf und antizipieren eine mögliche Kapitalaushöhlung.

¹⁰ Jiway ist der geplante Markt für Online-Anleger.

Das Geschäft der ECNs¹¹ beim Handel mit Aktien konventioneller Börsen ist recht moderat, denn die geltenden Vorschriften verbieten es ihnen, auf Auftragsanzeigesysteme zuzugreifen. Ihr Vorteil liegt in der Nutzung des Internets zur schnelleren Auftragsabwicklung, ihre Preise sind wettbewerbsfähig, da in den meisten Fällen keine Lizenzgebühren für Wertpapierhändler erhoben werden. Diese Einsparungen können an die Kunden weitergegeben werden, und es fällt lediglich eine relativ niedrige Gebühr pro ausgeführtem Auftrag an. Ist das beste Geschäft gefunden, wird die Ausführungsmethode bestimmt und der Auftrag weitergeleitet. Durch diese Vorgehensweise ermöglichen ECNs Liquidität für den Markt ohne die Intervention von Market Makern.

ECNs drängen nun darauf, als Börsen und nicht als Handelssysteme reguliert zu werden. Als Vorteile erhoffen sie sich daraus die Notierung aller Aktien konventioneller Börsen, den Status eines selbstverwalteten Unternehmens und Verbindungen zu anderen internationalen Börsen.

Der Erfolg von ECNs bei der Abwicklung zunehmend größerer Anteile des Börsengeschäfts hat Bedenken hinsichtlich der Liquiditätsstreuung zwischen unterschiedlichen Handelssystemen ausgelöst. Empirische Untersuchungen zeigen die entscheidenden Vorteile eines Wettbewerbs für die Kunden. Die lange andauernde Rivalität zwischen der New Yorker Börse und der Technologiebörse Nasdaq hat dies deutlich bewiesen. Insbesondere bei festverzinslichen Wertpapieren erlaubt der Transfer eines Großteils der Aktivitäten auf elektronische Handelssysteme eine effizientere Preisbildung in einem bekanntermaßen undurchsichtigen und relativ illiquiden Markt¹². Zum anderen sorgen der Druck von Innen und Außen kombiniert mit niedrigen Markteintrittsbarrieren für eine schwierige Lage und geringe Margen für konventionelle Börsen.

Die explosionsartige Ausbreitung der ECNs in den vergangenen Jahren bestätigt diesen globalen Trend. Konventionelle Märkte haben nun erkannt, dass ihre Strukturen dem Elektronikzeitalter zunehmend nicht mehr gewachsen sind. Durch ECNs sind längere Börsenstunden möglich, nimmt man den derzeitigen Handelstag von 9:30 bis 16:00 Uhr zum Vergleich. Ursprünglichen Befürchtungen hinsichtlich einer niedrigeren Liquidität der Nachbörse konnte zum Teil durch die Möglichkeit schneller elektronischer Ausgleichstransaktionen entgegengewirkt werden. So können Handelsspannen niedrig gehalten werden. Die traditionellen Öffnungszeiten der Börsen wurden den Bedürfnissen der institutionellen Anleger angepasst. Private Anleger drängen dagegen auf einen 24-Stunden-Service.

Da Privatkunden etwa 70 bis 80 % der täglichen Abschlüsse ausmachen und auch wertmäßig einen großen Sektor repräsentieren, muss man ihre Forderungen ernst nehmen. Besondere Sorgen macht ein möglicher Liquiditätsengpass, für den Fall dass nicht genügend Kunden Aktien an der Nachbörse handeln und somit eine Anpassung von Geld und Brief nicht möglich ist. Dies könnte zu erhöhten Preisschwankungen führen und die Spanne zwischen Geld- und Briefkurs erhöhen. Eine Lösungsmöglichkeit wäre ein zusätzlicher Aufschlag für Kunden, die außerhalb der konventionellen Zeiten handeln.

¹¹ Die New Yorker Börse und die Technologiebörse Nasdaq werden künftig keine Kursabstufungen mehr in Sechzehntel USD vornehmen, da dies zu knapp bemessen war, sondern auf zwei Dezimalstellen runden. Einige ECNs verfahren bereits jetzt so.

¹² Kritiker argumentieren, dass wegen des geringen Handelsaufkommens bei diesen Finanzinstrumenten der Schuldverschreibungsmarkt relativ immun gegen das vermehrte Aufkommen alternativer Handelssysteme bleiben wird.

Einige nationale Börsen stehen kurz davor, an den Rand gedrängt zu werden. Die konventionellen Börsen sind gut ausgerüstet, um dem Zuwachs beim elektronischen Handel entgegenzuwirken, aber nur, wenn sie ihre Kosten senken und die Liquidität steigern.

1. Pro und Contra

Eines der größten Fusionsvorhaben, das unlängst abgebrochen wurde, war der geplante Zusammenschluss der Londoner Börse und der Deutschen Börse AG. Mit einer Fusion unter Gleichen sollte ein neues Unternehmen mit Namen iX-International Exchanges gegründet werden. Das endgültige Ziel bestand darin, den gesamten europäischen Aktienhandel in Euro zu gestatten.

Mit Hauptsitz und Verwaltung in London und größeren Einrichtungen in Frankfurt sollte durch die neue Börse in London ein ausgewiesener Markt für Blue Chips unter britischem Recht entstehen und auf der anderen Seite unter deutschem Recht ein Wachstumsmarkt mit Sitz in Frankfurt. Die Entscheidung, Blue Chips in Frankfurt zu notieren ließ Bedenken aufkommen, da Notierungen von einer Kategorie zu einer anderen wechseln können. Dies ist jedoch notwendig, da andernfalls kleinere Unternehmen, nachdem sie sich als Unternehmen stabilisiert haben, nicht wechseln könnten.

Die Technologie beider Organisationen sollte an eine operative Tochtergesellschaft von iX übertragen werden. Als elektronische Handelsplattform für die Kassamärkte sollte Xetra genutzt werden, ein System, das von der Tochtergesellschaft der Deutschen Börse AG bereits genutzt und bereitgestellt wird. Als Standort für das System war Deutschland geplant, ein lokaler System-Support sollte jedoch auch in London angeboten werden. Hauptziel war es, signifikante Kosteneinsparungen – auch für die Kunden – zu ermöglichen, einerseits durch die Nutzung von Synergien auf technischer und operationeller Ebene und andererseits durch einen Abbau der Komplexität von IT-Operationen.

Der Einsatz von Xetra hätte besonders für kleine Handelsunternehmen Vorteile bieten können, da dieses bewährte System mit Remote Access arbeitet und eine einheitliche Plattform für den Handel im Sekundärmarkt mit einem gemeinsamen regulatorischen Ansatz für alle europäischen Aktien bietet. Mit iX wäre man der Forderung nach einem zentralen Kontrahenten und einer Infrastruktur für die direkte Bearbeitung zu niedrigen Kosten nachgekommen. Der Abrechnungsdienst sollte auf der Basis einer Kooperation bereitgestellt werden.

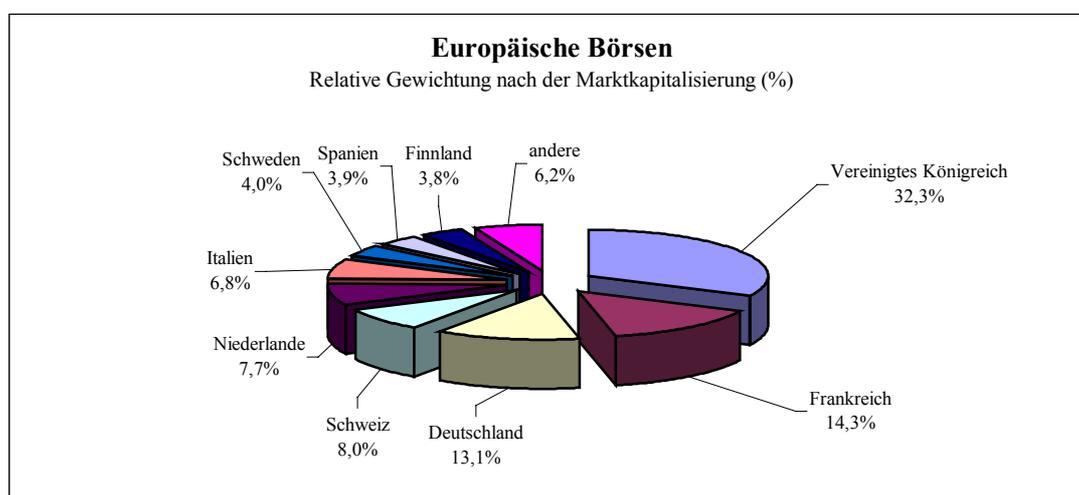
Sucht man nach den Gründen für den Abbruch der Fusion, so muss man fragen, nach welchen Kriterien Aktionäre die künftige Performance von Börsenfusionen beurteilen. Deren relative Zufriedenheit hängt davon ab, in wie weit es möglich sein wird, folgende Faktoren zu erfüllen:

- Kosteneinsparung;
- Effizienz beim Abschluss der Transaktionen, insbesondere Zeiteinsparung;
- Liquidität des Marktes;
- Markttiefe;
- Transparenz der Preisbildung;
- Werbewirksamkeit der bereitgestellten Informationen;
- ununterbrochener Handel;
- faire Kontroll- und Regulierungsbestimmungen durch eine einzige Regulierungsinstanz;
- genaue Schichtung nach Größe und Sektor und nicht nach geografischen Aspekten;

- gemeinsame Handelsplattform zur Unterstützung der Marktstruktur und Einschluss der relativen Finanzderivate;
- Rationalisierung und Fusion der Clearing- und Abrechnungssysteme.

Beide Märkte – sowohl der britische als auch der deutsche – haben in diesem Jahr eine exzellente Performance gezeigt. Die Londoner Börse, der größte europäische Markt gemessen an der Börsenkapitalisierung¹³, konnte aufgrund von Rekordumsätzen bei Technologieaktien nach dem globalen Boom auf dem Technologiemarkt, dem Start des techMARK-Index¹⁴ und den Übernahmeschlachten in der Telekommunikationsbranche den Gewinn vor Steuern fast verdoppeln. Die Börse hatte bei der Demutualisierung im März 2000 einen geschätzten Wert von USD 300 bis 400 Millionen. Als die Mitglieder für eine Umstellung auf ein Wirtschaftsunternehmen stimmten¹⁵, gingen 199 Jahre gemeinsamen Eigentums zu Ende. Infolgedessen hat man das Unternehmen und die Handelsmethoden umstrukturiert. Wie im Demutualisierungsplan festgelegt, wurden die Mitgliedsunternehmen zu Aktionären. Jedoch darf kein einzelner Teilnehmer mehr als 4,9 % der Börse halten.

Abbildung 2



Quelle: *The Economist - Surveys*

Auch die Deutsche Börse, wertmäßig der drittgrößte Markt, konnte im Zuge des Technologie-Booms hohe Nettogewinne erzielen. Die Börse in Frankfurt expandiert derzeit zu einem Markt für profitablen Fusionen, Übernahmen und Kapitalaufnahmen. Die Fusion der Frankfurter Derivatensbörse mit ihrem Schweizer Pendant 1997 mündete in der Gründung von Eurex¹⁶. Das Ergebnis war beeindruckend: In weniger als einem Jahr übernahm dieses elektronische System 95 % des Handels mit Terminkontrakten auf deutsche Staatsanleihen von Liffe, der Londoner Derivatensbörse. Schätzungen zufolge wäre der Devisenmarktwert von USD 1,5 bis 2 Milliarden heute beträchtlich höher, wenn in Frankfurt vor Jahren eine Demutualisierung stattgefunden hätte¹⁷.

¹³ Börsenkapitalisierung ist die Gesamtmenge der Aktien eines Unternehmens, die auf dem Markt im Umlauf sind, multipliziert mit dem entsprechenden Preis pro Aktie.

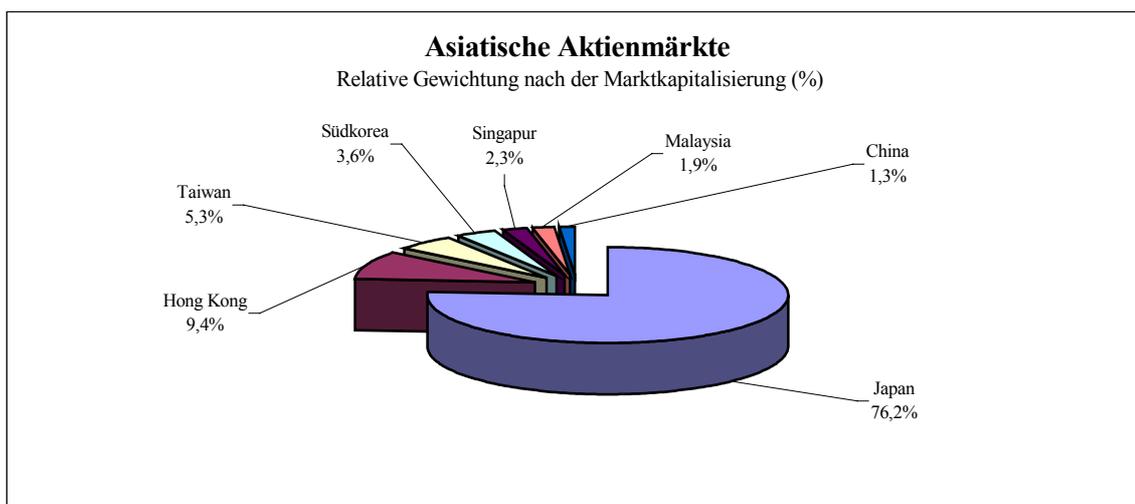
¹⁴ Die beiden techMARK-Indizes FTSE techMARK All-Share und FTSE techMARK 100 wurden von der Londoner Börse und FTSE International Ende November 1999 eingeführt.

¹⁵ *Financial Times* (15. April 2000).

¹⁶ Eurex wurde Ende 1996 gegründet.

¹⁷ *Financial Times* (25. April 2000).

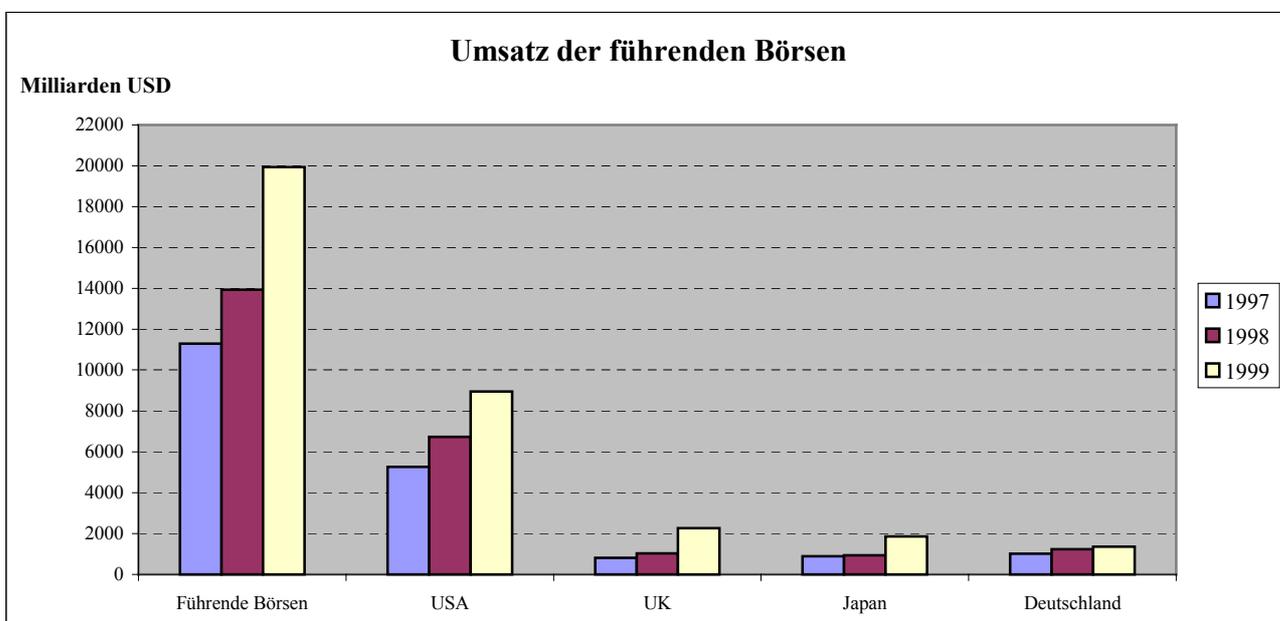
Abbildung 3



Quelle: The Economist - Surveys

In den letzten Jahren hat die Börse in Deutschland regionale Börsen zusammengebracht sowie ihre Technologie und ihre Derivatbörsen gestärkt. Im Gegensatz dazu hat die britische Börse einen engeren Wirkungskreis; ihr fehlt das derivative Element, das für Frankfurt so nützlich ist. Durch eine Fusion hätte man die Stärken beider Finanzkulturen und -systeme verbessern können. Mit einem Markt für Blue Chips in London hätte man Vorteile aus den derzeitigen rechtlichen Rahmenvorschriften, aus der Liquidität und der Transparenz ziehen können; auf der anderen Seite wären dem Spitzentechnologiemarkt in Frankfurt die technologischen Stärken und ihre innovative Kultur zugute gekommen.

Abbildung 4



Quelle: The Economist - Surveys

Durch eine Fusion wäre es möglich geworden, die Tiefe und Bandbreite der für Teilnehmer und Kunden verfügbaren Markt- und Unternehmensinformationen zu erweitern. Dies hätte eine verbesserte Markt- und Preistransparenz zur Folge gehabt.

Antriebsfaktoren für Fusionen sind die Synergieeffekte, die sich auf verschiedenen Ebenen ergeben, insbesondere auf dem Gebiet der Technologie. Die gemeinsame, vereinheitlichte Handelsplattform hätte wahrscheinlich im Durchschnitt ein größeres Umsatzvolumen aus anderen Börsen angezogen. Demnach hätte man mit dem abgebrochenen Fusionsvorhaben ein relativ hohes Wachstum beim Umsatzerlös erzielen können, nimmt man die jeweilige Einzel-Performance von London und Frankfurt zum Vergleich. Unmittelbares Ergebnis eines höheren Umsatzvolumens sind höhere Handelsspannen für Marktteilnehmer und somit wahrscheinlich kleinere Spannen für die Kunden.

Wie andere Handelsplattformen, so erlaubt auch Xetra einen dezentralisierten Zugang für alle Marktteilnehmer sowie verlängerte Börsenstunden für Aktien und festverzinsliche Wertpapiere. Das elektronische Verarbeitungssystem ermöglicht es, auch bei unterschiedlichen Öffnungszeiten anderer Märkte Aufträge in das System einzugeben und auszugleichen. Längere Börsenzeiten erlauben einen einfacheren Zugriff auf Marktinformationen. Dadurch wird es möglich, unterschiedliche Produkte, wie zum Beispiel Aktien oder festverzinsliche Wertpapiere, auf einer gemeinsamen Plattform zu handeln. Das hohe Maß an Transparenz entsteht dadurch, dass das System allen Teilnehmern Zugang zum zentralen Auftragsbuch gewährt und zeigt, zu welchem Preis und in welchen Mengen ein Angebot oder eine Nachfrage für ein Wertpapier gehandelt wird. Man hat spezielle Gründerfirmen in das System eingeführt, die im Falle eines temporären Ungleichgewichts von Angebot und Nachfrage zusätzliche Liquidität sichern sollen. Sie sind verpflichtet, handelsfähige Geld- und Briefkurse für das Wertpapier bereit zu stellen, für das sie registriert sind¹⁸. Da das System die Aufträge automatisch ausgleicht, können die Transaktionskosten niedrig gehalten werden.

Ein Vorteil für Anleger hätte sich in der Besteuerung ergeben. Die fusionierte Börse hätte nicht einerseits Aktien anbieten können, für die Börsenumsatzsteuer¹⁹ gezahlt werden muss (gemäß der Bestimmung in Großbritannien) und andererseits Aktien, für die keine Börsenumsatzsteuer fällig wird. Eine Möglichkeit wäre gewesen, die Börsenumsatzsteuer auszusetzen.

Auf der anderen Seite wäre ein Wechsel der technologischen Plattform, das heißt ein Wechsel vom britischen Handelssystem Sets²⁰ zu Xetra, dem deutschen Pendant, mit Kosten verbunden gewesen. Nach Meinung einiger Experten wären hierfür etwa 1 Milliarde Pfund zu veranschlagen gewesen, was in etwa den Anlaufkosten für das erst 1997 eingeführte Sets-System entspricht. Die Einführung von Sets war extrem kostenintensiv und wurde von den Market Makern abgelehnt. Im Gegensatz zu Xetra wird Sets nicht von der Börse selbst, sondern von Andersen Consulting betrieben.

Die Abrechnungs- und Clearing-Systeme sollten nicht Teil des Fusionsplans sein, was ein wesentlicher Schwachpunkt des Vorhabens war. Denn die Kosten für Clearing- und Abrechnung machen einen hohen Prozentsatz der Transaktionskosten für europäische Derivatentransaktionen aus. Eine separate Behandlung der Abrechnungssysteme hätte einen Anstieg der Betriebskosten zur Folge gehabt.

Euroclear und Clearstream, die beiden Clearing- und Abrechnungs-Giganten, haben kürzlich eine Fusion ihrer Prozesse in Erwägung gezogen, nachdem beide beim Aktiengeschäft

¹⁸ <http://www.xetra.de>

¹⁹ In einigen Ländern wird eine Steuer auf bestimmte Dokumente oder Verträge erhoben, deren Zahlung durch ein Stempel auf dem Dokument belegt wird.

²⁰ Sets ist ein elektronisches Auftragsbuch der Limit-Order für den Handel von Blue-Chip-Aktien.

zulegen konnten²¹. Traditionell sind beide Organisationen Clearingstellen für festverzinsliche Wertpapiere. Clearstream entstand durch die Fusion von Cedel International und Deutsche Börse Clearing. Euroclear ist heute das Clearing- und Abrechnungsorgan von Euronext. Die beste Lösung wäre ein dominantes System wie etwa in den USA, um der Fragmentierung europäischer Clearing- und Abrechnungssysteme entscheidend entgegenzuwirken. Es ist bekannt, dass insbesondere die Londoner Marktteilnehmer eine Trennung der Handelssysteme und eine Kontrolle der Abrechnungs- und Clearing-Funktionen durch verschiedene Organisationen bevorzugen. Studien zeigen jedoch, dass durch eine Rationalisierung des Clearing-Prozesses lediglich ein Viertel der derzeitigen Kosten anfallen würde.

In Bezug auf die Regulierung wurde vorgeschlagen, die beiden Märkte getrennt zu behandeln. Dies ist jedoch gefährlich, da für eine fusionierte Börse identische Regulierungsstandards angewendet werden sollten, unabhängig davon, wo die Märkte angesiedelt sind und von wo aus sie verwaltet werden. Somit war die Frage der Regulierung der fusionierten Börse die am kontroversesten diskutierte Frage. Für den in Frankfurt unter deutschen Regulierungsgrundsätzen geplanten Wachstums- und Derivatemarkt sollte dieselbe Regulierung gelten, wie für den in London unter britischen Regulierungsgrundsätzen geplanten kombinierten Blue Chip-Markt.

In Deutschland ist die Regulierung zwischen verschiedenen Instanzen aufgeteilt, wohingegen sie in Großbritannien unter einem Dach zusammengefasst ist. Die "Financial Services Authority (FSA)" überwacht die Schuldtitel, die die anerkannte Börse innehat, sowie den Schutz der Kundengelder, die die Börsenmitglieder innehalten. Darüber hinaus überwacht sie die Durchsetzung der Geschäftsregeln sowie die Ausführung der Transaktionen. Die FSA stellt zusammen mit den "Domestic and International Rules Committees" die rechtlichen Rahmenvorschriften für Großbritannien. In Frankfurt findet der Großteil des Handels mit notierten Aktien außerbörslich statt, und muss nicht der Börse, sondern der Bundesaufsichtsbehörde gemeldet werden. In Großbritannien dagegen wird jeder Abschluss unverzüglich gemeldet. Darüber hinaus könnte eine getrennte Regulierung der Märkte Bedenken hinsichtlich eines möglichen Liquiditätssplits Vorschub leisten.

Die derzeitige Regulierung der beiden Finanzzentren unterscheidet sich in einigen Aspekten, insbesondere in Bezug auf den von Unternehmen geforderten Offenlegungsgrad²² und auf die hohen Supervisions- und Überwachungsstandards des britischen Marktes. In London müssen alle Abschlüsse unverzüglich der Börse gemeldet werden, wohingegen in Deutschland Abschlüsse, die nicht an der Börse getätigt werden, auch nicht gemeldet werden müssen. Weitere Unterschiede ergeben sich zum Beispiel aus der Regulierung und dem Umgang mit dem Pakethandel an den Börsen, das heißt dem Handel mit großen Aktienmengen in einer einzigen Transaktion²³. Die Regulierung in Großbritannien sieht vor, dass Pakethandel unmittelbar nach Abschluss gemeldet werden muss, wogegen in Deutschland keine Meldepflicht vorgesehen ist. Unterschiede finden sich auch im Umgang mit Bruchschlüssen²⁴ und den im jeweiligen Handelssystem²⁵ in Bezug auf Umsatzvolumen und Kurs angezeigten Informationskennlinien. Transparente Vorschriften für den Aktienhandel sind jedoch

²¹ Investitionsbanken sind die größten Anleger bei Euroclear und Clearstream.

²² *Financial Times* (25. Mai 2000).

²³ Eine Transaktion, die mindestens das 75-fache der regulären Marktgröße eines Wertpapiers von 2000 Aktien oder mehr, beziehungsweise das 50-fache der regulären Marktgröße eines Wertpapiers von 1000 Aktien oder mehr umfasst.

²⁴ Ein Auftrag für eine Anzahl von Aktien zwischen 1 und 99, der unter dem Mindestschluss für den Parketthandel liegt.

²⁵ Sets und Xetra

ausschlaggebend, will man bestmögliche Preisinformationen für kleinere Aktien erreichen – zum einen wegen der geringeren Liquidität und zum anderen, weil solche Aktien in der Regel im Freiverkehr²⁶ und nicht auf elektronischen Systemen gehandelt werden.

Es ist unwahrscheinlich, dass die Einführung gemeinsamer Zulassungsvorschriften und internationaler Bilanzierungsrichtlinien für eine reibungslose Performance der fusionierten Institutionen ausgereicht hätte. Zudem werden die Vorschriften für den Aktienhandel durch die vorgeschlagene Präsenz der Technologiebörse Nasdaq auf dem Wachstumsmarkt kompliziert, was den Harmonisierungsprozess zusätzlich erschwert.

Weitere Schwierigkeiten für die am britischen Markt notierten Unternehmen waren ein möglicherweise erhöhtes Anlagerisiko und erhöhte Betriebskosten aufgrund der bei iX vorgesehenen Stückelung in Euro. Für den Neuen Markt sollte ein Handel in verschiedenen Währungen möglich, pro Aktie jedoch nur eine Währung erlaubt sein. Bedenken gab es dahingehend, dass Unternehmen an der fusionierten Börse zwischen einer Notierung in Sterling und Euro wählen konnten. Pensionsfonds und Versicherungsunternehmen benötigen jedoch Vermögenswerte in Sterling, die sie ihren Verpflichtungen in Sterling gegenüber stellen können.

Ein duales Notierungssystem in Sterling und Euro hätte möglicherweise zu einer Fragmentierung geführt und die Kosten für den Handel erhöht. Die gemeinsame Plattform unterstützt unterschiedliche Märkte und unterschiedliche Währungen. Die Entscheidung, in welcher Währung Kapital aufgebracht, Dividenden bezahlt und Konten ausgedrückt werden, bleibt den Unternehmen überlassen. Dennoch wird die Frage, in welcher Währung eine Aktie gehandelt wird, separat behandelt werden müssen und sollte eine Entscheidung für den Euro bringen.

Unternehmen, die an der fusionierten Börse notiert werden wollten, verlangten nach der Möglichkeit, in beiden Märkten – auf dem Blue Chip- und dem Wachstumsmarkt – notiert zu werden und befürchteten, dass Unternehmen gezwungen wären, von London nach Frankfurt zu wechseln. Bei einer unterschiedlichen Regulierungen der beiden Märkte wäre eine Trennung der Notierungen notwendig geworden.

Weitere Schwachpunkte waren die Wettbewerbsposition nationaler Privatkundenmakler und eine potenzielle Beeinträchtigung der Stellung der nationalen Börse. Es gab Befürchtungen, dass durch die Fusion der Status der einzelnen Börsen als Finanzzentrum geschwächt werden könnte. Die Entscheidung für Großbritannien als Standort für Verwaltung und Management hätte im Falle künftiger Investitionsentscheidungen Nachteile für die deutsche Handelsplattform mit sich bringen können. Dennoch war die geplante Fusion nicht als feindliche Übernahme einer Börse durch die andere gedacht. Ziel war es nicht, die relative Marktposition einer Börse zu untergraben. Vielmehr sah man darin eine Möglichkeit, Synergien Gewinn bringend zu nutzen und von einer gemeinsamen strategischen Struktur zu profitieren, die alleine schwierig zu erreichen wäre.

2. Andere Fusionsvorhaben

Die Mailänder Börse war die Erste in Europa, die eine separate Nachbörsensitzung angeboten hat. Ziel war es, kleine private Anleger anzuziehen. In dieser Annahme wurde man bestätigt, denn es hat sich gezeigt, dass große institutionelle Anleger solche Sitzungen nicht nutzen. Aber auch die kleinen Anleger zeigten sich wenig enthusiastisch. Kritiker argumentierten, dass das festgelegte Limit für Kursausschläge einen hemmenden Effekt hätte.

²⁶ Die Nebenbörse, an der Wertpapiere gehandelt werden, die nicht an einer regulären Börse notiert sind.

Ein Jointventure zwischen Nasdaq Europe, Techmark²⁷ in London und dem Neuen Markt in Frankfurt wird einen Wachstumsmarkt mit Verbindungen zu Nasdaq-Aktivitäten in Amerika und Japan schaffen. Emittenten werden sich außerhalb ihrer nationalen Märkte Liquidität verschaffen können, und Anleger werden verstärkt auf ausländische Unternehmen zugehen. Nasdaq-Japan, eine Partnerschaft mit der Börse in Osaka und einer japanischen Internet-Investmentgruppe, wird erwartet. Sobald in jedem der Länder eine Handelsplattform etabliert ist, sollen diese in einer weltweiten 24-Stunden-Handelsplattform verbunden werden. Vor kurzem hat sogar die New Yorker Börse, weltweit die größte, eine Verbindung mit lateinamerikanischen Börsen und der Börse in Toronto in Erwägung gezogen.

Die Verbindungen zwischen konventionellen Börsen und ECNs nehmen zu. In den Vereinigten Staaten arbeitet die Technologiebörse Nasdaq – der elektronische Aktienmarkt mit Bildschirmhandel – daran, dass mehrere ECNs den Auftragsfluss von Aktien der New Yorker Börse an die Technologiebörse Nasdaq umleiten²⁸. *Electronic Communication Networks oder ECNs agieren als elektronische Ausgleichssysteme für Effektenorder. Sie werden innerhalb der Nasdaq-Stammorganisation, der "National Association of Security Dealers", reguliert und haben einen überwältigenden Markt von Nasdaq-Aktien aufgebaut. Verschiedene Änderungen ermöglichen den Handel mit an der New Yorker Börse notierten Aktien außerhalb des Börsenparketts, insbesondere die Aufhebung der Regel 390.*²⁹ Diese Regel der New Yorker Börse, die die Verantwortung des Marktes regelt, wurde als wettbewerbshemmend eingestuft. Nun können Händler Aktien der New Yorker Börse auch außerhalb des Parketts einer offiziellen Börse handeln.

In Großbritannien wurde E-Crossnet – ein Auftragsabgleichssystem – kürzlich ins Leben gerufen, das eine neue Methode für den kostengünstigen Handel von Wertpapierpaketen bieten soll. Es ist die elektronische Version eines außerbörslichen Abgleichsystems³⁰. Ziel dieses Systems ist es, die Kosten beim Handel großer Volumina von teilweise illiquiden Wertpapieren zu reduzieren. Diese Kosten scheinen eine der größten Schwierigkeiten auf dem Aktienmarkt zu sein, da die Spannen durch zunehmenden Wettbewerb allmählich reduziert werden. *Einige Anleger behaupten, dass ungewöhnlich große Aufträge für kleinere Aktien sie bis zu 5 bis 10 % des Gesamtwertes des Geschäfts mehr kosten können*³¹.

iX war nicht der einzige Vorschlag für eine Börsenfusion. Im Juni 2000 wurde angekündigt, dass zehn Börsen³² Gespräche über eine Allianz führten, die den Namen "Global Equity Market (GEM)" erhalten soll. Vorgesehen ist die Entwicklung einer gemeinsamen Marktstruktur und eine Verbindung der Handelssysteme. Mit dieser Initiative wurde ein alternativer und umfassenderer Vorschlag im Vergleich zur geplanten britisch-deutschen Fusion mit Verbindung zur Technologiebörse Nasdaq vorgelegt³³. Derzeit werden Detailfragen diskutiert. Bei GEM steht eine Reduzierung der Kosten für den Handel mit

²⁷ Der Markt der Londoner Börse für innovative Technologieunternehmen.

²⁸ *Financial Times* (12. Juni 2000).

²⁹ Vgl. *Financial Times* (12. Juni 2000).

³⁰ Ein Auftragsabgleichssystem ist ein System, das einen Abschluss zwischen einem Käufer und einem Verkäufer ein und derselben Aktie erlaubt, ohne dass dabei auf das elektronische Auftragsbuch der Börse zugegriffen wird. Im Falle der Londoner Börse zum Beispiel bedeutet dies, dass nicht auf Sets zugegriffen wird.

³¹ Vgl. "Stock and derivatives exchanges 0300 – E-trading". *Financial Times*, Survey.

³² New York, Tokio, Amsterdam, Brüssel, Paris, Australien, Hong Kong, Toronto, Mexiko und Sao Paolo.

³³ Kritiker haben angemerkt, dass die Marktstrukturen von London und Paris scheinbar ähnlicher sind als die von London und Frankfurt. Dies bedeutet, dass eine Fusion zwischen London und Paris erfolgsversprechender wäre als eine zwischen London und Frankfurt.

internationalen Aktien im Mittelpunkt. Ermöglicht werden soll dies durch die stärkere Nutzung eines zentralen Kontrahenten und eine Verbesserung der direkten Bearbeitung bei den Handelssystemen. Durch die erste Zielsetzung wird es auch möglich sein, die Clearing-Kosten zu senken.

Geplant ist auch eine zweite Fusionswelle für die Börsen Italiens und Spaniens. Ein weit gefasster Ansatz, der einem Zusammenschluss von mehr als zwei Börsen Rechnung trägt, wird die Synergiemöglichkeiten verbessern sowie die ständige Standardisierung und Anpassung der operationellen Rahmenbedingungen überflüssig machen, wenn in Zukunft weitere Börsen dem Verbund beitreten.

Der GEM-Vorschlag folgt dem ursprünglichen Entschluss der drei europäischen Börsen Amsterdam, Brüssel und Paris, unter dem Namen Euronext eine Fusion einzugehen. Diese wurde am 22. September 2000 formal ins Leben gerufen und ist der erste vollständig integrierte, transnationale Markt für eine grenzüberschreitende Währung, Aktien, Finanzderivate und Waren. Er bietet eine integrierte Handels-, Clearing- und Abrechnungslösung auf europäischer Basis durch eine vereinheitlichte Handelsplattform und einen zentralen Kontrahenten. Notierte Unternehmen verbleiben weiterhin bei ihren derzeitigen Börsen; die Aktien werden jedoch auf der gemeinsamen Plattform gehandelt und die Zulassungsvorschriften werden harmonisiert. Er wird in drei Segmente unterteilt sein:

- Blue Chips,
- Spitzentechnologiewerte und
- Wachstumswerte.

Der wesentliche Unterschied zwischen Euronext und anderen geplanten aber abgebrochenen Fusionsvorhaben besteht darin, dass bei Letzteren eine Teilfusion geplant war, wohingegen bei Euronext eine vollständige Fusion vorgesehen ist. Geplant ist ein gemeinsames Auftragsbuch, die Entwicklung gemeinsamer Vorschriften für den Aktienhandel und eine gemeinsame Börsenordnung, unter der die Börsenzulassungsbestimmungen für Teilnehmer harmonisiert werden. Die zusammengeschlossenen Börsen betreiben den Parketthandel in ihren eigenen Börsen und lassen jeweils Aktien der Partnerbörsen zu. Da die fusionierte Börse eine gemeinsame Handelsplattform nutzt, die bereits in einigen Börsen anderer Zeitzonen eingesetzt wird (etwa in Toronto und São Paulo), wird eine Expansion erwartet. Die Verbindung mit ähnlichen, technologiebasierten Handelsplattformen weltweit, insbesondere mit solchen in verschiedenen Zeitzonen, ist eines der Hauptziele, das durch Börsenfusionen erreicht werden soll.

3. Auswirkungen

Integriertere Wertpapiermärkte bringen Vorteile für Unternehmen in der Europäischen Union in Bezug auf die Wettbewerbsfähigkeit und die Schaffung von Arbeitsplätzen. Ziel ist es, die Möglichkeiten für die Kapitalbeschaffung und den Handel von Wertpapieren über Grenzen hinweg, für die Entwicklung einer verlässlichen und kosteneffizienten Infrastruktur von Börsen und Märkten sowie für die Festlegung effektiver Überwachungsvorschriften zu verbessern.

Immer wieder wurde in Frage gestellt, ob Fusionen die beste Lösung für die Entwicklung von Markteffizienz sind. Fusionen bringen Kosten mit sich. Kooperationsabkommen und Verbindungen zwischen Börsen sind jedoch ebenfalls kostspielig und stellen ein noch anspruchsvolleres Unterfangen als Fusionen dar. Bei Kooperationen ist ein hoher Aufwand für die Standardisierung der Verfahren und des operationellen Umfeldes aller Teilnehmer erforderlich. Mit einer Vielzahl von Teilnehmern ergibt sich durch Verbindungen eine

zunehmende Komplexität und ein höherer Harmonisierungsaufwand. Darüber hinaus können Synergien nicht im selben Ausmaß wie bei Fusionen genutzt werden. Insbesondere bei Börsen, wenn die Liquidität über eine Vielzahl von Handelssystemen verteilt ist, wird im Falle von Abstimmungsabkommen die Transparenz von Kursen und Kursinformationen erschwert – Faktoren die das Kernstück von Börsen darstellen.

Der Aufschwung der ECNs hat bereits zu einer Liquiditätsstreuung geführt, und die Tatsache, dass sich Anleger auf einen bestimmten Bereich wie etwa Internet- oder IT-Aktien konzentrieren und dass sie ihre Wertpapierbestände von einem länderbasierten auf einen branchenbasierten Ansatz umstrukturieren, beschleunigt diesen Prozess. Die beste Lösung besteht darin, elektronische Handelssysteme in künftige oder derzeitige Fusionsvorhaben einzubeziehen. Die Kombination von konventionellen und regulierten Strukturen mit elektronischen Hochgeschwindigkeitssystemen wurde allgemein erwartet. Dies erlaubt eine Nutzung der Technologie als Antriebsfaktor für eine Kostensenkung bei Börsenhandel und Investitionen.

Fusionen – sobald sie die kritische Masse erreichen – zielen auf einen entscheidenden Mehrwert für die Aktionäre ab. Einer der Vorteile für Anleger, Emittenten und Vermittler jeder Größe ist die Möglichkeit, dank einer höheren Liquidität von niedrigeren Spannen zu profitieren.

Kleinere Aktionäre, wie zum Beispiel Privatkundenmakler, werden konsequent das Produktspektrum für ihre Kunden erweitern können. Ein erweitertes Produktspektrum ermöglicht Kunden einen *differenzierteren* Wertpapierbestand und *ein vermindertes Risiko*. Direkte Auswirkung ist eine mögliche Gewinnsteigerung für die Kunden und damit indirekt auch für die Makler. Startup-Unternehmen, insbesondere Internet-Unternehmen, werden von einer *stärkeren Offenlegung des Marktes* profitieren. Die Zeit für die Börsenzulassung und somit die Möglichkeiten für die Kapitalbeschaffung wird ebenfalls zunehmen.

Auf der anderen Seite werden größere Kunden, etwa Investitionsbanken, insbesondere von der Einrichtung eines *zentralen Kontrahenten*³⁴ für das Netting der Transaktionen und von der gemeinsamen Börsenordnung profitieren. Ersteres bietet Vorteile hinsichtlich der Anonymität des Handels und der Back-Office-Kosten, da es die Aufrechnung von Transaktionen erlaubt, bevor die Abrechnungsprozesse einsetzen. Die Tatsache, dass es zurzeit noch Hemmschwellen gegenüber den unzähligen, bei ausländischen Börsen notierten Aktien gibt, hängt nicht vom Unwillen der Kunden ab, in ausländische Aktien zu investieren. Vielmehr ist die Ursache in externen Schwierigkeiten zu suchen; es fehlt an Informationen über ausländische Aktien und es gibt Unterschiede bei der Regulierung und den Regressmechanismen, etc..

Präzedenzfälle zeigen, dass sich die Implementierung geplanter Börsenfusionen oftmals als sehr schwierig erwiesen hat. Die Gründe für das Scheitern solcher Fusionen sind insbesondere in den Schwierigkeiten bei der Harmonisierung nationaler Vorschriften zu suchen und auch in den *Bestrebungen, die Stellung der nationalen Börse und ihre charakteristischen Eigenschaften zu wahren*. Sechs Börsenfusionen in den USA wurden bereits abgebrochen. Probleme gab es dabei insbesondere im Hinblick auf einheitliche Börsenzulassungsbestimmungen und homogene Verwaltungsstrukturen. Wird die Aufsichtsfunktion zwischen den beteiligten Zentren aufgeteilt, so könnte dies einem *regulatorischen Arbitrage-Verhalten* Vorschub leisten, wobei Unternehmen Notierungen von

³⁴ Die Clearingstelle kontrahiert als Hauptkontrahent für den Käufer und den Verkäufer in jeder Transaktion. Sie garantiert beiden Parteien, dass offene Verträge zu Ende geführt werden. Der Vertrag wird daher in zwei unabhängige Verträge aufgeteilt, was es beiden Parteien ermöglicht, unabhängige Entscheidungen zu treffen.

einem Zentrum zum anderen verschieben, um einen regulatorischen und somit einen Wettbewerbsvorteil zu erzielen.

Weitere Bedenken ergeben sich aus der Frage, ob eine einzige Börse eine Monopolstellung einnehmen könnte. *Da sich beim Handel eine Tendenz hin zu dem Markt feststellen lässt, der den größten Liquiditätsanteil aufweist, sind Aktienmärkte von Natur aus ein Monopol*³⁵. Die Vergabe von Zuständigkeiten ist eine Möglichkeit, die Bildung einer Monopolstellung auf natürlichem Wege zu regulieren. Wie Beispiele jedoch zeigen, sind auch Monopolstellungen anfällig, wenn starke rechtliche Rahmenvorschriften vorhanden sind. Die New Yorker Börse war bisher durch restriktive Regulierungen und Praktiken geschützt. Als man diese abgebaut hat, wurde auch sie verwundbar. Der größte Fehler war, dass man in New York nicht in der Lage war, auf veränderte Marktstrukturen und Bedürfnisse der Anleger zu reagieren. Aus diesem Grunde haben Unternehmen angefangen, bei konkurrierenden ECNs zu investieren. Die New Yorker Börse war bei der Anpassung ihrer Marktstrukturen an eine veränderte Umgebung zu langsam. Darüber hinaus wurde sie von ihrer negativen Haltung gegenüber Initial Public Offerings (IPOs) bestraft – deren Verbot erst 1984 aufgehoben wurde³⁶. Diese Haltung hat es erst ermöglicht, dass die Technologiebörse Nasdaq zum notorischen Helfer bei der Kapitalbeschaffung "junger" Unternehmen wurde. Die Zeit für eine Demutualisierung ist für jede Börse gekommen – ausnahmslos.

Bei den meisten Börsen haben Spezialisten Zugang zum Auftragsbuch der Limit-Order und zu Informationen über den Fluss bei Angebot und Nachfrage für eine bestimmte Aktie. Diesen Spezialisten kommen letztendlich zwei Aufgaben zu: Sie sammeln Kauf- und Verkaufsaufträge für eine bestimmte Aktie und intervenieren in den Handel, um Kursschwankungen zu reduzieren und Liquidität zu ermöglichen. Die erste Aufgabe kann von einem elektronischen System übernommen werden. In Bezug auf Liquidität kann eine Börse auch ohne Intervention von Spezialisten zusätzliche Umsatzvolumen anziehen, wenn sie eine gute Liquiditätsbasis bietet. Anleger werden durch das Umsatzvolumen angezogen, selbst wenn andere Handloptionen vorhanden sind, die zwar effizienter sind, aber weniger Liquidität bieten³⁷. Die New Yorker Börse zum Beispiel wird wegen ihrer relativen Größe als Börse mit der höchsten Liquidität angesehen³⁸.

Bei der Technologiebörse Nasdaq³⁹, der ersten elektronischen Börse, die ein effizientes Instrument für die Kapitalbeschaffung bietet, gibt es dagegen keine Spezialisten, über die die Transaktionen laufen. Ein Charakteristikum dieses Marktes ist es, dass er mehrere Marktteilnehmer – unterteilt in Market Maker⁴⁰ und ECNs⁴¹ – für den Handel einer einzigen Aktie erlaubt.

Es ist wichtig, zu erkennen, dass die Aktionäre die Zukunft der Börsen kontrollieren. Sie waren es, die das iX-Fusionsvorhaben niedergeschmettert und das Übernahmeangebot der schwedischen OM-Gruppe abgelehnt haben. Große Investitionsbanken haben eine internationale Perspektive, wohingegen kleine Makler in der Regel den nationalen Markt

³⁵ Vgl. *The Economist* (17. bis 23. Juni 2000) S. 18 ff.

³⁶ *The Economist* (17. bis 23. Juni 2000).

³⁷ *The Economist* (17. bis 23. Juni 2000).

³⁸ Einige Kritiker argumentieren, dass nur einige der notierten Unternehmen tatsächlich über liquide Mittel verfügen. Bei den anderen gibt es in der Regel kurze Zeiträume, in denen Vermittler ihr eigenes Kapital gefährden und die Rolle des Kontrahenten für den Anleger übernehmen müssen.

³⁹ Für den Handel bei Nasdaq müssen ECNs zertifiziert und registriert sein.

⁴⁰ Market Maker sind unabhängige Händler, die um die Aufträge der Anleger konkurrieren, indem sie Kapital zur Verfügung stellen.

⁴¹ Archipelago L.L.C, Instinet Corporation, NexTrade, Strike Technologies etc.

sehen. Der Demutualisierungsprozess konnte diesen Konflikt nicht ausgleichen. Es ist wichtig, den Aktionären die Vorteile einer internationaleren und breiteren Lösung mit Verbindung zu den teilnehmenden US-Märkten vor Augen zu führen. Bei der Technologiebörse Nasdaq gab es bereits lange vor dem iX-Fusionsvorschlag Pläne für den Aufbau einer europäischen Präsenz. In den Überlegungen zu Kooperationen oder Fusionsvorschlägen muss jedoch herausgestellt werden, dass an der Londoner Börse ausschließlich Aktien gehandelt werden; Finanzderivate werden separat in Liffe gehandelt. Daher muss in künftigen Vorschlägen beides berücksichtigt und auf derselben elektronischen Plattform gehandelt werden.

Überlegungen dazu, unter welcher Leitung die Londoner Börse arbeiten wird, sind irrelevant. In London scheint man jedoch zu vergessen, dass man, um weiterhin erfolgreich zu sein, mit der Zeit gehen und Änderungen einleiten muss. Das Festhalten an einem Status als unabhängiger Anbieter treibt die Londoner Börse nur weiter in die Isolation.

Darüber hinaus lassen kostengünstige Technologien in Verbindung mit hochleistungsfähigen Telekommunikationseinrichtungen den geografischen Standort an Bedeutung verlieren und bieten kostengünstige Alternativen zu traditionellen Börsen. Der Remote Access zum Handelsparkett ist heute Realität, und Anleger werden sowohl preisbewusster als auch mobiler. Der Bildschirmhandel reduziert den Wert des Handelsprozesses.

Ziel von Fusionen ist es, den Handel und die Abrechnung aller Termingeschäfte, außerbörslichen Anleihen, Finanzderivate und Waren zu ermöglichen. Die gescheiterten Vorhaben zeigen jedoch, wie Kurzsichtigkeit, unterschiedliche wirtschaftliche Interessen und Nationalgefühl Fusionen erschweren können.

Neben den positiven und negativen Aspekten des Angebots der OM-Gruppe für die Londoner Börse, leitet die Tatsache, dass eine Börse für ein Übernahmeangebot in Frage kommt, eine neue Ära ein. Selbst relativ kleine Unternehmen können bereit und in der Lage sein, eine gesamte Börse zu übernehmen – eine Tatsache, die noch vor wenigen Jahren völlig undenkbar war.

Die OM-Gruppe alleine konnte nicht viel Liquidität für den Markt bringen. Aber dies ist möglicherweise nur kurzfristig von Bedeutung, da sich der Handel auf den nationalen Markt einer Aktie konzentriert, selbst wenn diese Sekundärnotierungen auf anderen Märkten hat. Im Elektronikzeitalter wird sich der Handel den effizientesten Markt suchen.

Da auch Börsen vermehrt unter dem Einfluss der heutigen Wettbewerbsregeln stehen, muss ein stärkeres Gewicht auf die interne Effizienz gelegt werden. Die Clearing- und Abrechnungsprozesse können nicht länger getrennt behandelt werden, da die Betriebskosten reduziert werden müssen. Die Märkte können es sich nicht mehr länger leisten, weiterhin separate Handels- und Back-Office-Prozesse zu betreiben. Der erste Schritt in diese Richtung ist die Einrichtung eines zentralen Kontrahenten für alle Wertpapiere in allen Währungen. Da jedoch Clearingstellen häufig Eigentum der Börse sind, deren Produkte sie abwickeln, müssen Börsen fusionieren. Verzögerungen auf dem Weg zu einem effizienten Markt für Wertpapiere und Finanzderivate behindern die Schaffung eines gemeinsamen Risikokapitalmarktes.

OGAW

Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) sind harmonisierte, durch die europäische Gesetzgebung abgedeckte Investmentfonds. Es handelt sich dabei um offene, öffentlich verkaufte Fonds, die in übertragbare Wertpapiere nach dem Grundsatz der Risikomischung investieren. OGAW werden von einem Manager betreut, verfügen über einen Anlagenpool und ein Depot. Letzteres übernimmt die Verwahrungsfunktion für die Anlagen des offenen Investmentfonds.

Gemäß dem Kern der Richtlinie 85/611/EWG können OGAW unter folgendem Recht konstituiert werden:

- Unter dem Vertragsrecht, als gemeinsame Fonds, die von einer Verwaltungsgesellschaft verwaltet werden;
- Unter dem Treuhandrecht als offene Investmentfonds;
- Unter dem Gesetzesrecht als Kapitalanlagegesellschaft⁴²;

Mit der Annahme der OGAW-Richtlinie 1985 war der erste Schritt in Richtung der Koordinierung und Regulierung von Organismen für gemeinsame Anlagen, wenn auch nur für einen Teil, getan. Hauptziel war es, ein hohes Maß an Anlegerschutz auf Gemeinschaftsebene zu sichern und Flexibilität in der Gesetzgebung zu ermöglichen. Letzteres wurde durch die Einführung des Grundsatzes der gegenseitigen Anerkennung erreicht, der die Vermarktung von OGAW-Fondsanteilen in allen Mitgliedstaaten ohne weitere Genehmigung durch das Gastland erlaubt. Das Verfahren wurde an dasjenige für die grenzüberschreitende Bereitstellung von Dienstleistungen angelehnt. Was fehlte, war ein gemeinsamer Ansatz, der alle Arten von Organismen für gemeinsame Anlagen abdeckte und eine flexible, an veränderte Bedingungen anpassbare Gesetzgebung erlaubte.

Die Gesetze der Mitgliedstaaten weisen erhebliche Unterschiede auf, insbesondere in Bezug auf die vorgesehene Kontrolle und Beaufsichtigung. Dies führt zu einer Wettbewerbsverzerrung zwischen Organismen und Unterschieden beim Schutz der Fondsanteileseigner.

Die OGAW-Richtlinie konzentrierte sich im Wesentlichen auf das "Produkt", während eine Regulierung in Form von "Verwaltungsgesellschaften" fehlte. Es gab keine harmonisierten Marktzugangsbestimmungen, wie etwa Mindestvorschriften für das Anfangskapital, und keinen detaillierten aufsichtsrechtlichen Rahmen. Auch für grenzüberschreitende Aktivitäten gab es keine Verordnungen. Die Vermarktungsmöglichkeiten der Fondsanteile war nicht bedacht worden, wie zum Beispiel die Einrichtung von Zweigniederlassungen oder die Bereitstellung von Dienstleistungen im Ausland.

Die ursprüngliche Richtlinie wurde zweimal geändert: Durch 88/220/EWG wurden die hypothekarisch gesicherten Schuldverschreibungen aufgenommen und durch 95/26/EG wurde die aufsichtsrechtliche Überwachung verstärkt. Ziel war es, den Austausch von Informationen zwischen den zuständigen Behörden aller Mitgliedstaaten zu ermöglichen.

Die Kommission hat ein Maßnahmenpaket vorbereitet, das in zwei weiteren Vorschlägen vorgelegt und im Mai 2000 angenommen wurde. Die Bestimmungen sollen bis spätestens 31. Dezember 2002 in Kraft treten.

⁴² 385L0611.

Im Mittelpunkt des ersten Vorschlages⁴³ steht das "Produkt", das heißt die Investmentfonds, die durch die Gesetzgebung abgedeckt werden⁴⁴. Er erweitert das Spektrum der Finanzvermögenswerte, in die Organismen für gemeinsame Anlagen investieren dürfen.

Zielsetzung ist der Abbau von Schranken für die grenzüberschreitende Vermarktung von OGAW-Fondsanteilen. Folgende Maßnahmen sind vorgesehen:

- Stärkere Freiheit bei der Vermarktung von OGAW-Fondsanteilen, auch für solche Organismen, die in andere Finanzvermögenswerte als übertragbare Wertpapiere investieren, wie etwa Bankeinlagen, Geldmarktanlagen, Fondsanteile anderer OGAW sowie nicht harmonisierte Fonds und Finanzderivate;
- Aktualisierung der Anlagemöglichkeiten in Bezug auf die aktuellen Entwicklungen bei den Portefeuille-Managementtechniken;
- Freiheit bei der Nachbildung der Indizes.

Vor dem Hintergrund der derzeitigen rapiden Entwicklung auf den Finanzmärkten war es wünschenswert, das Spektrum der Produkte, in die Organismen investieren dürfen, zu erweitern. Über außerbörsliche Finanzderivate⁴⁵ und übertragbare Wertpapiere hinaus wurden andere Finanzvermögenswerte⁴⁶ mit ausreichender Liquidität als zulässige Anlagen aufgenommen. Aspekte der Aufsichtspflicht werden durch eine Reihe von Bestimmungen abgedeckt, die unter anderem eine festgelegte Obergrenze für Investitionen in außerbörsliche Finanzderivate vorsehen. Hauptanliegen ist das mit diesen Wertpapieren verbundene Risiko, insbesondere das:

- Insolvenzrisiko,
- Liquiditätsrisiko und
- die Möglichkeit einer regelmäßigen Bewertung der Wertpapiere.

Die Vorschläge führen daher detaillierte Bedingungen für die Verwendung von Finanzderivaten sowie die Vorgehensweise bei der präzisen Bestimmung des Tageskurses aus. Finanzderivate müssen täglich für Verkauf und Liquidation verfügbar sein. Da außerbörsliche Finanzderivate nun als zulässige Investitionsanlagen definiert sind, wurde für Anlagen, die aus unterschiedlichen Gründen in den Portefeuilles von Organismen enthalten sind⁴⁷, die Unterscheidung in "allgemeine Anlagezwecke", "Absicherungszwecke" und "Zwecke einer ordentlichen Verwaltung des Sondervermögens" aufgegeben. Durch die neuen Offenlegungsregeln für das Risikoprofil des Fonds, das in den für die Kunden bereitgestellten Unterlagen enthalten sein muss, sollen eventuelle höhere Kursschwankungen bei OGAW abgedeckt werden, die sich durch die Aufnahme von Finanzderivaten ergeben. Selbst wenn eine der Hauptzielsetzungen die Vermeidung unnötiger Zugangsbarrieren ist, insbesondere hinsichtlich der Vorschriften zum Anfangskapital, so hat die Aufnahme von außerbörslichen Finanzderivaten als zulässige Instrumente in Portefeuilles eine Anhebung der Kapitalbestimmungen notwendig gemacht. Gegenüber den ursprünglichen 50.000 € sind nun

⁴³ KOM(00)329.

⁴⁴ Bei OGAW handelt es sich um ein Produkt, das entweder über

- Verwaltungsgesellschaften oder über
- Kapitalanlagegesellschaften vertrieben wird.

⁴⁵ Der ursprüngliche Vorschlag billigte eine Investition in standardisierte Finanzderivate, die auf regulären Märkten gehandelt werden, schloss jedoch außerbörslich gehandelte Instrumente aus aufsichtsrechtlichen Gründen aus.

⁴⁶ Geldmarktinstrumente werden nun auch als übertragbare Wertpapiere definiert.

⁴⁷ KOM(2000)329 endg.

125.000 € für Verwaltungsgesellschaften vorgesehen, die individuelle und gemeinsame Portefeuille-Managementaktivitäten abdecken.

Die Freigabe der Investition in Finanzderivate hat einerseits zu einem vermehrten Kursschwankungspotenzial der Fonds geführt, andererseits aber auch zu einem Abbau der Risikoscheu aufseiten der Investoren. Durch Verbesserung der für Fondsteilnehmer bereitgestellten Informationen können Anleger aus direkter Erfahrung die negativen und positiven Ergebnisse einer riskanteren Anlagestrategie kennen lernen und Vertrauen in einem riskanteren Umfeld gewinnen. Die Abkehr von einem eher risikoscheuen Verhalten ist Teil eines weit gefassten Konzeptes für die Förderung einer zunehmenden Aktienkultur in der Gemeinschaft, die wiederum indirekt mit einem zunehmenden Arbeitsplatzpotenzial in der Wirtschaft verbunden ist.

Im Mittelpunkt des zweiten Vorschlags⁴⁸ stehen die "Finanzintermediäre", das heißt die Verwaltungsgesellschaften von OGAW und die diesbezüglich aufgestellten Regeln. Ziel ist es, den gemeinsamen Markt im Bereich OGAW zu stärken und den aufsichtsrechtlichen Rahmen zu aktualisieren. Vorgesehen sind folgende Maßnahmen:

- Aktualisierung der Gesetzgebung für Verwaltungsgesellschaften von OGAW und Anpassung an die bestehende Gesetzgebung für andere Anbieter im Finanzdienstleistungssektor mit dem Ziel, die relative Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern;
- Überprüfung der Auflagen, die es Verwaltungsgesellschaften verbieten, Portefeuille-Managementdienste für Einzelkunden anzubieten;
- Einführung eines Europäischen Passes für Aktien harmonisierter Kapitalanlagegesellschaften⁴⁹ und für durch Verwaltungsgesellschaften betreute OGAW-Fondsanteile: Diesen wird die Möglichkeit gegeben, ihr Distributionsnetzwerk für Fondsanteile der von ihnen verwalteten Organismen in allen Mitgliedstaaten zu etablieren, auch über Filialen oder elektronische Distributionskanäle⁵⁰. Darüber hinaus wird ihnen die Vermarktung ihrer Fondsanteile in anderen Mitgliedstaaten erlaubt. Voraussetzung dafür wird eine entsprechende Information der zuständigen Behörden sowie die Vorlage übersetzter Unterlagen bei der Korrespondenzbank sein.
- Aufnahme von Portefeuille-Managementdiensten für Einzelkunden neben denen für gemeinsame Organismen: Hauptziel ist die Vermeidung einer Segmentierung von gemeinsamem und individuellem Portefeuille-Management sowie die Ermöglichung von Größenvorteilen. Die Tatsache, dass es Verwaltungsgesellschaften erlaubt ist, Portefeuille-Managementdienste für Einzelkunden – private oder institutionelle Anleger – neben der Verwaltung von Organismen für gemeinsame Anlagen anzubieten, beinhaltet auch die Möglichkeit, Pensionsfonds zu verwalten. Es wurden Regeln aufgestellt, die einen Interessenkonflikt zwischen den beiden Verwaltungstypen vermeiden und einer Gefährdung der Stabilität der Investitionsstrategie vorbeugen sollen.
- Aktualisierung der Bestimmungen für die Informationsunterlagen: Um für eine höchstmögliche Transparenz des Informationsangebots zu sorgen, wurde eine neue

⁴⁸ KOM(2000)331.

⁴⁹ Der Begriff "nicht-harmonisierte Fonds" deckt zwei Kategorien von Fonds ab:

- Europäische Fonds, die nicht unter die nationale Gesetzgebung eines Mitgliedstaates, jedoch unter die Richtlinie 85/611/EWG fallen;
- Alle Fonds von Nicht-Mitgliedstaaten.

⁵⁰ KOM(1998)451 endg.

vereinfachte Version des Informationspakets für Anleger eingeführt. Dabei handelt es sich um einen vereinfachten Prospekt, der zusätzlich zu dem bereits vorhandenen umfassenden Prospekt für OGAW bereitgestellt wird und eine Zusammenfassung dessen darstellt. Ziel ist es, den Anlegern ein benutzerfreundliches Dokument vorzulegen und so eine wesentliche Informationsquelle für das Durchschnittsprofil der Anleger anzubieten. Der Prospekt soll insbesondere auf das zu erwartende Risikoprofil und die verwendeten Investitionsanlagen eingehen und darüber hinaus Wirtschafts- und Handelsinformationen enthalten. Zu letzteren gehören Informationen über das Steuersystem, die Provision für Einkauf und Veräußerung sowie die Vermarktungsmöglichkeiten für die Fondsanteile der Organismen. Die Informationen werden in klar formulierter und zusammengefasster Form präsentiert werden.

Die der Öffentlichkeit und den zuständigen Behörden bereitgestellten Unterlagen müssen die für Finanzderivate geltenden Anlagebeschränkungen herausstellen und auf das Risiko bei dieser Anlageart eingehen. Der vereinfachte Prospekt ist ein Dokument, das den Anlegern vor Vertragsschluss verpflichtend vorgelegt werden muss. Er muss in die offizielle Sprache des Aufnahmemitgliedstaates übersetzt werden. Die Ausgabe der vollständigen Version des Prospektes wird nicht obligatorisch sein.

Mit der Einführung dieses vereinfachten Prospektes, zusätzlich zu dem bereits vorhandenen umfassenderen Prospekt, soll potenziellen Anlegern in der Union umfassendere Informationen bereitgestellt werden. Hauptanliegen ist es, eine maximale Harmonisierung dieses Prospektes über alle Mitgliedstaaten hinweg zu erreichen.

Bei OGAW, mit denen eine spezialisierte Anlagepolitik verfolgt wird, sollte eine übermäßige Konzentration auf liquide Mittel ein und desselben Emittenten vermieden werden. Daher wurde die Obergrenze für Investitionen in Anlagen ein und desselben Emittenten herabgesetzt und für Schuldverschreibungen ausgedehnt. Eine übermäßige Konzentration insbesondere auf Einlagen bei einem einzigen Kreditinstitut sollte vermieden werden. Es wurden Bedenken hinsichtlich eines Liquiditätsrisikos und eines Risikos des Ausfalls der Gegenpartei bei diesem Instrument zum Ausdruck gebracht. Auch bei der Nachbildung von Aktien- oder schuldrechtlichen Wertpapierindizes muss ein hohes Maß an Diversifizierung erkennbar sein und in einer angemessenen Art und Weise veröffentlicht werden.

Die Grenzwerte⁵¹ für Investitionen von harmonisierten Fonds in den Anteilen nicht-harmonisierter Fonds wurden erhöht; zudem wurden qualitative Obergrenzen eingeführt. Durch diese Haltung will man undurchsichtige investive Verflechtungen von OGAW in anderen Unternehmungen verhindern, insbesondere um das Aufkommen von verschachtelten Fonds zu vermeiden. Aus diesem Grund muss auch der Anteil investiver Verflechtung täglich überwacht werden.

1. Auswirkungen

Organismen für gemeinsame Anlagen, bei denen qualifizierte Spezialisten die Mittel der Anleger nach festgelegten Risikokriterien in einer Reihe unterschiedlicher Vermögenswerte investieren, können Anlegern ohne Spezialistenwissen das Investieren in einem spezialisierten Markt ermöglichen. Solche Investmentfonds machen derzeit mehr als 20 % des Bruttoinlandsproduktes der Europäischen Union aus. Daher ist es wichtig, den Schutz der Anleger zu gewährleisten ohne dabei das Entwicklungspotenzial solcher Organismen zu gefährden. Organismen für gemeinsame Anlagen sind ein Mittel, um Ersparnisse in produktive Investitionen umzuleiten. Insbesondere in Zeiten, in denen der Zinssatz tendenziell

⁵¹ Von 5 bis 30 %.

niedrig ist, stellen solche Mittel eine zunehmend populäre Alternative zu traditionellen Anlagen in öffentlichen Anleihen dar.

Direkte Auswirkung der aktualisierten Maßnahmen ist einerseits ein erweitertes Produktangebot für die Anleger⁵² und andererseits – durch die Einführung des Europäischen Passes – eine Beschleunigung des Prozesses der Auslagerung. Dies bedeutet, dass Geldanlagen in Finanzdienstleistungen vermehrt durch institutionelle Anleger und nicht wie bisher traditionell durch Kreditinstitute vermittelt werden. Dies hat auch eine Änderung der Haftungsstruktur von Kreditinstituten zur Folge⁵³.

Die Tatsache, dass ein breiteres Spektrum von Anlageprodukten zugelassen wurde und dass Fondsanteile heute einfacher über Grenzen hinweg vermarktet werden können, wird auf lange Sicht zu einem vermehrten Wettbewerb zwischen Verwaltungsgesellschaften führen. Als Ergebnis daraus wird die Preisfeststellung im Verhältnis zur Qualität dieser Produkte verbessert werden.

Die durch die geänderte Richtlinie erlaubten breit gefächerten Anlagemöglichkeiten werden zu einem nachhaltigen Wachstumstrend im Finanzsektor beitragen, zusammen mit der Fusionswelle, die bereits für einen Schub gesorgt hat. Sie werden die Schaffung liquiderer und tieferer Finanzmärkte in der Europäischen Union ermöglichen, selbst wenn es wegen der Möglichkeit der Investition in außerbörsliche Finanzderivate zu stärkeren Kursschwankungen bei den Fondsanteilen von Organismen für gemeinsame Anlagen kommen kann. Im Gegenzug dazu wird man durch diese Bestimmung im Durchschnitt den Ertrag der Anleger steigern können, was neue Investitionen begünstigt, sowohl in Form von Finanzanlagen als auch in Form von direkten Investitionen in der realen Wirtschaft. Indirekte Auswirkungen werden auch in den Beschäftigungszahlen zu erkennen sein.

Die Aktualisierung der Bestimmungen für Verwaltungsgesellschaften und des Informationsangebots für die Anleger erhöht zusammen mit der Verbesserung des aufsichtsrechtlichen Rahmens und des Anlegerschutzes die Wettbewerbsfähigkeit von Verwaltungsgesellschaften im Vergleich zu anderen Finanzunternehmen wie etwa Banken, Versicherungsunternehmen oder Investmentgesellschaften. Durch die Modifizierung wurden harmonisierte und teilweise automatische Zulassungsverfahren für Verwaltungsgesellschaften sowie eine weiter gefasste Verordnung für die Bereitstellung von Dienstleistungen und die Eröffnung von Zweigstellen in anderen Mitgliedstaaten eingeführt sowie Regeln für ein stärkeres Kooperationsnetzwerk der in den Mitgliedstaaten zuständigen Behörden aufgestellt. Die Einführung des Europäischen Passes, der die Inanspruchnahme der Dienstleistungsfreiheit in der Europäischen Union und die Einrichtung von Zweigstellen im Ausland ermöglicht, ist ein Meilenstein. Er wird die Expansion von Geschäftsaktivitäten über Grenzen hinweg ermöglichen und den internationalen Wettbewerb steigern.

Regeln für einen Mindeststandard zielen auf eine Erweiterung des aufsichtsrechtlichen Rahmens für Anleger und die Öffentlichkeit im Allgemeinen sowie auf eine verbesserte Transparenz für die zuständigen Aufsichtsbehörden ab. Zu den wichtigsten Regeln gehören:

- Regeln für Anlagen und Risikomischung;
- Bereitstellung von Informationen für die Anleger;

⁵² OGAW dürfen nicht nur in notierte Aktien und Schuldverschreibungen investieren, sondern auch in Bankeinlagen (Fonds der flüssigen Mittel), Geldmarktinstrumente (Geldmarktfonds), an regulierten Börsen gehandelte standardisierte Options- und Terminkontrakte sowie in Anteile anderer Organismen für gemeinsame Anlagen (Fonds von Fonds).

⁵³ 399Y1007.

Die Festlegung eines Mindestschutzes für Anleger stellt eine stärkere Vermarktung von Fondsanteilen über die Grenzen hinweg sicher.

Die Bestimmungen hinsichtlich einer stärkeren Transparenz des Anlagerisikos und der bereitgestellten Informationen werden die Attraktivität von Investitionen in OGAW-Anteilen steigern und die Zunahme der Anzahl der Aktien in diesem Sektor fördern. Dadurch wird eine alternative Quelle für die Kapitalbildung geschaffen, die wiederum eine alternative Quelle für Risikokapital darstellt und somit die Beschäftigung vorantreiben kann. Die Tatsache, dass es diesem Sektor künftig erlaubt ist, die Portefeuilles von Privatkunden und sogar Pensionsfonds zu verwalten, wird zu einer dynamischen Verbesserung aufgrund stärkerer Diversifizierungsmöglichkeiten führen. Sie wird zudem eine direkte Auswirkung auf den Wettbewerb bei den Pensionsfonds haben.

Die Konzentration von Investitionen in Anlagen ein und desselben Emittenten erhöht das Insolvenzrisiko, selbst wenn die Möglichkeit der Differenzierung gegeben ist und der Wertpapierartyp für die Investition ausgewählt werden kann. Die Tatsache, dass Anleger über Einlagen wie beispielsweise Aktien, schuldrechtliche Wertpapiere oder Finanzderivate hinaus weitere Verträge abschließen können, reduziert nicht das Ausmaß, in dem Anleger einem Insolvenzrisiko ausgesetzt sind.

Es ist notwendig, den internen Überblick über Organismen für gemeinsame Anlagen in Verbindung mit externen Aufsichts- und Kontrollmechanismen zu gewährleisten. *Aufgrund der gegenseitigen Anerkennung sind die in ihrem Herkunftsmitgliedstaat zugelassenen Verwaltungsgesellschaften zur Ausübung der Dienstleistungen, für die sie eine Zulassung erhalten haben, in der gesamten Europäischen Union mittels der Gründung von Zweigniederlassungen oder im Rahmen des freien Dienstleistungsverkehrs befugt*⁵⁴. Gemäß dem Grundsatz der Kontrolle durch das Herkunftsland, ist ausschließlich der Mitgliedstaat, in dem das Unternehmen seinen eingetragenen Sitz hat, zur Genehmigung der Fondsregeln und zur aufsichtsrechtlichen Kontrolle von Verwaltungsgesellschaften befugt. Die Mitgliedstaaten haben das Recht, strengere Regeln als die der Richtlinie aufzustellen, insbesondere in Bezug auf die Zulassungsbestimmungen für solche Unternehmen und den erforderlichen aufsichtsrechtlichen Rahmen.

Es sollten harmonisierte Regeln für einen Ausgleichsmechanismus eingeführt werden, um ein Minimum an Ausgleich für die Fondsanteileseigner zu garantieren, für den Fall, dass ein Unternehmen nicht in der Lage ist, seine Verpflichtungen gegenüber den Anlegern zu erfüllen.

⁵⁴ KOM(2000)331 endg.

Rechnungslegung

1. Bilanzen

Um solide, relevante, aktuelle, verlässliche und vergleichbare Finanzdaten zu enthalten, ist es notwendig, die Vergleichbarkeit der von Unternehmen vorgelegten Abschlüsse zu verbessern. Dadurch wird es möglich, die Interessen der Anleger, Gläubiger und Aktionäre besser zu wahren. Zudem unterstützt dies die Entwicklung des EU-Wertpapiermarktes, der in Bezug auf die Größe immer noch dem US-Kapitalmarkt hinterher hinkt. Um dieses Ziel zu erreichen, sind gemeinsame Normen für die Rechnungslegung erforderlich. Derzeit gibt es in der EU viele verschiedene Regelungen für die Rechnungslegung und deren Interpretation; auch das Berichtssystem ist fragmentiert.

Die derzeitige Vielfalt der Bilanzierungsansätze in der Union ist das Ergebnis der aus den EU-Bilanzrichtlinien hervorgegangenen Gesetzgebung. Der generelle Ansatz für eine EU-Gesetzgebung hat unterschiedliche nationale Spezifikationen möglich gemacht. So kommt es, dass Unternehmen in ein und demselben Mitgliedstaat oder gar an ein und derselben Börse notierte Unternehmen verpflichtet sind, ihre Abschlüsse gemäß unterschiedlicher Bilanzierungsrichtlinien zu erstellen.

Die Berücksichtigung lokaler Rechts- und Steuerkonventionen war gerechtfertigt, solange die Anleger oder Aktionäre vornehmlich aus dem Land kamen, in dem auch das Unternehmen ansässig war. Heute kaufen Anleger jedoch zunehmend internationale Wertpapiere.

Es lässt sich derzeit eine Eigendynamik bei der Entstehung von Normen erkennen. In der Mitteilung der Kommission von 1995⁵⁵ zu einer neuen Rechnungslegungsstrategie wurde vorgeschlagen, dass die Mitgliedstaaten globalen Akteuren, die ihr Kapital auf internationalen Kapitalmärkten beschaffen wollen, erlauben, ihre konsolidierten Abschlüsse in Übereinstimmung mit den internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen IAS vorzubereiten. Seitdem gestatten es einige Mitgliedstaaten⁵⁶ börsennotierten Unternehmen, ihre konsolidierten Abschlüsse gemäß

- den internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen IAS,
- den Grundsätzen ordnungsmäßiger Rechnungslegung der USA (GAAP) oder
- den nationalen Grundsätzen auf der Grundlage der EU Bilanzierungsrichtlinien⁵⁷ zu erstellen.

Die IAS-Rechnungslegungsgrundsätze wurden durch das "International Accounting Standards Committee (IASC)⁵⁸", entwickelt und in den Siebzigerjahren des zwanzigsten Jahrhunderts in einer Reihe von Industrienationen implementiert. Sie wurden in internationaler Kooperation in Anlehnung an die EU-Bilanzrichtlinien weiter entwickelt. Vorteil dieser Grundsätze ist ihre internationale Perspektive im Gegensatz zur Ausrichtung an einer bestimmten Kultur.

⁵⁵ "Harmonisierung der Rechnungslegung: eine neue Strategie für die internationale Harmonisierung", (14.11.95).

⁵⁶ Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Italien, Luxemburg und Österreich.

⁵⁷ Durch die Vierte Richtlinie das Gesellschaftsrecht betreffend (78/660/EWG) wird der von den Mitgliedstaaten geforderte Inhalt der Jahresbilanzen von Gesellschaften mit beschränkter Haftung harmonisiert und durch die Siebte Richtlinie das Gesellschaftsrecht betreffend (83/349/EWG) wird der Inhalt der konsolidierten Bilanzen von Unternehmensgruppen koordiniert.

⁵⁸ IASC ist internationaler Ausschuss zur Erarbeitung weltweit empfohlener Rechnungslegungsgrundsätze. Kürzlich wurde ein interner Umstrukturierungsprozess von IASC vorgestellt.

Andererseits wurden die Grundsätze ordnungsmäßiger Rechnungslegung der USA (GAAP) durch das "Financial Accounting Standards Board", einem Ausschuss für Bilanzierungsrichtlinien, in Kooperation mit der amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde und mit Vertretern der Berufsgruppe der Wirtschaftsprüfer entwickelt und aufgestellt. Die Tatsache, dass diese Normen ausschließlich in den USA festgelegt und weiter entwickelt wurden und keine Einflüsse von außen erlebt haben, erschwerte eine Anwendung auf Europa. Die Normen spiegeln die in den USA anzutreffende Streitkultur wieder und sind sehr detailliert und umfassend. Die amerikanische Börsenaufsichtsbehörde kontrolliert automatisch diejenigen europäischen Unternehmen, die die US-Grundsätze ordnungsmäßiger Rechnungslegung anwenden.

Die Tatsache, dass immer mehr Jahresabschlüsse nach unterschiedlichen Berichtsnormen erstellt werden, erschwert die Vergleichbarkeit und hemmt grenzüberschreitende Investitionen. Ziel sind gemeinsame und vereinfachte international anerkannte Bilanzierungsrichtlinien.

Die Bestrebungen nach einem gemeinsamen Ansatz umfassen neben der Aufstellung gemeinsamer und eindeutiger Bilanzierungsrichtlinien unter anderem die Entwicklung und Implementierung von aktuellen Leitlinien für die Auslegung und Umsetzung von Abschlussprüfungen sowie eines effektiven Systems von Sanktionen und eines aufsichtsrechtlichen Rahmens.

Ausschlaggebend für eine korrekte und einheitliche Anwendung der Bilanzierungsrichtlinien sind hohe Qualitätsmaßstäbe für die Rechnungslegung. Ein gemeinsamer Ansatz sollte von gemeinsamen Benchmarking-Kriterien für die Abschlussprüfung, der Entwicklung einer gemeinsamen Berufsethik und der Entwicklung eines Sicherungssystems für die gesetzliche Funktion bestimmt werden.

Am 13. Juni 2000 stellte die Kommission eine Strategie für die künftige Rechnungslegung vor, um dadurch die verbleibenden Barrieren für den grenzüberschreitenden Wertpapierhandel abzubauen. Empfohlen wurde die Anwendung gemeinsamer Bilanzierungsrichtlinien, um die Transparenz und Vergleichbarkeit von Unternehmensbilanzen zu verbessern und die Möglichkeiten der Kapitalbeschaffung in der Union zu verstärken. Die Mitteilung sieht vor, dass bis spätestens 2005 alle börsennotierten EU-Unternehmen ihre konsolidierten Abschlüsse verpflichtend in Übereinstimmung mit den IAS-Grundsätzen vorbereiten müssen. Dies wird es Unternehmen in der Übergangszeit ermöglichen, ihre Buchführungssysteme entsprechend anzupassen. Derzeit liegt die Zahl der Unternehmen, die gemäß dieser Grundsätze berichten, bei unter 1000. Berechnungen haben ergeben, dass diese Zahl bis 2005 auf fast 7000 börsennotierte Unternehmen ansteigen wird.

In der Zwischenzeit müssen die Bilanzrichtlinien geändert werden, um die rechtliche Grundlage für die Rechnungslegung zu klären. Denn derzeit gibt es Unternehmen, die zwar die IAS-Grundsätze anwenden, diese jedoch nicht immer einhalten. *Anspruchsvolle Bilanzierungsrichtlinien garantieren nicht per se die Vorlage aussagekräftiger Abschlüsse. Die richtige und konsequente Anwendung solcher Richtlinien wird jedoch die Glaubwürdigkeit und den Erfolg dieses Mechanismus stärken.* Gemeinsame Leitlinien sind notwendig, um die Anwendung der Grundsätze herauszustellen. Darüber hinaus ist ein externer aufsichtsrechtlicher Rahmen notwendig, um die Interessen der Anleger zu schützen.

Um die Vergleichbarkeit zu vereinfachen und zu verbessern, wäre es ratsam, auch für Einzelabschlüsse eine *verpflichtende Vorbereitung* in Übereinstimmung mit den IAS-

Grundsätzen vorzusehen und diese Anforderung auf nicht börsennotierte Unternehmen auszuweiten, gegebenenfalls mit einer längeren Übergangszeit⁵⁹.

Der Vorschlag der Kommission wird Übergangsabkommen vorsehen, um eine frühzeitige Umsetzung zu begünstigen. Darüber hinaus sind Regelungen für die Einrichtung eines Nachtragsdienstes vorgesehen. Dieser wird die Aufstellung von Bilanzierungsgrundsätzen unter dem Einfluss der Europäischen Union unterstützen und die Integration der IAS-Grundsätze in der Union überwachen. Durch den so vorhandenen Mechanismus soll ermittelt werden, ob die verabschiedeten Grundsätze mit der öffentlichen Ordnung in Europa vereinbar sind. Eine der Hauptaufgaben des Nachtragsdienstes wird es sein, sicherzustellen, dass die IAS-Grundsätze dem EU-spezifischen Umfeld entsprechen und eine angemessene Grundlage für die Rechnungslegung börsennotierter Unternehmen in Europa darstellen.

Der Dienst wird in eine technische und eine politische Ebene gegliedert sein. Auf der politischen Ebene, auf der alle Mitgliedstaaten beteiligt sein werden, wird der offizielle Nachtrag stattfinden. Die Mitgliedstaaten werden in Ausschüssen vertreten sein, die die Aktualisierung der derzeitigen Gesetzgebung zur Aufgabe haben werden. Auf der technischen Ebene werden hoch qualifizierte Experten mit Unterstützung des privaten Sektors zusammenarbeiten. Es werden Arbeitsgruppen zu speziellen Fragen eingerichtet, die sich auch mit den Auswirkungen der Grundsätze auf aufsichtsrechtliche Fragen beschäftigen können.

Die Kommission unterstützt darüber hinaus Anstrengungen hinsichtlich der Einrichtung einer *gemeinsamen Instanz* für Rechnungslegungsgrundsätze. Diese könnten auch weltweit für Fragen der Zulassung Gültigkeit erhalten. Dies wird es insbesondere internationalen Emittenten erlauben, gemeinsame Grundsätze für die Vorbereitung von Jahresabschlüssen für grenzüberschreitende Angebote und Zulassungen anzuwenden. Dieses Ziel lässt sich am besten durch eine Verstärkung der *Kooperationsbestrebungen mit den US-Behörden* erreichen, um die gegenseitige Anerkennung beider Systeme sicher zu stellen. Dadurch wird es möglich werden, Wertpapiere inner- und außerhalb der Europäischen Union auf der Grundlage gemeinsamer Rechnungslegungsgrundsätze zu handeln.

Das IASC⁶⁰ könnte in Kooperation mit dem Accounting Advisory Forum⁶¹ zu einer der weltweiten Instanzen für Rechnungslegungsgrundsätze werden. Mehr als 25 % der Unternehmen in der EU erstellen ihre Abschlüsse derzeit gemäß den IAS-Grundsätzen. Berücksichtigt man die EU-Beitrittsländer und die EFTA-Länder, so sind es sogar 50 %. Um zu vermeiden, dass Entscheidungen durch einzelstaatliche Interessen verzerrt werden, muss das IASC international zusammengesetzt werden. Neben der Legitimierung ist die Unabhängigkeit von nationalen Normierungsinstanzen die Hauptanforderung an eine internationale Normierungsinstanz.

Aufgrund der weit verbreiteten Akzeptanz der IAS-Grundsätze genügt es, dass Unternehmen, die eine Börsenzulassung außerhalb der EU anstreben, lediglich eine Bilanz und nicht wie bisher zwei erstellen. Dadurch ließen sich einerseits die Kosten für die Unternehmen senken und andererseits auch die Vergleichbarkeit verbessern. Eine darüber hinaus gehende

⁵⁹ Die Kommission wird vorschlagen, den Mitgliedstaaten die Möglichkeit zu geben, die Anwendung der IAS-Grundsätze auf nicht börsennotierte Unternehmen und Einzelabschlüsse auszuweiten.

⁶⁰ Das IASC ist ein unabhängiges Gremium des privaten Sektors, das sich aus Vertretern von 143 Wirtschaftsprüfungsgremien aus 103 Ländern zusammensetzt. Die Kommission hat einen Beobachterstatus bei ISAC, das die IAS-Grundsätze genehmigt.

⁶¹ Ein Expertengremium, das sich aus Vertretern der wichtigsten Institutionen und Einrichtungen mit einem Interesse an Bilanzbuchhaltung in der Europäischen Union zusammensetzt. Es ist kein Normungsausschuss.

Kooperation zwischen IASC und den US-Normierungsbehörden würde potenziell eine Harmonisierung durch gegenseitige Anerkennung der beiden geltenden Normen ermöglichen.

Damit verbunden ist die zunehmende Nutzung des Verfahrens der *Selbstzulassung* für EU-Wertpapieremittenten. Das Verfahren umfasst die Bereitstellung eines Referenzdokumentes und einer Sicherheitserklärung für die zuständigen nationalen Behörden. Ziel ist es, durch Anwendung eines gemeinsamen Zulassungssystems einen gesicherten Zugang zu anderen europäischen Märkten und Finanzdaten sicher zu stellen.

Um die Vergleichbarkeit bei der Rechnungslegung zu verbessern, legt die Vierte Richtlinie die rechtlichen Rahmenbedingungen für die Präsentation von Jahresabschlüssen sowie Offenlegungsvorschriften dar. Darüber hinaus beschreibt sie Methoden für die Bewertung der einzelnen Bilanzposten. Unternehmen sind verpflichtet, ihr Vermögen anhand der Anschaffungs- beziehungsweise Produktionskosten zu bewerten, die als historische Kosten bezeichnet werden. Die Mitgliedstaaten können jedoch die Neubewertung bestimmter Vermögenskategorien oder deren Bewertung anhand der Wiederbeschaffungskosten vorsehen.

Der dynamische Wandel internationaler Finanzmärkte hat über traditionelle Finanzpapiere wie etwa Aktien oder Schuldverschreibungen hinaus zum Einsatz verschiedener Finanzderivate⁶² geführt. Die zunehmende Beliebtheit solcher Instrumente überholt derzeit die Anpassung der Bilanzgesetzgebung.

Um die Bilanzierungsgrundsätze der EU zu modernisieren, wurde die Einführung eines *Zeitwert*-Bilanzierungsmodells für bestimmte finanzielle Vermögenswerte und Verbindlichkeiten als Alternative zur Bilanzierung anhand historischer Kosten vorgeschlagen, insbesondere im Hinblick auf den weit verbreiteten Einsatz von Finanzderivaten⁶³. Durch Finanzderivate, die häufig für Risikomanagement genutzt werden, kann sich das Risiko erhöhen und das Risikoprofil und die finanzielle Position eines Unternehmens schnell umkehren. Die Auswirkungen solcher Instrumente wird im Jahresabschluss des Unternehmens deutlich. *Zeitwert* wird gemeinhin als *der Betrag verstanden, zu dem zwischen sachverständigen, vertragswilligen und voneinander unabhängigen Geschäftspartnern* ("at arm's length") *ein Vermögenswert getauscht bzw. eine Verbindlichkeit beglichen werden kann. In der Praxis besteht oft ein aktiver Markt für die Instrumente, so dass ... [der Zeitwert] dem Marktwert gleichzusetzen ist*⁶⁴.

Finanzpapiere werden in der Regel zu Handelszwecken gehalten und um Gewinne aus kurzfristigen An- und Verkäufen zu erzielen. In diesem Fall ist eine Realisierung von Gewinnen sicher und wirkt sich daher nicht signifikant auf die Gewinn- und Verlustrechnung und die Gewinnausschüttung aus. Die beste Lösung ist es, eine Bilanzierung der Zeitwertänderung nicht handelbarer Instrumente in Form einer Zeitwert-Rücklage unter den Eigenkapitalpositionen der Bilanz zu erlauben.

Finanzpapiere werden in der Rechnungslegung auch zur Absicherung (Hedge) gegen potenzielle Wertschwankungen des Basisobjektes verwendet. In diesem Fall sollten sich die Wertänderungen des absichernden Instruments und die des Finanzderivats neutralisieren, so dass keine zusätzlichen Schwierigkeiten auftreten.

⁶² Zum Beispiel Optionen, Terminkontrakte und Swapgeschäfte.

⁶³ Finanzderivat bezeichnet ein Finanzinstrument, dessen Wert von einem zugrundeliegenden Preis oder Kurs abgeleitet wird.

⁶⁴ "Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG im Hinblick auf die im Jahresabschluss bzw. im konsolidierten Abschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen zulässigen Wertansätze". KOM(2000)80 endg. (24.02.2000).

2. Auswirkungen

Eines der Haupthindernisse bei der Entwicklung eines Risikokapitalmarktes in der Gemeinschaft ist die Tatsache, dass Anleger zögern, ihre Ersparnisse in Unternehmungen zu investieren, deren Ausgang relativ ungewiss und somit risikobehaftet ist. Eine Möglichkeit, die Investitionsbereitschaft der Anleger zu erhöhen, ist die Vorlage transparenter und vergleichbarer Jahresabschlüsse seitens der Unternehmen. Eine unmittelbare Folge davon wird ein zunehmender Wettbewerb zwischen Unternehmen korrelativer Wirtschaftssektoren sein.

Die Tatsache, dass unterschiedliche Bilanzierungsrichtlinien erlaubt sind, verschlechtert die Vergleichbarkeit von Jahresabschlüssen auf nationaler und insbesondere auf internationaler Ebene. Dies führt zu Verwirrung sowohl aufseiten der Aufsichtsbehörden als auch der Anleger und behindert die Kapitalbeschaffung auf den Märkten anderer Mitgliedstaaten. Daher ist eine verpflichtende Einführung der IAS-Rechnungslegungsgrundsätze notwendig, auch für Einzelabschlüsse und nicht börsennotierte Unternehmen. Wenn nicht-börsennotierte Unternehmen, bei denen es sich in der Regel um kleine und mittlere Unternehmen handelt, ihre Finanzbuchhaltung gemäß international anerkannter Grundsätze vorbereiten, können sie ihre Glaubwürdigkeit stärken und sie verbessern ihre Möglichkeiten für eine künftige Börsenzulassung und den Zugang zu Risikokapital. Dadurch wird die Entwicklung solcher Unternehmen vorangetrieben.

Um die Vergleichbarkeit zu verbessern, sollte es auch kurzfristig zur Bedingung werden, dass alle oder bestimmte Unternehmenskategorien ihre Rechnungslegung nach der Zeitwert-Methode vornehmen. Alle Finanzderivate sollten nach derselben Methode bewertet werden. Bestimmte Bilanzposten, wie zum Beispiel das Anlagevermögen oder langfristige Verbindlichkeiten und insbesondere Passiva können nicht nach dem Zeitwert bewertet werden. Aus diesem Grunde sollten die Verbindlichkeiten eines Unternehmens ausgeschlossen und, um dem Kreditrisiko des Unternehmens Rechnung zu tragen, eine *Rückstellung* in der Bilanz vorgesehen werden.

Diese Bewertungsmethode würde sich insbesondere auf diejenigen Instrumente auswirken, die keine historischen Kosten, jedoch einen signifikanten Zeitwert haben. In dieser Hinsicht würde sich eine Änderung nicht auf KMU auswirken, da diese keine konsolidierten Abschlüsse erstellen und in der Regel keine Finanzpapiere einsetzen und diese somit auch nicht in ihren Abschlüssen aufführen müssen.

Diese Harmonisierung darf nicht auf die Gemeinschaftsebene beschränkt bleiben, sondern muss auf internationaler Ebene in Kooperation mit der amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde stattfinden. Da es wegen der unterschiedlichen und charakteristischen Streitkultur nicht möglich sein wird, gemeinsame Bilanzierungsrichtlinien in Europa und den USA zu implementieren, muss es eine bilaterale Anerkennung der angewendeten Grundsätze geben. Dies ist insbesondere auch im Hinblick auf eine adäquate Aufteilung der Aufsichtsfunktionen für die in Europa ansässigen europäischen und US-amerikanischen Unternehmen wichtig, die ihre Jahresabschlüsse gemäß den spezifischen Grundsätzen der jeweils anderen Region erstellen möchten. Durch gegenseitige Anerkennung wäre die Vorbereitung zusätzlicher Bilanzierungsrichtlinien kaum noch notwendig.

Neue Technologieunternehmen, wie zum Beispiel Dotcom-Unternehmen, stellen eine weitere Herausforderung für das Rechnungswesen dar. Dotcom-Unternehmen starten mit einer cleveren Idee und mit wenigen Mitarbeitern. In ihrer Bilanz fehlen Sachanlagen. Dagegen sind sie in entscheidendem Maße von Humankapital abhängig, das jedoch nicht in der Bilanz erscheint. Ihre wichtigsten Ressourcen sind immateriell. Dennoch investieren Anleger Geld in solche Unternehmen in der Hoffnung auf massive Gewinne bei minimalem Einsatz.

Buchhalter sehen sich unter Druck, da die traditionelle Buchhaltung und Ermittlung von Wertschöpfung hier nicht länger greifen. Da solche Unternehmen auf Humankapital aufbauen, ist es schwierig, ihr geistiges Eigentum zu bewerten. An Unternehmen der neuen Ökonomie wird deutlich, wie inadäquat die Bemessung und Bewertung von Vermögen sein kann, wenn der Wert nicht in Form von Ausrüstung, Werken oder Gebäuden, sondern in Form von immateriellen Vermögenswerten dargestellt wird. Paradoxerweise wird eine Investition in Humankapital in der Bilanz als Ausgabe und nicht als Vermögen dargestellt. Wenn Buchhaltungsexperten auch in Zukunft eine Rolle spielen möchten, müssen sie sich an die neuen Bedingungen anpassen und ihren Beitrag bei der Suche nach verlässlichen Maßstäben für Humanvermögen leisten.

3. Rechnungsprüfung

Die Verbindung zwischen internationaler Rechnungslegung und Rechnungsprüfung ist recht deutlich. Die Abschlussprüfung sollte Teil der geplanten Verbesserungsmaßnahmen sein und darauf abzielen, die Anwendung der IAS-Rechnungslegungsrichtlinien aufseiten der Unternehmen zu kontrollieren.

Im Rahmen der Prüfung sollen Prüfer die Möglichkeit erhalten, ihren Eindruck dazu zum Ausdruck zu bringen, ob der Jahresabschluss eines Unternehmens in Übereinstimmung mit den Rahmenbedingungen für die Rechnungslegung erstellt wurde. Abschlussprüfern kommt eine wichtige Rolle bei der Glaubwürdigkeit der von Unternehmen vorgelegten Abschlüsse zu, da sie die Verlässlichkeit der Finanzdaten garantieren. Unternehmen riskieren, dass ihre Bilanzen auf internationalen Kapitalmärkten nicht anerkannt werden, wenn sie nicht von unabhängigen Prüfern in Übereinstimmung mit international anerkannten Grundsätzen geprüft wurden⁶⁵.

In den rechtlichen Rahmenbedingungen fehlt eine gemeinsame Sicht und Definition der Rolle, Stellung und Haftung der Prüfers. Dieses Fehlen einer harmonisierten Gesetzgebung behindert den Zugang europäischer Unternehmen zu internationalen Kapitalmärkten. Stärkere Transparenz könnte durch die Harmonisierung der von Unternehmen veröffentlichten Finanzdaten und durch eine stärkere Verlässlichkeit der Informationen erreicht werden.

Die Achte Ratsrichtlinie vom 10. April 1984 über die Zulassung von für die Durchführung der Abschlussprüfung von Buchungsunterlagen verantwortlichen Personen definiert die Mindestanforderungen an die berufliche Qualifikation der Abschlussprüfer. Sie enthält jedoch keine spezifischen Angaben zu vielen Fragen in Bezug auf die Funktion der Prüfung oder die Rolle, Stellung und Haftung der Abschlussprüfer. Dies führt zu Unterschieden bei der Behandlung dieser Fragen auf nationaler Ebene und durch die internen Regelungen der Berufsgruppe der Wirtschaftsprüfer.

Ziel ist es, eine gemeinsame Position zu Abschlussprüfung auf Gemeinschaftsebene zu erreichen. Die im Folgenden aufgeführten Aspekte werden durch die Achte Richtlinie nicht ausreichend abgedeckt⁶⁶:

⁶⁵ http://europa.eu.int/comm/internal_market/de/company/audit/news/399.htm
"Rechnungslegung: Mitteilung der Kommission „Die Abschlussprüfung in der Europäischen Union: künftiges Vorgehen“.

⁶⁶ http://europa.eu.int/comm/internal_market/de/company/audit/news/696.htm
Rechnungslegung: "Kommission nimmt Grünbuch über die Rolle, Stellung und Haftung des Abschlussprüfers an".

- **Rolle und Verantwortlichkeit der Prüfer bei folgenden Punkten:**
 - Betrug: Wenn ein Verdacht des Betrugs vorliegt, so haben Prüfer die Aufgabe, die Angelegenheit so lange zu prüfen, bis der Verdacht bestätigt oder ausgeräumt wird. In bestimmten Fällen muss der Betrug einer durch die Mitgliedstaaten zu bestimmenden Regulierungsbehörde gemeldet werden.
 - Das Funktionieren und die Qualität des internen Kontrollsystems
 - Einhaltung der rechtlich bindenden Verpflichtungen eines Unternehmens: Es kann nicht erwartet werden, dass Prüfer über Aspekte berichten, die über ihre Kompetenz oder ihren Sachverstand hinaus gehen. Die direkte Verantwortung für rechtlich bindende Verpflichtungen sollte bei der internen Kontrolle liegen.
 - Umweltpolitische Verantwortung: Dieser Punkt umfasst Handelssanktionen, Grundsätze der Produktentwicklung sowie Sicherheitsaspekte der durch das Unternehmen ausgeführten betrieblichen Prozesse.
 - Richtigkeit der Jahresabschlüsse unter Beachtung der Bilanzierungsgrundsätze und rechtlichen Bestimmungen sowie ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild.
 - Garantie einer soliden Finanzlage eines Unternehmens: Prüfer haben die Aufgabe, die Unternehmensleitung auf Faktoren hinzuweisen, die sich negativ auf die Ressourcen oder die Finanzstärke eines Unternehmens auswirken könnten.
- **Inhalt des Prüfungsberichts:** Der Prüfungsbericht ist das Medium, über das Prüfer mit Aktionären, Gläubigern, Mitarbeitern und der Öffentlichkeit kommunizieren. Das Gesellschaftsrecht der einzelnen Mitgliedstaaten spezifiziert den Inhalt des Prüfungsberichts und sollte diesbezüglich auf EU-Ebene harmonisiert und standardisiert werden. Der Prüfungsbericht geht in der Regel auf folgende Punkte ein:
 - Stimmt der Jahresbericht mit dem Jahresabschluss überein?
 - Gibt der Jahresbericht ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der finanziellen Situation des Unternehmens wieder?
 - Werden bei den Jahresabschlüssen die Bestimmungen des Gesellschaftsrechts eingehalten?
 - Wurde die Prüfung in Übereinstimmung mit den Prüfungsgrundsätzen durchgeführt?
- **Unabhängigkeit des Prüfers:** Prüfer müssen demonstrieren, dass sie Objektivität bei ihrer Aufgabe walten lassen. Sie sollten in keiner Verbindung zu oder Abhängigkeit vom Vorstand und Aufsichtsrat des Unternehmens stehen. Die Verantwortlichkeit der Prüfer sollte durch die Tatsache eingeschränkt werden, dass die Unternehmensleitung die Bilanzen vorbereitet und deshalb auch die direkte Verantwortung dafür trägt. Darüber hinaus ist die Prüfung eines Unternehmens durch ein und denselben Prüfer über einen langen Zeitraum hinweg kontraproduktiv, da dies zu einer engen Beziehung zwischen dem Prüfer und der Unternehmensleitung führen kann. Es sollte ein *Rotationsprinzip* auf EU-Ebene eingeführt werden, das einen Wechsel des Prüfers nach einem bestimmten Zeitraum vorsieht, zum Beispiel nach sieben Jahren.
- **Vorschriften in Bezug auf die Bestellung und Entlassung von Prüfern**

- **Höhe des Prüfungshonorars:** Das Prüfungshonorar wird in der Regel im Voraus festgelegt. Im Falle einer Aufdeckung von Fehlhandlungen oder Betrug muss ein zusätzliches Honorar für die Mehrarbeit zwischen der Unternehmensleitung und dem Prüfer ausgehandelt werden.
- **Begrenzte Haftung der Prüfer**
- **Niederlassungs- und Dienstleistungsfreiheit:** Durch die Richtlinie 89/48/EWG über die gegenseitige Anerkennung der Hochschuldiplome wurde die Niederlassungsfreiheit für einzelne Berufsangehörige weitgehend erreicht. Abschlussprüfer, die sich um die Zulassung in einem anderen Mitgliedstaat bemühen, müssen dort nicht die gesamte Berufsausbildung durchlaufen, sondern können die Zulassung durch Ablegen einer Eignungsprüfung erwerben⁶⁷.
- **Prüfung von KMU⁶⁸:** Auch für kleine und mittlere Gesellschaften sind externe Prüfer erforderlich, da diese in der Regel nicht über ein System der Innenrevision verfügen.
- **Prüfung von Unternehmensgruppen:** Mit der zunehmenden Komplexität und Größe von Unternehmensgruppen sehen sich Prüfer vermehrt mit der Schwierigkeit konfrontiert, Unternehmensgruppen als finanzielle Einheit zu behandeln und ein globales Bild der Hauptaktivitäten und der relevanten Verbindungen innerhalb der Gruppe zu gewinnen. Daher wurde die Ernennung einer *Gruppe von Prüfern* vorgeschlagen, wobei die einzelnen Prüfer jeweils Teilbereiche der Unternehmensgruppe bearbeiten und Informationen austauschen. Der Prüfungsbericht wird gemeinsam erstellt.

Die Frage der *Stellung* der Abschlussprüfer innerhalb des Unternehmens und bei der Innenrevision sollte im weiter gefassten Kontext der Unternehmensführung gesehen werden. Die Unternehmensleitung ist für die Vorbereitung der Jahresabschlüsse verantwortlich. Die Aufgabe der Prüfer besteht dagegen darin, über die Abschlüsse, die sie den Aktionären und anderen Personen mit potenziellem Interesse an den Unternehmensaktivitäten vorlegen, zu berichten.

Die Frage der *Berufshaftpflicht* wird in den verschiedenen Mitgliedstaaten unterschiedlich gehandhabt. Um zu vermeiden, dass Wirtschaftsprüfungsgesellschaften für Beträge haften, die in keinem Verhältnis zum Prüfungshonorar und zur direkten Verantwortung der Prüfer stehen, müssen auf Gemeinschaftsebene Obergrenzen festgelegt werden. Es kann den Mitgliedstaaten überlassen werden, eine *standardisierte Haftungsobergrenze* festzulegen, um den Betrag, den Wirtschaftsprüfungsgesellschaften im Falle einer Rechtsstreitigkeit bezahlen müssen, zu beschränken. Prüfer könnten auch die Befugnis erhalten, im Falle einer Rechtsstreitigkeit die auf EU-Ebene festgelegte Obergrenze weiter einzuschränken. Es wurde eine *obligatorische Berufshaftpflichtversicherung für Prüfer* vorgeschlagen. In diesem Falle ist zu vermeiden, dass Wirtschaftsprüfungsgesellschaften Kunden mit hohem Risiko ablehnen oder aufgrund des Prozessrechts des Zugehörigkeitslandes diskriminieren.

Die Kommission hat darüber hinaus am 7. Mai 1998 eine Mitteilung⁶⁹ über das künftige Vorgehen bei Abschlussprüfungen in der Europäischen Union angenommen. Es wurde die Einrichtung eines Ausschusses zu Fragen im Zusammenhang mit Abschlussprüfungen vorgeschlagen, der sich aus durch die Mitgliedstaaten vorgeschlagenen Prüfungsexperten

⁶⁷ Grünbuch: *Rolle, Stellung und Haftung des Abschlussprüfers in der Europäischen Union*.

⁶⁸ **Kleine und Mittlere Unternehmen.**

⁶⁹ "Die Abschlussprüfung in der Europäischen Union: künftiges Vorgehen" Mitteilung der Kommission, Abl. C 143 (8. Mai 1998).

zusammensetzen und mit dem Accounting Advisory Forum zusammenarbeiten soll. Dieser Ausschuss wird folgende Hauptaufgaben haben:

- Überprüfung der von der "International Federation of Accountants (IFAC)" entwickelten internationalen Abschlussprüfungsstandards und Gewährleistung ihrer Anwendung auf EU-Ebene;
- Untersuchung der Überwachungssysteme für die Qualität von Abschlussprüfungen in den Mitgliedstaaten;
- Untersuchung der von der Berufsgruppe der europäischen Abschlussprüfer entwickelten Kernprinzipien über die Unabhängigkeit der Prüfer: Nicht alle Mitgliedstaaten haben Systeme für die Qualitätskontrolle implementiert, zudem handelt es sich bei einigen Systemen eher um Beaufsichtigungs- als um Kontrollmechanismen.

4. Auswirkungen

Ein eher kontroverses Thema ist die Trennung der Zuständigkeiten von internen Prüfern und unabhängigen Abschlussprüfern. Unabhängige Abschlussprüfer können nicht für Aspekte verantwortlich gemacht werden, die über ihre Zuständigkeit hinaus gehen. Dadurch kann das Konfliktpotenzial sowie die Möglichkeit der Überschneidung von Aufgabenbereichen reduziert werden. Dennoch ist eine tiefere Einbindung der *internen Prüfer* angemessen, insbesondere in Kooperation mit dem geplanten Ausschuss für Fragen im Zusammenhang mit Abschlussprüfungen. Dadurch wird die Effizienz gesteigert, insbesondere im Hinblick auf die Aufstellung internationaler Richtlinien.

Eine stärkere Kooperation ist auch in Bezug auf die umweltpolitische Verantwortung erforderlich. Wegen des zunehmenden Gewichts von Umweltfragen in allen Sektoren der modernen Wirtschaft müssen Grundsätze für die Produktentwicklung, wie zum Beispiel Überprüfungsverfahren für das Sicherheitsniveau von Produktionsprozessen, von unabhängigen Prüfern in Zusammenarbeit mit internen Prüfern überprüft werden, die ein umfassenderes Verständnis der unternehmensinternen Verfahren haben. Bedenkt man ihre Rolle und Funktion sowie die internationalen Auswirkungen ihrer Arbeit, so sollte jedoch die umweltpolitische Verantwortung bei den unabhängigen Prüfern liegen.

Aufgrund der mit der Prüfung verbundenen Glaubwürdigkeit ist es insbesondere für KMU wichtig, Zugang zu Betriebsprüfungen zu haben. Was die Offenlegungspflicht anbelangt, so ermöglicht die Prüfung eines Unternehmens durch unabhängige Prüfer nicht-börsennotierten Unternehmen einen leichteren Zugang zu Risikokapital sowie eine künftige Börsenzulassung.

Was die grenzüberschreitende Dienstleistungsfreiheit anbelangt, so verlangen einige Mitgliedstaaten von Einzelprüfern, dass sie sich im jeweiligen Gastland niederlassen. Grund dieser Forderung ist eine aktive Beaufsichtigung von Berufsangehörigen, die Dienstleistungen in Gastländern anbieten, sowie eine Gewährleistung der Qualität der angebotenen Dienste. Nachdem Berufsangehörige den für das Gastland notwendigen Titel besitzen, erweist sich die Niederlassungspflicht als überflüssig und hinderlich.

Auf der anderen Seite kann die Dienstleistungsfreiheit für Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in vielen Partnerschafts- und Eigentumsformen ausgeübt werden. Jedoch sind diese in den meisten Mitgliedstaaten nicht erlaubt. Zum Beispiel schränken die nationalen Gesetze des Gastlandes die Niederlassungsmöglichkeiten ein und erschweren einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft die Gründung einer Tochtergesellschaft durch ausländische Berufsangehörige. Es wurden strenge Gesetze für das Eigentum, die Leitung und die Kontrolle von Wirtschaftsprüfungsgesellschaften erlassen. Die Mehrheit der Stimmrechte innerhalb einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft muss bei natürlichen Personen oder bei durch

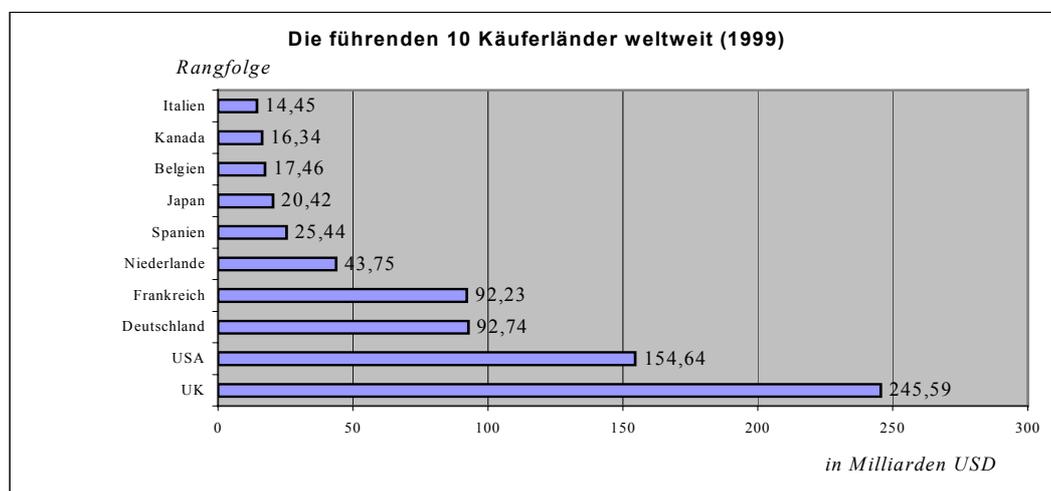
das Gesetz des Gastlandes zugelassenen Prüfungsgesellschaften liegen. Die Gründe für solche Diskriminierungen sind oftmals in einem Nationalgefühl zu suchen. Die Mitteilung weist daher ausdrücklich auf die Bedeutung des Rahmens für die gegenseitige Anerkennung von Prüfungsdienstleistungen und Prüfungsanforderungen hin.

Gesellschaftsrecht

1. Grenzüberschreitende Unternehmenszusammenschlüsse

Mit der Öffnung der Märkte, der Entregulierung der staatlichen Industrien und dem rasanten Wachstum der neuen Märkte hat die Zahl der grenzüberschreitenden Fusionen und Übernahmen erheblich zugenommen. Auch hat sich das Muster solcher Konzentrationsvorgänge verändert. Grenzüberschreitende Zusammenschlüsse haben im vergangenen Jahr um fast 50 % zugenommen, wobei 75 % davon in Westeuropa stattgefunden haben. Großbritannien liegt dabei mit 30 % der Abschlüsse an der Spitze, wohingegen die USA weiterhin aktivstes Käuferland bleiben⁷⁰.

Abbildung 5



Quelle: ABCNEWS.com

Unter grenzüberschreitenden Zusammenschlüssen versteht man den Zusammenschluss von Unternehmen aus mindestens zwei verschiedenen Ländern. Innerhalb dieser Kategorie kann weiterhin unterschieden werden zwischen:

- ◆ Transaktionen innerhalb der Gemeinschaft, an denen ausschließlich Unternehmen mit Sitz in der Europäischen Union beteiligt sind, und
- ◆ internationalen Transaktionen, an denen mindestens ein nicht-europäisches Unternehmen beteiligt ist.

An nationalen Transaktionen sind dagegen ausschließlich Unternehmen aus ein und demselben Mitgliedstaat beteiligt. Aber selbst wenn sich eine solche Transaktion in der Regel hauptsächlich auf nationaler Ebene auswirkt, so lassen sich aufgrund der zunehmenden Verflechtungen zwischen den Staaten zunehmend auch Auswirkungen auf andere Märkte erkennen.

Die Definition und Verwaltung solcher Zusammenschlüsse ist insbesondere von Bedeutung, wenn eine kontinuierliche Entwicklung des gemeinsamen Marktes angestrebt wird. Die

⁷⁰ *Financial Times*

gemeinsame Verordnung hat derzeit noch einige Schwachstellen. Die Verordnung Nr. 4064/89 des Rates, die so genannte Fusionskontrollverordnung, wurde im Dezember 1989 angenommen und ist im September 1990 in Kraft getreten.

Sie betrifft:

- ◆ Fusionen,
- ◆ den Erwerb von Beteiligungen und
- ◆ die Gründung von Gemeinschaftsunternehmen,

bei denen, wie in Artikel 1(2) ausgeführt,

- der weltweite Gesamtumsatz aller von mindestens zwei beteiligten Unternehmen einen bestimmten Betrag nicht überschreitet und
- die beteiligten Unternehmen nicht mehr als einen bestimmten Anteil ihres gemeinschaftsweiten Gesamtumsatzes in ein und demselben Mitgliedstaat erzielen.

Eines der Grundprinzipien dieser Gesetzgebung war es, diejenigen Konzentrationsvorgänge der ausschließlichen Zuständigkeit der Kommission zu unterstellen, deren Auswirkungen potenziell über den nationalen Markt eines einzelnen Landes hinaus gehen können. Gemäß dem Subsidiaritätsprinzip sollte die alleinige Zuständigkeit der Kommission nur für Fusionen mit einer gemeinschaftsweiten Bedeutung gelten.

Die gemeinschaftsweite Bedeutung eines Zusammenschlusses muss auf der Grundlage seiner marktbeherrschenden Auswirkungen definiert werden. Wenn eine Transaktion in die Zuständigkeit eines Landes fällt, so wird sie in der Regel anhand folgender Bezugspunkte bewertet:

- ◆ Größe der beteiligten Parteien;
- ◆ Größe der Transaktion;
- ◆ Marktanteil der Parteien;
- ◆ potenzielle Auswirkungen der Transaktion auf die Wettbewerbssituation des Landes.

Fusionskontrolle muss vermehrt bei Konzentrationsvorgängen erfolgen, die in Märkten mit hohen Gesamtumsätzen operieren und/oder in Fällen, bei denen Konglomerate beteiligt sind. Um solche Auswirkungen leichter zu quantifizieren, basiert die Kommission ihre Entscheidungen auf quantitative Kriterien anhand derer Fusionsprojekte mit grenzüberschreitenden Auswirkungen definiert werden. Dies erlaubt Rechtssicherheit und ermöglicht die Anwendung der Rahmenbedingungen der Fusionskontrollverordnung, birgt jedoch auch einige negative Aspekte.

Die Verordnung legt fest, dass das Untersuchungsverfahren für Transaktionen in zwei Phasen unterteilt wird. In einer ersten Phase muss die Kommission untersuchen, ob ein Konzentrationsvorgang in ihre Zuständigkeit fällt. Ist dies der Fall, so muss untersucht werden, ob der Zusammenschluss Anlass zu Bedenken in Bezug auf die Wettbewerbssituation gibt oder eine bereits dominante Position stärkt. In Zweifelsfällen ist eine eingehendere Analyse erforderlich.

Ein Vorteil bei Zusammenschlüssen, die unter die Gesetzgebung der Gemeinschaft fallen, ist die Anwendbarkeit des so genannten *Grundsatzes der Prüfung von gemeinschaftsweiten Zusammenschlüssen in einem einzigen Verfahren*, der es ermöglicht, die Kosten für Verwaltung und Anzeige bei grenzüberschreitenden Zusammenschlüssen relativ niedrig zu halten⁷¹. Unternehmen, die an Konzentrationsvorgängen beteiligt sind, die in die alleinige

⁷¹ Das Anmeldeverfahren erfordert, dass Unternehmen das gemeinsame Standardformular ausfüllen.

Zuständigkeit der Kommission fallen, müssen somit nur eine einzige Anmeldung tätigen. Ziel ist es, die Entscheidung derjenigen Instanz zu übertragen, die am besten für die Bearbeitung von Konzentrationsvorgängen geeignet ist.

Die alleinige Zuständigkeit der Kommission gewährleistet darüber hinaus, dass auf alle Fusionen mit erheblichen internationalen Auswirkungen ein einheitliches Regelwerk angewendet wird. Die nationalen Regeln zur Fusionskontrolle sind immer noch sehr unterschiedlich. Einige Länder haben überhaupt keine Fusionskontrolle wohingegen andere freiwillige oder obligatorische Anmeldeverfahren vorsehen (Anhang 1).

Gegenstand und Struktur von Fusionen werden immer diversifizierter und die Grenzen zwischen verschiedenen Dienstleistungen verschieben sich oder verschwinden. Wenn mehr als eine Behörde in den Entscheidungsprozess über einen Konzentrationsvorgang involviert ist, so kann dies eine rechtliche Unsicherheit und sogar unterschiedliche oder gar widersprüchliche Entscheidungen in den verschiedenen Ländern zur Folge haben. Für die Regulierungsbehörden kann dies auch zu Rechtstreitigkeiten, Schwierigkeiten bei der Durchführung von Untersuchungen (insbesondere wenn die Informationsquelle außerhalb der jeweiligen Zuständigkeit liegt) und zu widersprüchlichen Abhilfemaßnahmen führen. Mehrfachanmeldungen stellen einen Mehraufwand und eine finanzielle Mehrbelastung für Unternehmen dar und sind somit ein Haupthindernis für die Integration der Märkte. Im Gegensatz dazu ermöglicht die einmalige Anmeldung bei der EU-Fusionskontrollbehörde (Prüfung von gemeinschaftsweiten Zusammenschlüssen in einem einzigen Verfahren) eine Kosten- und Zeitersparnis. Weitere Kosten in diesem Zusammenhang entstehen durch die verlorenen Gelegenheiten für gemeinsame Geschäftsaktivitäten der beteiligten Parteien während der Untersuchung.

Die kanadische Regierung unterstützte eine vorgeschlagene Fusion zwischen de Havilland (Kanada) und einem europäischen Unternehmen (ATR), da für de Havilland die Gefahr einer Geschäftsaufgabe bestand, falls die Fusion nicht vorangetrieben werden konnte. Kanada hatte seine gesetzlichen Bestimmungen hinsichtlich eines allgemeinen Wohlergehens (Arbeitsplatzerhaltung) und einer Ausnahmebedingung zur Erhaltung der Wirtschaftlichkeit ins Feld geführt, um die Fusion zu erlauben. Kanada wollte die Fusion genehmigen, weil kein potenzielles Wettbewerbsproblem für Kanada selbst zu erkennen war. Die EU hat die Fusion jedoch mit dem Argument blockiert, dass das entstehende Unternehmen eine dominierende Position (50%) auf dem Weltmarkt für Pendlerflugzeuge mit Turbopropantrieb gehabt hätte⁷².

Dieses Beispiel macht deutlich, wie schwierig sich eine Kooperation zwischen den Behörden verschiedener Länder gestalten kann, wenn sich Prioritäten unterscheiden oder gar gegensätzlich sind.

Empirische Untersuchungen beweisen, dass einige Konzentrationsvorgänge mit grenzüberschreitenden Auswirkungen nicht unter die Gesetzgebung der Kommission fallen. Konzentrationsvorgänge zwischen Konglomeraten aus ein und demselben Land, die nicht unter die Verordnung fallen, können bedeutende Auswirkungen für die Gemeinschaft haben. Durch die Gesetzgebung ist festgelegt, dass die Kommission für Fusionen zuständig ist, die eine gemeinschaftsweite Bedeutung haben. Diese wird auf der Grundlage des Jahresumsatzes der beteiligten Unternehmen bestimmt. Darüber hinaus können Fusionen mit signifikanten grenzüberschreitenden Auswirkungen aus dem Geltungsbereich dieser Verordnung

⁷² <http://www.consumersinternational.org/campaigns/competition/competition5.html>

ausgeschlossen werden, wenn die beteiligten Unternehmen einen bestimmten Wert ihres gemeinschaftsweiten Gesamtumsatzes in ein und demselben Mitgliedstaat erzielen.

Die in Artikel 1 der Fusionskontrollverordnung genannte Umsatzschwelle sollte 1993 modifiziert werden. Die Überprüfung wurde jedoch vertagt und die Verordnung wurde jetzt durch die Verordnung Nr. 1310/97 des Rates geändert, um die Gesetzgebung an die Realität und die Entwicklung des gemeinsamen Marktes anzupassen. Eine der wichtigsten Änderungen war die Einführung des neuen Absatzes 1(3) in Artikel 1. Damit sollte eine Lösung für eine Problematik gefunden werden, auf die in der Gemeinschaft immer wieder hingewiesen worden war, nämlich, dass eine Reihe von Fusionsvorhaben die in der Fusionskontrollverordnung genannte Umsatzschwelle nicht erfüllen konnten und daher in einer Reihe von Mitgliedstaaten auf nationaler Ebene angemeldet werden mussten.

2. Auswirkungen

Der neue Absatz 1(3) zielt auf Transaktionen mit einem relativ niedrigen Umsatz ab, die dennoch eine Anmeldung in *drei oder mehr Mitgliedstaaten* erfordern. Dabei wird von der Annahme ausgegangen, dass die Beteiligung von lediglich zwei Mitgliedstaaten an einem Fusionsvorhaben durch bilaterale Abkommen abgedeckt werden kann. Es hat sich jedoch gezeigt, dass dies das Anmeldeverfahren lediglich kompliziert und die Kosten erhöht. Konzentrationsvorhaben, die die neu festgelegte Schwelle nicht erfüllen, jedoch in die Zuständigkeit von zwei oder mehr nationalen Kontrollbehörden fallen, sind aller Wahrscheinlichkeit nach von gemeinschaftsweiter Bedeutung.

Die beste Lösung ist es, die Zuständigkeit der Kommission auf diejenigen Konzentrationsvorgänge auszuweiten, die unter die rechtlichen Rahmenbedingungen mehrerer Staaten fallen. Wenn Fusionen Auswirkungen auf den innergemeinschaftlichen Handel haben, ist ein einheitlicher Ansatz erforderlich. Dies lässt sich am besten durch eine gemeinsame Behörde erreichen. Bedenkt man die Unterschiede bei den rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen, wie etwa die heterogenen Anforderungen im Hinblick auf die den Regulierungsbehörden vorzulegenden Informationen, so scheint eine Harmonisierung unmöglich. Zentralisierung ist daher die beste Lösung.

Eine der grundsätzlichen Notwendigkeiten ist es, die Kompetenzen zwischen der Kommission und den nationalen Wettbewerbsbehörden neu zu verteilen. Dabei spielen drei Kriterien eine Rolle:

- ◆ die Umsatzschwelle⁷³;
- ◆ die Zwei-Drittel-Regelung (die auch im neuen Absatz der geänderten Gesetzgebung vorgesehen ist);
- ◆ der in Artikel 9 genannte Korrekturmechanismus (wonach ein oder mehrere Mitgliedstaaten die Kommission zur Bewertung von Fusionen auffordern können, die unter die Umsatzschwelle fallen, oder ein Mitgliedstaat die Übertragung der Zuständigkeit fordern kann, wenn eine Transaktion insbesondere den Wettbewerb auf seinem Hoheitsgebiet betrifft⁷⁴).

Es muss ein vereinfachtes *Gleichgewicht* zwischen diesen drei Elementen gefunden werden, um eine Verordnung zu vereinfachen und eine weite Anwendung des Grundsatzes der Prüfung von gemeinschaftsweiten Zusammenschlüssen in einem einzigen Verfahren zu gewährleisten.

⁷³ Definiert in Artikel 1(2) und 1(3).

⁷⁴ KOM(2000)399 endg.

Fusionen, die unter den neu eingeführten Absatz 1(3) fallen, haben eine eindeutige gemeinschaftsweite Bedeutung. Dennoch wird durch die derzeitige Gesetzgebung nicht gewährleistet, dass *alle* Fusionen mit einer solchen Dimension unter die geänderte Gesetzgebung der Kommission fallen. Denn es hat sich gezeigt, dass ein relativ hoher Anteil der Transaktionen die in Absatz 1(3) dargelegte Forderung nach drei Ländern nicht erfüllt.

Darüber hinaus haben verschiedene Studien ergeben, dass das geforderte *Umsatzniveau* weniger ein Ausschlusskriterium von der Gesetzgebung der Gemeinschaft ist, als die *Anzahl der Mitgliedstaaten*, in denen ein solches Umsatzniveau erforderlich ist. Dies bedeutet, dass selbst bei einem niedrigeren Richtwert für das Umsatzvolumen nur einige der Transaktionen als Kandidaten für eine Anwendung der EU-Verordnung in Frage gekommen wären.

Die Lösung ist die Aufhebung von Absatz 1(3) und eine Absenkung der in Artikel 1(2) dargelegten Umsatzschwelle. Dies bedeutet sowohl eine Absenkung der Anforderungen an den weltweiten als auch an den gemeinschaftsweiten Umsatz. Darüber hinaus sollten im Hinblick auf eine größere rechtliche Flexibilität die Schwellenwerte für die gemeinschaftsweite Bedeutung von Konzentrationsvorgängen durch eine qualifizierte Mehrheit des Rates für den Kommissionsvorschlag angepasst werden.

Im Hinblick auf mehr Flexibilität und um zu vermeiden, dass die Umsatzschwellen immer wieder an veränderte Bedingungen angepasst werden müssen, wäre die Festlegung von *Schwellen für den Marktanteil* angemessener als die Regulierung von Fusionsaktivitäten auf der Grundlage der maximalen Umsatzschwellen.

Eine zweite Schwierigkeit ergibt sich aus der Zwei-Drittel-Regelung. Dies könnte zu einer Benachteiligung derjenigen Unternehmen führen, die ihr Kerngeschäft in größeren Mitgliedstaaten abwickeln, verglichen mit denjenigen, die hauptsächlich in kleineren Mitgliedstaaten agieren. Wenn Artikel 9 als Sicherungsinstrument für spezifische Interessen oder Bedenken aufseiten einzelner Mitgliedstaaten geeignet ist, dann ist der Vorschlag, die Zwei-Drittel-Regelung abzuschaffen, gerechtfertigt.

Die meisten der Transaktionen mit potenziellen grenzüberschreitenden Auswirkungen werden dann unter die Gesetzgebung der Gemeinschaft fallen und ein breites Spektrum von Unternehmen wird von der Prüfung von gemeinschaftsweiten Zusammenschlüssen in einem einzigen Verfahren profitieren können. Auch gewährleistet dies die Anwendung einheitlicher Bestimmungen. Dennoch kann es gute Gründe geben, Transaktionen innerhalb eines Mitgliedstaates mit grenzüberschreitenden Auswirkungen unter den jeweiligen Durchführungsverordnungen der betroffenen Mitgliedstaaten zu behandeln. Das bestehende System alleiniger Zuständigkeit muss neu organisiert und zwischen der Gemeinschaft und den nationalen Wettbewerbsbehörden neu aufgeteilt werden.

Die Zugrundelegung der Marktanteilschwelle anstelle der Umsatzschwelle ermöglicht es sogar, die Technologiebranche unter die Gesetzgebung der Gemeinschaft zu fassen, die in der Regel kein hohes Umsatzniveau erzielt. Diese Branche ist besonders wichtig, da in ihr die Wachstumsunternehmen vertreten sind, die die Hauptakteure auf den Risikokapitalmärkten und daher die potenziellen Hauptakteure bei der Schaffung von Beschäftigung im Sinne neuer Unternehmen und neuer – hoch qualifizierter und hoch bezahlter – Arbeitsplätze sind.

Fusionen nationaler Banken machen einen großen Teil aller im letzten Jahr abgeschlossenen nationalen Zusammenschlüsse aus. Grenzüberschreitende Fusionen im Bankensektor sind dagegen selten, da diese mehr Schwierigkeiten mit sich bringen. *Fusionen zwischen Automobilherstellern oder Unternehmen im Konsumgütersektor erlauben eine Zentralisierung der Produktion, da die Produkte im Grunde in allen europäischen Staaten*

identisch sind. Dies trifft auf viele Finanzdienstleistungen nicht zu⁷⁵. Viele Produkte im Bankgewerbe, wie etwa Lebensversicherungspolice oder Konten, sind in der Regel länderspezifisch und hängen entscheidend von den nationalen Rechts- und Steuersystemen ab. Da die Steuersysteme immer noch nicht harmonisiert sind, sind Synergien und Größenvorteile nicht möglich. Somit sind marktinterne Fusionen für Banken immer noch die einfachste Möglichkeit zu wachsen und ihre Back-Office-Prozesse zusammenzuschließen, ohne dabei das Risiko von Überschneidungen einzugehen.

Im Falle von Kredit- und Finanzinstituten basieren die in den Vorschriften vorgesehenen Kriterien in der Regel auf der Berechnung der Vermögenswerte und nicht des Umsatzes. Um Schwierigkeiten zu vermeiden, die sich aus der Tatsache ergeben können, dass bestimmte Transaktionen von der Bewertung auf der Grundlage des Vermögenswertes ausgeschlossen sind, sollte bevorzugt der Bruttogewinn verwendet werden. In der ergänzenden Verordnung (397R1310) wurde die vorgeschlagene Änderung übernommen.

Die Tatsache, dass in verschiedenen Ländern unterschiedliche Behörden am Anmelde- und Untersuchungsprozess beteiligt sein können, kann dazu führen, dass unterschiedliche Prioritäten gesetzt und widersprüchliche Abhilfemaßnahmen eingeleitet werden. Eine der wesentlichen Fragen könnte sein, ob es in der Folge einer Fusion zu einem Abbau oder zur Schaffung von Arbeitsplätzen kommen wird. Legt man das "öffentliche Interesse" zugrunde, so ist eine Fusion, die einen beträchtlichen Abbau von Arbeitsplätzen zur Folge haben kann, zu unterbinden. Im Gegensatz dazu liegt bei einer eher indifferenten Haltung gegenüber Beschäftigung der Schwerpunkt auf einem effizient funktionierenden Markt, bei dem Beschäftigung als Nebenprodukt angesehen wird. Diese Wechselbeziehung zwischen Nutzen und Wirkung muss in die Überlegungen einbezogen werden.

3. Übernahmeangebote

Der Ministerrat hat am 19. Juni eine Gemeinsame Position zum Vorschlag für eine Richtlinie über Übernahmeangebote⁷⁶ angenommen. Die Richtlinie ist ein wichtiger Schritt auf dem Weg zu einem gemeinsamen Markt der Finanzdienstleistungen, der nach den Vereinbarungen des europäischen Gipfels von Lissabon bis zum Jahre 2005 abgeschlossen sein soll. Die substanziellen Unterschiede in den nationalen Gesetzgebungen erlauben es derzeit nicht, grenzüberschreitende Zusammenschlüsse mit einem hohen Maß an Rechtssicherheit durchzuführen. Ziel ist es, Rechtssicherheit auf dem Gebiet der Übernahmen zu garantieren, insbesondere für grenzüberschreitende Fusions- und Übernahmevorgänge, und dabei den Grundsatz der Subsidiarität zu respektieren, indem Mindestverhaltensregeln in Bezug auf Minderheitsaktionäre festgelegt werden. Die Richtlinie definiert einige wenige allgemeine Anforderungen, die von den Mitgliedstaaten durch detailliertere Bestimmungen implementiert werden sollen.

Die vorgeschlagene Richtlinie verfolgt zwei Hauptziele:

- ◆ Bereitstellung von **Mindestverhaltensregeln** für die Durchführung von Übernahmeangeboten, wobei der Schwerpunkt auf der Transparenz des Verfahrens und auf Offenlegungsanforderungen liegt;

⁷⁵ Vgl. "Banking in Europe" *Financial Times*, Survey.

⁷⁶ Übernahmeangebot (Angebot): ein dem Wertpapierinhaber einer Gesellschaft gemachtes Angebot zum Erwerb eines Teils oder aller Wertpapiere gegen Barzahlung und/oder im Austausch gegen andere Wertpapiere. Ein Angebot kann entweder obligatorisch sein, wenn die Mitgliedstaaten dies zum Schutz der Minderheitsaktionäre vorsehen, oder freiwillig. Geänderter Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlamentes und des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts bezüglich der Übernahmeangebote.

- ◆ Sicherung eines **gleichwertigen Schutzes der Minderheitsaktionäre** in der gesamten Union im Falle einer Änderung der Kontrollverhältnisse bei börsennotierten Unternehmen;

Schutz für Minderheitsaktionäre

- ◆ Im Falle einer Übernahme oder einer Änderung der Kontrollverhältnisse eines börsennotierten Unternehmens muss der Mitgliedstaat die Interessen der Minderheitsaktionäre schützen. Alle Mitgliedstaaten müssen einen solchen Schutz durch die Einführung der *Mandatory Bid Rule (MBR)*⁷⁷ gewährleisten und diese auf *alle* verbleibenden Wertpapiere der Zielgesellschaft ausweiten. Dies verhindert, dass Unternehmen zu einem Preis übernommen werden, der nicht ihrem tatsächlichen Wert entspricht. In verschiedenen Mitgliedstaaten⁷⁸ gibt es immer noch keine Verpflichtung zu einem öffentlichen Angebot für alle verbleibenden Aktien oder aber eine solche Verpflichtung ist auf einen bestimmten Prozentsatz beschränkt. Eine gleiche Behandlung der Aktionäre der Zielgesellschaft, die in derselben Position sind, muss gewährleistet werden.
- ◆ Der Zielgesellschaft wird es verboten, nach dem Eingang der formalen Erklärung und während des Zeitraumes der Angebotsannahme Defensivmaßnahmen zu ergreifen.
- ◆ Die Mitgliedstaaten erlauben derzeit der Zielgesellschaft, Defensivmaßnahmen im Falle eines feindlichen Übernahmeangebots ohne die vorherige Zustimmung der Aktionäre zu ergreifen. Um zu vermeiden, dass Maßnahmen ergriffen werden, ohne die Interessen der Aktionäre zu berücksichtigen, muss gewährleistet werden, dass die Leitung der Zielgesellschaft im Sinne der Interessen des Unternehmens als Ganzes handelt, insbesondere im Hinblick auf die Sicherung der Arbeitsplätze.
- ◆ Wenn die Gegenleistung des Anbieters nicht aus liquiden Wertpapieren besteht, die für den Handel auf dem regulären Markt in einem oder mehreren Mitgliedstaaten freigegeben sind, muss mindestens eine Gegenleistung in Form von liquiden Mitteln als Alternative gewährt werden. Dies gibt den Aktionären der Zielgesellschaft die Entscheidungsfreiheit, Aktionär des Anbieters zu werden oder dem Unternehmen den Rücken zu kehren. Es schützt sie vor einer potenziellen Wertminderung der angebotenen Wertpapiere. Darüber hinaus wird dadurch das Risiko einer möglichen Manipulation des an der Börse angebotenen Aktienwertes minimiert⁷⁹.

Aufsichtsbehörde

Die vorgeschlagene Richtlinie fordert von den Mitgliedstaaten die Ernennung eines oder mehrerer Organe für die Überwachung des gesamten Prozesses eines Übernahmeangebots.

⁷⁷ Die Urform der *Mandatory Bid Rule (MBR)* ist der "City Code on Takeovers and Mergers" aus Großbritannien, bei dem es sich um einen Selbstregulierungskodex handelt. Im "Corporate Law Economic Reform Program Act" von 1999 wurden die Bestimmungen des Gesellschaftsrechts für Unternehmensübernahmen neu verfasst. Die neuen Bestimmungen traten am 13. März 2000 in Kraft. Die CLERP-Gesetzesvorlage sah Bestimmungen für eine MBR vor, nach denen es einem potenziellen Käufer erlaubt wäre, die gesetzliche Übergangsgrenze von 20 % der Stimmrechte in einem Unternehmen zu überschreiten, bevor ein vollständiges Übernahmeangebot erforderlich wird. Das übernehmende Unternehmen muss allen Aktionären denselben Angebotspreis anbieten, unabhängig davon, ob es sich um eine Mehrheitsbeteiligung handelt oder nicht. Andere Gerichtsbarkeiten haben eine MBR angenommen. Zum Beispiel haben Deutschland, Frankreich und Irland eine MBR erlassen, jedoch mit unterschiedlichen Schwellenwerten.

Vgl. http://www.apf.gov.au/senate/committee/corp_sec_ctte/manbid/contents.htm.

⁷⁸ Zum Beispiel Deutschland, die Niederlande etc.

⁷⁹ *Richtlinienvorschlag für öffentliche Übernahmeangebote: Fragen & Antworten*, Brüssel, 18.06.2000

Dabei kann es sich um private oder öffentliche Organe handeln. Zudem wurde eine Unterscheidung zwischen dem Gesetz des Mitgliedstaates, in dem die Zielgesellschaft notiert ist (*Marktprinzip*), und dem Gesetz des Mitgliedstaates, in dem das Unternehmen seinen eingetragenen Sitz hat (*Herkunftsprinzip*) eingeführt. Überlegungen in Bezug auf das Verfahren und den Preis eines Übernahmeangebots müssen in Übereinstimmung mit den Marktbestimmungen angegangen und von den Behörden des Mitgliedstaates überwacht werden, in dem das Unternehmen an der Börse notiert ist. Überlegungen zu Vorschriften hinsichtlich Offenlegung und Information müssen in Übereinstimmung mit den Bestimmungen des Landes erfolgen, in dem die Zielgesellschaft ihren eingetragenen Sitz hat. Dazu ist eine Kooperation zwischen den Behörden der verschiedenen Mitgliedstaaten notwendig.

Information

Der Bieter muss ein Dokument mit allen erforderlichen Informationen über das Angebot zusammenstellen und dieses der Aufsichtsbehörde vorlegen. Die Mitgliedstaaten haben Vorschriften eingeführt, um die gegenseitige Anerkennung von Angebotsunterlagen zu gewährleisten.

Offenlegung

Übernahmeangebote müssen bekannt gegeben werden, um eine Verfälschung des Marktes für die Wertpapiere der an dem Angebot beteiligten Unternehmen zu vermeiden. Eine Verfälschung des Marktes kann insbesondere in Fällen entstehen, bei denen die Kurschwankungen der Wertpapiere künstlich erzeugt werden, zum Beispiel durch Veröffentlichung falscher oder überzogener Informationen. Dies behindert reguläre Abläufe auf dem Markt. Darüber hinaus müssen die Offenlegungsbestimmungen auf Aktionäre ausgedehnt werden, die in einem anderen Mitgliedstaat ansässig sind als demjenigen, in dem die Zielgesellschaft ihren eingetragenen Sitz hat oder in dem die Wertpapiere notiert sind. Es wurde eine Übereinkunft dahingehend erzielt, dass der Grundsatz der Offenlegung gegenüber den Aktionären auf die Mitarbeiter eines Unternehmens ausgeweitet werden sollte.

Die Richtlinie wurde gemäß dem Mitentscheidungsverfahren zur zweiten Lesung an das Europäische Parlament weitergeleitet.

4. Auswirkungen

Die wichtigste Auswirkung des derzeitigen Trends bei Übernahmeangeboten steht in Verbindung mit der Betonung eines Mehrwerts für die Aktionäre. Unternehmen sehen sich mehr und mehr dem Risiko ausgesetzt, Ziel der Übernahmeabsichten hoch bewerteter nationaler und vermehrt auch internationaler Unternehmen zu sein. Die Zunahme des Wettbewerbs im Zuge der Währungsunion könnte Unternehmen zu riskanten Strategien zwingen, um der neuen Philosophie kurzfristig ausgerichteter Mehrwerte für die Aktionäre folgen zu können. Die aus dem angelsächsischen Raum kommende Philosophie des Handelns auf kurze Sicht lässt das von den Unternehmen eingegangene Risiko ansteigen. Bisher war es allgemeine Ansicht auf dem europäischen Kontinent, dass Unternehmen nicht nur Verantwortung gegenüber ihren Aktionären, sondern auch gegenüber Interessensgruppen wie Arbeitnehmern oder Zulieferern tragen. Heute hat sich der Schwerpunkt von einer langfristigen sozialen Zielsetzung auf kurzfristige finanzielle Ziele verlagert. Die Tatsache, dass Märkte nicht mehr durch nationale Grenzen geschützt sind, verstärkt die Risikosituation und kann sich potenziell nachteilig auf die Beschäftigung auswirken. Der internationale Wettbewerb verlangt von Unternehmen eine Senkung der Kosten, und Beschäftigung ist ein Kostenfaktor.

Pensionen – Das Grünbuch

Die Bewahrung eines hohen Standards beim Sozialschutz wird seit jeher von allen Mitgliedstaaten als zentrale Zielsetzung angesehen. Rentenleistungen sind eine Schlüsselkomponente der Sozialschutzsysteme. Die Ausgaben für die staatliche Altersversorgung machen derzeit ungefähr die Hälfte aller Sozialausgaben aus und liegen zwischen 9 und 15 % des Bruttoinlandsproduktes in der Gemeinschaft.

Ohne Interventionen könnte das Ausgabenniveau leicht auf 15 bis 20 % des Bruttoinlandsproduktes⁸⁰ steigen und die Mitgliedstaaten vor ein dauerhaftes Finanzierungsproblem stellen. Eine Schuldenkrise wäre die unvermeidbare Folge. Aufgrund der zunehmenden Lebenserwartung der EU-Bevölkerung steigen die Zahlen stetig und steil an, wobei sich das Ausmaß der Problematik je nach demografischer Struktur der Mitgliedstaaten unterscheidet. Prognosen besagen, dass im Jahr 2025 40 % der EU-Bevölkerung 65 Jahre und älter sein werden. 1995 lag diese Zahl noch unter 23 %. Die Überalterung der Bevölkerung, das Problem der Langzeitarbeitslosigkeit insbesondere älterer Arbeitnehmer und der Trend hin zu einem früheren Ausscheiden aus dem Erwerbsleben und die damit verbundenen Auswirkungen auf den Haushalt stellen die Politik vor die Frage, ob man mit den derzeitigen Altersversorgungssystemen dieser Situation gewachsen ist.

Altersversorgungssysteme fallen vorwiegend in die Verantwortung der einzelnen Mitgliedstaaten. Grundlage bilden die drei Säulen

1. Sozialversicherungsrenten,
2. betriebliche Altersversorgungssysteme und
3. private Altersvorsorge.

Träger der Sozialversicherungsrenten der ersten Säule ist in erster Linie der Staat. In der EU werden solche Renten meist nach dem Umlageverfahren finanziert und sind in der Regel verpflichtend (Anhang 2). Dies bedeutet, dass die Beiträge der arbeitenden Bevölkerung für die Finanzierung der Rentenzahlungen an Personen im Ruhestand⁸¹ verwendet werden. Dies birgt das Risiko, dass aktuelle demografische Entwicklungen zu einem erheblichen Anstieg der öffentlichen Ausgaben führen werden.

Bei den Systemen der zweiten und dritten Säule handelt es sich um so genannte Zusatzversorgungssysteme, die dazu gedacht sind, die staatlichen Rentensysteme zu ergänzen. Obwohl solchen Systemen in Zukunft eine größere Bedeutung zukommen wird, werden sie die Rentensysteme der ersten Säule nicht ersetzen.

Die Systeme der zweiten Säule stehen in Verbindung mit einer beruflichen Tätigkeit und somit mit Beschäftigung. Daher fasst man sie unter dem Begriff "betriebliche Altersversorgungssysteme" zusammen. Sie werden im Allgemeinen auf der Grundlage eines Kapitaldeckungsverfahrens finanziert und verwaltet, das heißt die Beiträge der Arbeitnehmer werden als Spareinlagen für die Finanzierung künftiger Rentenleistungen angelegt. Häufig bieten sie auch eine Deckung für biometrische Risiken, das heißt Tod, Invalidität und mit hohem Alter verbundene Risiken.

⁸⁰ Im Zeitraum 1990 bis 1996 sind die Ausgaben für Rentenzahlungen in der Union (einschließlich Hinterbliebenenrenten) jährlich um real durchschnittlich 3,5% angestiegen. Der Anteil der Personen im Rentenalter erhöhte sich um 1,5% pro Jahr; so dass sich ein jährlicher Anstieg der durchschnittlich gezahlten Leistungen pro Person um 2% ergibt, was im großen und ganzen der langfristigen Pro-Kopf-Zunahme des BIP entspricht. In diesem Zeitraum hatte jedoch die Verlangsamung des BIP-Wachstums zur Folge, dass die Durchschnittsrenten geringfügig mehr anstiegen als das Pro-Kopf-BIP. KOM(2000)163.

⁸¹ KOM(1999)134 endg.

Die Konzeption solcher Systeme kann stark variieren und wird derzeit allenthalben überprüft. Folgende Aspekte stehen dabei im Mittelpunkt:

- Einrichtung von Pensionsfonds beziehungsweise Partizipation daran, unabhängig von den Arbeitgebern: Die Fonds sind für die Anlagepolitik für die gezahlten Beiträge sowie die Auszahlung der Leistungen verantwortlich. Solche Fonds können offen oder geschlossen sein. An offenen Fonds können verschiedene Unternehmen aus unterschiedlichen Branchen teilnehmen, wohingegen die Teilnahme an geschlossenen Fonds auf Unternehmen einer bestimmten Branche oder auf ein einzelnes Unternehmen beschränkt ist. Die wichtigste Unterscheidung in diesem Zusammenhang ist die in Systeme mit definierter Leistung, bei denen der Arbeitgeber die Auszahlung einer zuvor festgelegten Leistung garantiert, und Systeme mit definierten Beiträgen, bei denen die Leistungen in Abhängigkeit von den Erträgen aus den angelegten Beiträgen variieren, die Beiträge selbst jedoch festgelegt sind. Systeme mit definierter Leistung sind in Europa weiter verbreitet und decken in der Regel auch biometrische Risiken ab.
- Übernahme der Leistungszahlungen durch die Arbeitgeber: Für die Leistungsverpflichtung werden Rückstellungen auf der Passivseite der Bilanz vorgenommen. Dieses Vorgehen ist unter dem Begriff "buchmäßige Rückstellung" bekannt.
- Anlage der an Lebensversicherer gezahlten Beiträge in Lebensversicherungsverträgen und Auszahlung der Leistungen durch das Unternehmen: Lebensversicherer werden auf Gemeinschaftsebene reguliert.
- Kauf von Wertpapieren durch Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren: Die gezahlten Beiträge werden für den Kauf von Wertpapieren verwendet, die Leistungen variieren abhängig von den aus den Wertpapieren erzielten Erträgen. OGAW werden auf Gemeinschaftsebene reguliert.

Unter die dritte Säule fallen alle Verträge, die Einzelpersonen mit Produkthanbietern eingehen. Solchen Systemen kommt in denjenigen Ländern große Bedeutung zu, in denen staatliche Systeme keine hohen Leistungen garantieren. In einigen Ländern, wie zum Beispiel Großbritannien, USA und Kanada, wird durch betriebliche Altersversorgungssysteme etwa die Hälfte der arbeitenden Bevölkerung abgedeckt; private Altersversorgungssysteme dienen als Ergänzung.

Hauptgrund für die Entwicklung von Kapitaldeckungssystemen in Ländern wie dem Vereinigten Königreich und den USA ist die Tatsache, dass die Arbeitgeber- und Arbeitnehmerbeiträge zu solchen Systemen steuerlich abzugsfähig sind. In anderen Ländern waren dagegen nur Beiträge zu staatlichen Rentensystemen steuerfrei.

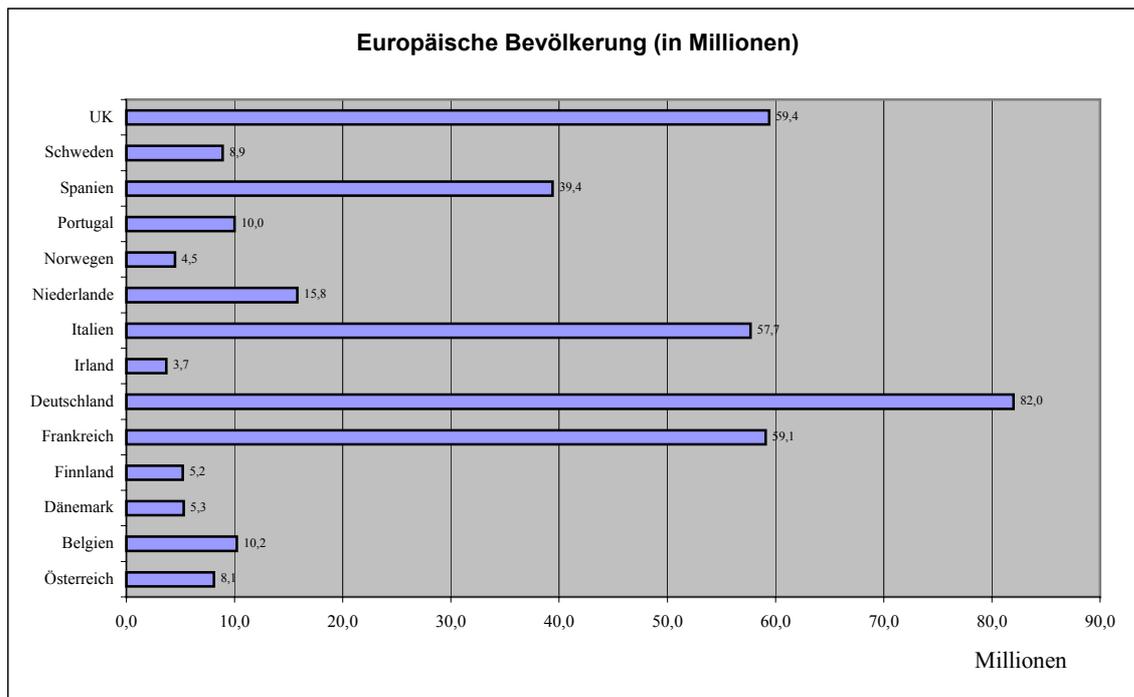
Wenn staatliche Altersversorgungssysteme eine ausreichende Rente garantieren, nimmt die Notwendigkeit für zusätzliche Altersversorgungssysteme ab⁸². Übereinstimmung besteht dahingehend, dass entweder eine Beschränkung der künftigen Transferausgaben notwendig ist, insbesondere derjenigen, die in die Zuständigkeit der Regierungen fallen, oder aber eine Aufstockung der verfügbaren Mittel. Dies ist jedoch nicht die beste Lösung, denn sie geht von

⁸² Zum Beispiel sind betriebliche Altersversorgungssysteme in Deutschland in den vergangenen Jahren zurückgegangen. Grund dafür waren die Kosten für die Arbeitgeber, die steuerlichen Nachteile und die Großzügigkeit des staatlichen Rentensystems. Die Regierung versucht privat finanzierte Alternativen als Ergänzung zu den Systemen der ersten Säule zu unterstützen. Ein Gesetzesentwurf sieht vor, dass Arbeitnehmer ein Recht darauf haben, dass bis zu 4 % ihres Bruttoeinkommens steuerfrei in betriebliche oder private Altersversorgungssysteme eingezahlt werden. Mit demselben Ziel erreichte die französische Regierung die Zustimmung, dass Arbeitnehmer im privaten Sektor vor Steuerabzug Beiträge in betriebliche Sparpläne einzahlen können. (vgl. *Financial Times* (06.08.2000)).

der Annahme aus, dass öffentlich finanzierte Systeme ausreichen, wenn der für eine Vollrente erforderliche Beitragszeitraum erhöht, die gezahlte Rente im Vergleich zum vorhergehenden Einkommen reduziert oder die Rente enger an die Beiträge geknüpft wird und spezielle Fonds für die Finanzierung der künftigen Transferausgaben geschaffen werden⁸³.

Mit der zunehmenden Verschiebung hin zu zusätzlichen Altersversorgungssystemen verdrängen Versicherungsunternehmen und Investmentfonds den Bankensektor. Dies führt sukzessive zu einem Prozess des Einlagenabzugs der Pensionsverwaltung.

Abbildung 6



Quelle: FT

Es wurde darauf hingewiesen, dass das Potenzial von umlagefinanzierten Systemen hinter dem von Kapitaldeckungssystemen zurück bleibt. Erstere sind finanziell instabil, denn die Beiträge werden vollständig für die Finanzierung der Renten und damit für den aktuellen Verbrauch aufgewendet. Da die Wirksamkeit eines solchen Systems im Hinblick auf die Leistungszahlung vom Einkommen der arbeitenden Bevölkerung abhängt, sind die

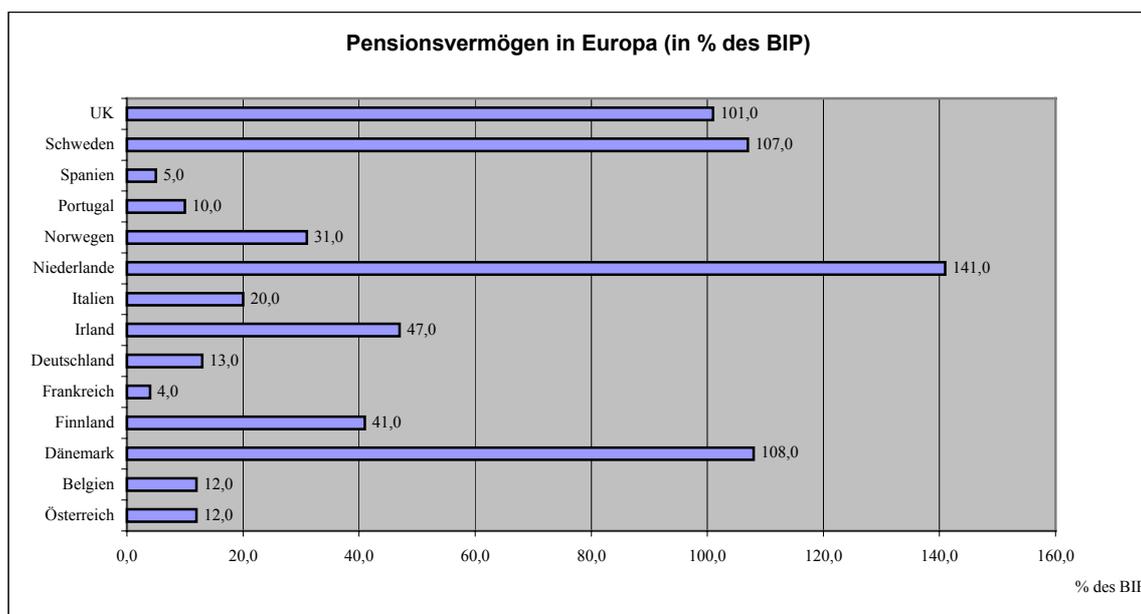
⁸³ Um mehr Mittel zur Verfügung zu haben, wurden in Spanien die Beiträge der Bezieher mittlerer und hoher Einkommen angehoben, ohne dass ein Ausgleich durch eine Anhebung der künftigen Rentenansprüche erfolgt wäre. In Italien dagegen wurden die Beiträge für vorübergehend Selbständige erhöht. In Dänemark erfolgte seit 1998 eine effektive Beitragsanhebung, indem eine 1977 erhobene Sonderabgabe von 1% zu einem festen Bestandteil des Systems der Zusatzrentenfinanzierung gemacht wurde. In den Niederlanden, wo für den Beitragssatz ein Plafond festgelegt wurde, hat die Regierung einen speziellen Fonds gebildet und stellt in diesen einen jedes Jahr neu berechneten Betrag ein, um sich für den Ausgabenanstieg in den Jahren ab 2020 zu wappnen. In Frankreich wird vorgeschlagen, die Anwartschaftszeiten für einen vollen Rentenanspruch von 40 auf 42,5 Jahre anzuheben, und ebenso wie in Spanien wurde ein Fonds gebildet, um die für die Renten zur Verfügung stehenden Finanzmittel zu konsolidieren. In Irland wurde 1998 eine "Social Welfare Pension Fund Reserve" eingerichtet, in deren Rahmen Mittel aus Steuereinnahmen und aus der Privatisierung im Telekommunikationsbereich zur Finanzierung der künftigen Rentenkosten eingesetzt werden. Das hohe Wirtschaftswachstum hat es jedoch möglich gemacht, die Sozialbeiträge insgesamt zu senken und die Grundrenten 1998 und 1999 deutlich anzuheben. KOM(2000)163.

Beitragszahlungen in hohem Maße abhängig von Änderungen in der demografischen Struktur und der Produktivität.

Im Gegensatz dazu werden die Rentenleistungen bei Kapitaldeckungssystemen vollständig durch die Investitionserträge und eine allmähliche Kapitalbildung abgedeckt. Dies erlaubt eine Herabsetzung der erforderlichen Beiträge. Das System hängt nicht von den Beiträgen der derzeitigen Arbeitnehmer ab und somit auch nicht von Änderungen in der Bevölkerungsstruktur. Es ist dagegen in der Hauptsache abhängig von den finanziellen Erträgen.

Die Hauptschwierigkeit bei der Umstellung von einem umlagefinanzierten System auf ein Kapitaldeckungssystem ist die Frage, wie eine Anpassung an das neue System erfolgen kann, ohne die Kosten für Arbeit wesentlich zu erhöhen. Während eines Übergangszeitraumes müssten Beitragszahler zweimal bezahlen: zum Einen für die Renten derjenigen, die gerade aus dem Erwerbsleben ausgeschieden sind, und zum Anderen für ihre eigenen Renten. Dadurch würden die Kosten für Arbeit steigen. Im Gegensatz dazu wird sich bei Kapitaldeckungssystemen der Übergang von einem zum anderen Rentensystem nicht auf die Höhe der Beiträge und Leistungen auswirken⁸⁴.

Abbildung 7



Quelle: FT

Eine Zunahme bei den Kapitaldeckungssystemen aufgrund ihrer größeren Flexibilität und besseren Liquidität bringt viele Vorteile mit sich. Durch Kapitaldeckung wird die Versorgung der Kapitalmärkte mit langfristigen Fonds verstärkt. Dies ist insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen von Bedeutung, da die Märkte ein höheres Liquiditätsniveau erreichen und so langfristige Investitionen unterstützen können. Auf lange Sicht werden dadurch auch das Wirtschaftswachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen begünstigt sowie die Möglichkeiten für Innovation und Diversifizierung auf dem Finanzsektor verstärkt.

Der Nutzen zusätzlicher Altersversorgungssysteme als Anlagemöglichkeit ist umso größer, wenn keine grenzüberschreitenden Beschränkungen hinsichtlich der Portfeuille-Struktur

⁸⁴ Modigliani et al., *A solution to the Social Security Crisis from a MIT Team*, Arbeitspapier 4051 (11/1999).

gegeben sind. Durch umlagefinanzierte Systeme entstehen zwar Gewinne, doch können diese in der Regel nur auf nationaler Ebene genutzt werden.

Eine Möglichkeit, den sich aus der Überalterung der Bevölkerung ergebenden Problemen entgegenzuwirken, ist die Einführung *obligatorischer Kapitaldeckungssysteme* nach dem Beispiel der ärmsten Länder. Für diese Länder ist die Entwicklung inländischer Quellen für langfristige, stabile Ersparnisse interessanter als die ständige Bedrohung durch einen periodisch instabilen Kapitalzu- und -abfluss. Durch Kapitaldeckung wird die Pensionsbelastung vom öffentlichen auf den privaten Sektor verlagert.

Die meisten der derzeitigen Bemühungen der Gemeinschaft konzentrieren sich auf die zusätzlichen Altersversorgungssysteme, da es hierfür teilweise keine geeigneten rechtlichen Rahmenbedingungen auf Gemeinschaftsebene gibt. Dabei gibt es drei zentrale Grundsätze:

1. Festlegung aufsichtsrechtlicher Regelungen für Pensionsfonds: Da Pensionsfonds unter die nationale Gesetzgebung fallen, muss ein Mindestmaß an Harmonisierung bei der Aufsichtspflicht gegeben sein.
2. Abbau der Hindernisse für die Freizügigkeit der Arbeitnehmer und
3. Koordinierung der Steuersysteme der Mitgliedstaaten.

1. Aufsichtsrechtliche Regelungen

Arbeitnehmer fordern maximale Sicherheit und maximale Erträge für ihre künftigen Renten. Mit der Einführung der gemeinsamen Währung wurden einige grundsätzliche Bestimmungen für Altersversorgungssysteme auferlegt. Der Wegfall des Währungsrisikos und der Notwendigkeit der Währungskongruenz⁸⁵ tragen zu einer verbesserten Sicherheit von Wertpapierbeständen für Anlagestrategien im Euro-Raum bei.

Für die Verwaltung von Pensionsfonds gelten folgende aufsichtsrechtliche Grundregeln:

- Trennung der Vermögenswerte des Pensionsfonds und des betreuenden Unternehmens⁸⁶.
- Definition der Zuständigkeit der Aufsichtsbehörde und deren Interventionsmöglichkeiten: Die Überwachung des Fonds und der Einzahler sollte getrennt werden und könnte der Aufsicht verschiedener Behörden unterliegen.
- Zulassung der Fonds durch die zuständige Behörde (Lizenzierung) und Einrichtung von Sanktionsmechanismen.
- Definition strenger Zulassungskriterien für das Renten-Verwaltungspersonal.
- Nutzung transparenter Mechanismen für die regelmäßige Dokumentation und Offenlegung gegenüber den Fondsmitgliedern: Dies impliziert die Einführung der "Statement of Investment Principles (SIP)", ein durch das Leitungs- und Kontrollorgan verfasstes umfassendes Dokument, das auf das Risikoprofil und die Risikopolitik, die aufsichtsrechtlichen Grundsätze sowie auf die Ertragsstrategie und die Portefeuille-Strukturierungspolitik des Fonds eingeht⁸⁷.

⁸⁵ Die Anforderung, dass ein hoher Anteil der Vermögenswerte eines Pensionsfonds in derselben Währung ausgewiesen wird wie die Verbindlichkeiten des Fonds. Diese Forderung war eines der Haupthindernisse bei der frühen Initiative der Kommission, einen Vorschlag für eine Richtlinie vorzulegen. Forderungen nach einer Währungskongruenz können immer noch im Hinblick auf nicht konvertible Währungen angewendet werden, da diese im Vergleich mit konvertierbaren Währungen ein anderes Risikoprofil und ein höheres Illiquiditätsniveau aufweisen.

⁸⁶ Ein Unternehmen, das einen Fonds in Anspruch nimmt, um Renten für Arbeitnehmer zu gewähren.

⁸⁷ Treuhänder von britischen Pensionsfonds sind bereits dazu verpflichtet, in ihrem SIP ihre sozialverantwortliche Anlagepolitik darzulegen, was bedeutet, dass sie für ihre ethische Haltung und die Performance ihres Fonds verantwortlich gemacht werden.

- Mechanismen für Risikomanagement und Verpflichtung zur Streuung.

Um einen angemessenen Schutz zu gewährleisten, muss eine Schätzung zur Dauer und zu den Kosten der Verpflichtungen vorgelegt werden. Pensionsfonds müssen garantieren, dass sie über ausreichend liquide Mittel – in derselben Währung wie die Verpflichtungen – verfügen, um die fälligen Leistungen zahlen zu können.

Um die Verbindlichkeiten zu erfüllen, müssen die Vermögenswerte sorgfältig ausgewählt werden. Aufgrund der speziellen Natur von Rentenverbindlichkeiten ist eine Unterscheidung zwischen Systemen auf der Basis definierter Leistungen solchen auf der Basis definierter Beiträge wichtig. Bei ersteren wird die Leistung anhand einer Formel berechnet, bei der die jährliche Rente in der Regel an die Beitragsjahre der Mitarbeiter geknüpft ist. Für diese Systeme gelten folgende Bedingungen:

- Sie sind unterfinanziert, wenn der Wert des Fonds unter dem derzeitigen Wert der zugesagten Leistungen liegt.
- Sie sind überfinanziert, wenn der Wert des Fonds über dem derzeitigen Wert der zugesagten Leistungen liegt.
- Sie sind kapitalgedeckt, wenn der Wert des Fonds mit dem derzeitigen Wert der zugesagten Leistungen identisch ist.
- Sie sind umlagefinanziert.

Der Arbeitgeber trägt das Anlagerisiko.

Bei Systemen auf der Basis definierter Beiträge werden bei der Leistungsberechnung die Beiträge der Mitarbeiter und die aus den Beiträgen erzielten Investitionserträge berücksichtigt. Hier tragen die Leistungsempfänger das Anlagerisiko. Dies stellt ein Problem insbesondere für unterstützungsbedürftigere Teilnehmer dar, die ein solches Risiko möglicherweise nicht auffangen können. Aus diesem Grunde werden in der Regel Systeme auf der Basis definierter Leistungen bevorzugt.

Unterschiede in der Portefeuille-Strukturierung sind ein wichtiger Faktor: Gegeneinander abzugrenzen sind eine relative Konzentrierung auf Aktien versus eine Konzentrierung auf Staatsanleihen. Eine Anlagestrategie, bei der ein Teil der Vermögenswerte in Aktien investiert wird, wird als sicherer angesehen, da diese aufgrund der langfristig geringeren Kursschwankungen im Vergleich zu festverzinslichen Wertpapieren besser für langfristige Rentenverbindlichkeiten geeignet sind. Grund dafür ist die Tatsache, dass der konstante Wachstumstrend der realen Wirtschaft und der Produktivität sich langfristig im Börsenkurs der Unternehmen widerspiegelt. Dagegen ist die Performance von festverzinslichen Wertpapieren, insbesondere von Staatsanleihen, auf kurze Sicht stabiler, langfristig unterliegen die effektiven Erträge jedoch deutlich den Einflüssen unvorhergesehener Inflation. Daher sollten Länder mit einer hohen Inflationsrate in Aktien investieren, um hohe Erträge zu erzielen. *Aktien werden als wirksames Mittel angesehen, um dem Inflationsrisiko bei künftigen Pensionszahlungen zu begegnen.*

Beim Vergleich der Performance von Aktien und festverzinslichen Wertpapieren müssen neben den Kursschwankungen weitere Aspekte in die Überlegungen einbezogen werden. Zum Beispiel die unterschiedlichen Inflationsraten der Mitgliedstaaten und die Länge der Betrachtungszeiträume. Experten sind sich einig, dass ein Betrachtungszeitraum von zehn Jahren für einen Vergleich der relativen Performance zu kurz ist. Ein Zeitraum von 30 Jahren ist dagegen schon eher geeignet.

Die meisten Mitgliedstaaten verfolgen zunehmend eine passive Anlagepolitik⁸⁸, lassen jedoch immer noch eine Aktienkultur vermissen. Dies führt dazu, dass die Aktienmärkte in diesen Ländern weniger entwickelt sind und auf den Märkten keine hinreichende Kapitalbildung stattfindet. Dies ist eines der Hauptprobleme bei der Entwicklung und Verfügbarkeit von Risikokapital auf europäischen Märkten. Nur in wenigen Ländern, wie zum Beispiel Großbritannien, Irland und den Niederlanden, haben sich Aktienmärkte mit einer hohen Marktkapitalisierung entwickelt.

Eine zunehmende Kapitalisierung der Aktienmärkte ist teilweise auch auf einen Anstieg der Aktienkurse der Unternehmen zurückzuführen, wohingegen bei den Märkten für festverzinsliche Wertpapiere die Ursache in der vermehrten Emission von Schuldverschreibungen zu suchen ist. Dies hat negative Auswirkungen aus Sicht der Anleger, da Neuemissionen nicht zwingendermaßen eine gestiegene Nachfrage für Staatsanleihen aufseiten der Anleger widerspiegeln, sondern eher einen gestiegenen Geldbedarf. Eine übermäßige Emission von Schuldverschreibungen wirkt sich negativ auf die Bonität eines Landes aus und erhöht die Gefahr der Zahlungsunfähigkeit.

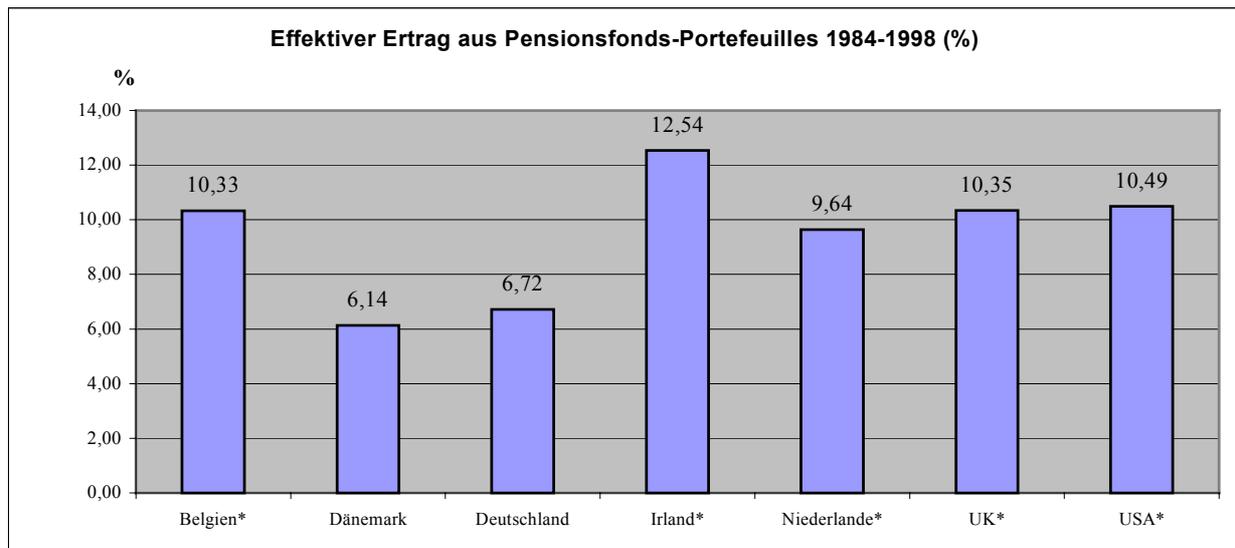
In Ländern mit geringen oder überhaupt keinen quantitativen Auflagen für Anlagestrategien zeigt der Einsatz von Pensionsfonds relativ gesehen einen größeren Erfolg als in anderen Ländern. Abbildung 8 zeigt die Vorteile, das heißt die besseren Erträge, die sich für die mit einem Stern (*) gekennzeichneten Länder aus einer nicht restriktiven Anlagestrategie im Vergleich zu Ländern ergeben, bei denen Anlagen insbesondere von der Performance von Staatsanleihen abhängen.

Die Möglichkeit für Pensionsfonds, EU-weit und konsequent in Aktien zu investieren, erhöht ihre relative Performance. Grenzüberschreitende Investitionen beleben die potenzielle Kapitalversorgung der europäischen Wirtschaft und stellen eine Quelle für Risikokapital und die Schaffung von Arbeitsplätzen dar. Sie erlauben eine stärkere Streuung bei den Wertpapierbeständen. Durch diese Streuung wird es möglich, ein ausgeglichenes Risikoniveau zu wahren und die Performance eines Wertpapierbestandes zu verbessern.

Quantitative Auflagen für die Portefeuille-Strukturierung bei Pensionsfonds, die zudem in den verschiedenen Mitgliedstaaten unterschiedlich angewendet werden, verhindern, dass Fonds zu einer hochdiversifizierten und potenziell ertragreichen Anlagestrategie übergehen und schränken darüber hinaus die Möglichkeit ein, EU-weit tätig zu werden. Es hat sich insbesondere gezeigt, dass Beschränkungen hinsichtlich des Aktienanteils, in den Fonds investieren dürfen, die Ertragsrate der Anlage schmälern können ohne dagegen auf der anderen Seite die Sicherheit zu erhöhen.

⁸⁸ Zum Beispiel durch Überwachung der Börsenindizes.

Abbildung 8



Quelle: Europäische Kommission, 1999

Quantitative Beschränkungen haben relativ geringe Auswirkungen auf Anlagestrategien, was sich darin zeigt, dass in den betroffenen Ländern in der Regel die Obergrenzen für Investitionen in Aktien nicht erreicht werden. Der gesetzlich festgelegte Grenzwert ist höher als der prozentuale Anteil dieser Vermögenswerte. Selbst wenn eine Vielzahl weiterer Faktoren, wie etwa die Charakteristika und Entwicklungsmöglichkeiten verschiedener Finanzmärkte und die Natur von Verbindlichkeiten Einfluss auf die Anlagestrategie haben, so tragen quantitative Beschränkungen doch zu einem risikoscheuen Verhalten bei. Eine solche Haltung ist jedoch insbesondere in Europa bereits weit verbreitet und kontraproduktiv.

2. Risiken

Im Zusammenhang mit Altersversorgungssystemen bedeutet Risiko im weitesten Sinne die Unfähigkeit, Verbindlichkeiten einzuhalten, das heißt Ausfallrisiko. Darüber hinaus müssen weitere Risiken berücksichtigt werden, wie zum Beispiel das Anlagerisiko oder das Verwaltungsrisiko. In Bezug auf die Sicherheit ist das Risiko der Nichterfüllung der Leistungspflicht am wichtigsten. Es entsteht aus inadäquaten Rückstellungen im Fonds, aus unvorhersehbaren externen Ereignissen, aus einer falschen Einschätzung makroökonomischer Variablen, wie zum Beispiel die Inflationsrate, oder aus Änderungen in den Voraussetzungen, wie etwa eine Änderung bei den Sterblichkeitsraten. Dieses Risiko lässt sich am effektivsten durch ALM-Verfahren⁸⁹ und regelmäßige versicherungsmathematische Bewertungen kontrollieren.

Im Falle der Garantiefonds könnten Fondsmanager versucht sein, unehrlich oder fahrlässig zu handeln und in dem Wissen, dass Leistungen honoriert werden, risikoreiche Anlagestrategien verfolgen. Eine mögliche Lösung wäre die Begrenzung der garantierten Deckung auf betrügerische oder illegale Handlungen. Im Falle der Versicherungsunternehmen ergeben sich Schwierigkeiten aus der Tatsache, dass die künftigen Pensionäre nicht die alleinigen Gläubiger, sondern lediglich Teil einer großen Gemeinschaft von Gläubigern sind, deren Rechte gemäß der nationalen Gesetzgebung priorisiert sind.

⁸⁹ Verfahren des Aktiv-/Passiv-Management.

In einigen Ländern ist eine Solvenzspanne für Pensionsfonds obligatorisch. Solange jedoch ein Fonds keine festen Erträge garantiert oder keine biometrischen Risiken abdeckt, sollte eine Solvenzspanne nicht erforderlich sein. Die Solvenzspanne bedeutet eine zusätzliche Belastung für Pensionsfonds, die ohne einen entsprechenden Anstieg des aktuellen oder potenziellen Risikoniveaus nicht erforderlich ist.

Mit dem Verwaltungsrisiko ist die Qualität der angewendeten Managementtechniken gemeint. Dieses Risiko ist daher eng mit menschlichem Verhalten verbunden und schließt auch exzessive Risikobereitschaft und betrügerisches Verhalten ein. Es kann durch eine Trennung der Kontroll- und Managementfunktionen, durch Offenlegungspflicht, interne und externe Prüfungen sowie durch Sanktionen kontrolliert werden.

Der Begriff Anlagerisiko bezeichnet eine sich aus dem Marktverhalten ergebende Unsicherheit und bezieht sich auf die Anlagestrategien. Diese Art des Risikos ist schwer messbar und muss durch vorausschauende Maßnahmen kontrolliert werden. Darunter fallen auch das Kredit- und das Währungsrisiko, die durch die Verwendung von derivativen Verträgen kompensiert werden können⁹⁰.

Der Grundsatz, dass qualitative Beschränkungen besser für Pensionsfonds-Anlagestrategien geeignet sind als quantitative Beschränkungen, basiert auf der Abstimmungsanforderung. Pensionsfonds müssen nach ihrer Fälligkeit unterschieden werden. Für fällige Fonds gilt ein relativ kurzer Zeithorizont und ein hohes Maß an Risikoscheu, wohingegen nicht fällige Fonds durch lange Zeithorizonte und einen Netto-Barzufluss⁹¹ gekennzeichnet sind. Daher muss im Portefeuille eines fälligen Fonds ein höherer Anteil liquider Mittel und Bargeld vorgesehen sein. Daran wird deutlich, dass vordefinierte quantitative Beschränkungen möglicherweise nur für einige Pensionsfonds geeignet sind, während ein qualitativer Ansatz generell anwendbar ist.

Durch quantitative Beschränkungen erhöht sich in der Regel das länder- und vermögenswertspezifische Risiko. Zudem schränken sie die Möglichkeiten ein, flexibel auf sich schnell verändernde Umgebungsbedingungen reagieren zu können. Anlagebeschränkungen eignen sich besser zur Sicherung, da dadurch das Risiko einer übermäßigen Konzentration auf bestimmte Kategorien von Vermögenswerten reduziert wird und mit Bestimmungen zur Streuung die Art der Vermögenswerte festgelegt werden können, in die der Fonds investieren darf.

Der Grundsatz der Sorgfaltspflicht des Treuhänders in Vermögensfragen definiert allgemeine Regeln für Personen, die mit der Umsetzung eines Pensionsfonds betraut sind, wie zum Beispiel Treuhänder oder Vermögensverwalter, und ist nicht direkt mit der Performance eines Fonds verbunden. Ziel dieser quantitativen Beschränkungen ist es, Fondsverwalter vor unüberlegten Entscheidungen zu bewahren, die sich negativ auf die künftigen Erträge auswirken könnten. Die Fonds dürfen kein unnötiges Risiko eingehen.

Dieser Grundsatz findet weitreichende Unterstützung, da er eine bessere Abstimmung in Bezug auf die Natur der Vermögenswerte und die Laufzeit der Verpflichtungen erlaubt. Verbindlichkeiten haben in der Regel eine Laufzeit von Jahrzehnten. Eine Anlagepolitik, die eine Vielfalt von Vermögenswerten mit unterschiedlichen Liquiditätsniveaus erlaubt, führt möglicherweise zu einem besseren Ergebnis.

⁹⁰ "Studie zur aufsichtsrechtlichen Regulierung von Pensionsfonds" Europäische Kommission, (19.11.1999).

⁹¹ Der Zufluss der Beiträge übersteigt den Abfluss der Rentenleistungen.

Moderne Verfahren des Aktiv-/Passiv-Management (ALM) stellen einen weiter gefassten Ansatz dar, der bereits in einigen Mitgliedstaaten verbreitet ist. Der Grundsatz der Sorgfaltspflicht des Treuhänders in Vermögensfragen kann als Teilkomponente dieser Verfahren angesehen werden. Auch hier wird der anerkannte Grundsatz betont, dass Risikobewertungsmethoden, bei denen man Vermögenswerte und Verbindlichkeiten gegenüberstellt, eingesetzt werden, um ausgewogene Finanzerträge zu erzielen. Ausgangspunkt ist die Tatsache, dass eine Beschränkung der Anlagemöglichkeiten durch quantitative Vorschriften und die Definition einer Reihe von Vermögenswerten, in die Fonds investieren dürfen, nicht die beste Lösung ist. Vielmehr sollte ein unnötiges Risiko durch Streuung vermieden werden. Eine Streuung des Wertpapierbestandes wird durch eine Zusammenlegung von Vermögenswerten erreicht, deren Renditen in unvollkommener Korrelation stehen. Mathematische ALM-Verfahren werden wegen der damit verbundenen hohen Realisationskosten hauptsächlich von großen Institutionen eingesetzt, während mittlere Unternehmen eher Liquiditätsplanungsstrategien anwenden.

Der Grundsatz der Sorgfaltspflicht des Treuhänders in Vermögensfragen wird möglicherweise nicht von allen Unternehmen in den verschiedenen Mitgliedstaaten einheitlich interpretiert. ALM-Verfahren hängen von hypothetischen Annahmen ab und müssen als Modell für die Bewertung verschiedener Szenarien eingesetzt werden. Die strategische Strukturierung von Vermögenswerten hängt nicht ausschließlich von der Struktur der Verbindlichkeiten ab, sondern auch von sich ändernden Rahmenbedingungen und dem Ausmaß der Risikoscheu. Die Verwendung von Finanzderivaten in Fonds ist im Allgemeinen nicht sehr verbreitet. Es wurde jedoch vorgeschlagen, Optionen und Optionsanleihen zum Marktwert zu bewerten und Termingeschäfte nach dem zugrunde gelegten Wert⁹². Damit eine weite Verbreitung dieser Verfahren möglich wird, müssen die zugrunde liegende Methode und die Vorgehensweisen bei der Erstellung hypothetischer Szenarien generalisiert und allgemein anerkannt werden.

Länder, die den Grundsatz der Sorgfaltspflicht des Treuhänders in Vermögensfragen und/oder ALM-Verfahren anwenden, benötigen einen strengen aufsichtsrechtlichen Rahmen. Dieser kann weiter in interne und externe Kontrollmechanismen durch die zuständige Aufsichtsbehörde (externe Kontrolle), unabhängige Prüfer (externe Kontrolle) und Mathematiker oder Fondsmanager (interne Kontrolle) unterteilt sein.

Durch die interne Kontrolle muss sichergestellt werden, dass die Vermögenswerte die Natur und Laufzeit der Verbindlichkeiten widerspiegeln. Sie findet in Form einer Bemessung des Anlagerisikos⁹³ und durch die formale Trennung der Prüfung der Front-Office- und Back-Office-Prozesse statt. Die externen Prüfer müssen ihrerseits gewährleisten, dass das System der internen Kontrolle effizient implementiert ist und eine korrekte Deckung der bestehenden Verbindlichkeiten gegeben ist. Darüber hinaus unterliegen Pensionsfonds im Allgemeinen der Berichtspflicht gegenüber der zuständigen nationalen Aufsichtsbehörde. Solche Berichte gehen auf die Struktur der Verbindlichkeiten und die Anlagepolitik ein und legen die jährlichen Bilanzen dar. Verfahren der Risikostreuung und interne Kontrollmechanismen werden überprüft.

Ein weiterer aufsichtsrechtlicher Grundsatz erlaubt es Fondsmanagern, ohne Einschränkung auf jeden Anbieter von Verwaltungsdienstleistungen⁹⁴ in der EU zurückzugreifen und liefert

⁹² "Studie zur aufsichtsrechtlichen Regulierung von Pensionsfonds". Europäische Kommission (19.11.1999).

⁹³ Technische Risiken in Bezug auf Rentenverpflichtungen und versicherungsmathematische Berechnungen sollten von dem finanziellen Risiko bei den Vermögenswerten, durch die Verpflichtungen abgedeckt werden, getrennt werden.

⁹⁴ Zum Beispiel Agenten oder Anlagenverwalter.

eine geeignete Berechnungsmethode für die von Fonds benötigten versicherungstechnischen Rücklagen. Insbesondere sind Auflagen in Bezug auf eine Minimalfinanzierung und eine Bewertung der Vermögenswerte für die Abdeckung versicherungstechnischer Rücklagen ausschlaggebend, um einen potenziellen Wertverlust abzudecken.

Die Systeme der zweiten und dritten Säule unterscheiden sich hinsichtlich folgender Aspekte:

- Laufzeit der Verpflichtungen: Diese ist bei Systemen der dritten Säule in der Regel kürzer.
- Information der Käufer: Im Rahmen der Systeme der zweiten Säule werden Käufer durch versicherungsmathematische Gutachten über die mit den Produkten verbundenen Risiken informiert, wohingegen Käufern von Produkten der dritten Säule diese Informationen in der Regel nicht zur Verfügung stehen.

Vor diesem Hintergrund ist ein Ansatz, in dessen Mittelpunkt das Produkt oder die Rente steht, einem Ansatz vorzuziehen, der sich auf die Art der Unternehmen konzentriert. Im Rahmen der Rente sollte ein und dieselbe Verpflichtung im Hinblick auf Vermögenswerte und Verbindlichkeiten gleichwertigen aufsichtsrechtlichen Bestimmungen unterliegen.

Darüber hinaus sollte zwischen Rentenrückstellungen und Ruhestandsrückstellungen unterschieden werden. Dies impliziert eine Unterscheidung nach Fonds, die biometrische Risiken abdecken, und Pensionsfonds, die diese Risiken nicht abdecken. Daher sollten zwei Vorschläge für eine Richtlinie vorgelegt werden.

3. Aufsichtsrechtlicher Rahmen

Die Verlagerung hin zu Altersversorgungssystemen im Rahmen der zweiten Säule und die Einführung gemischter Altersversorgungssysteme⁹⁵ bergen die Gefahr, dass sich die auf nationaler Ebene agierenden Aufsichtsbehörden nicht flexibel an diese strukturellen Änderungen anpassen können. Es gibt bereits eine Kooperation zwischen nationalen Behörden, zum Beispiel in Form der "International Association of Insurance Supervisors", dem internationalen Verband der Versicherungsaufsichtsbehörden.

Als Grundlage für einen angemessenen aufsichtsrechtlichen Rahmen reichen Informationen der Pensionsfonds selbst nicht aus. Vielmehr ist eine vordefinierte Regulierung und Überwachung notwendig. Ein System, das häufig in Betracht gezogen wird, basiert auf einer gemäßigten Regulierung, die es einerseits den Fonds erlaubt, selbst operationelle Parameter zu definieren, darüber hinaus jedoch einen detaillierten aufsichtsrechtlichen Rahmen zugrunde legt. Ein solches System muss durch ein hohes Maß an Offenlegung in Bezug auf die für die Beitragszahler und insbesondere die Behörden bereitgestellten Dokumente unterstützt werden. Dieses System ist daher mit hohen Kosten verbunden, gibt jedoch der Fondsverwaltung große Freiheit.

Bei den Offenlegungsbestimmungen könnte je nach der Art der Fonds weiter unterschieden werden. Solche Bestimmungen sollten im Falle der Systeme mit definierten Beträgen strenger sein, da hier die Teilhaber das Risiko tragen. Für die Mindestanforderung ist eine Offenlegung folgender Informationen vorgesehen:

- Jahresbericht;
- regelmäßige versicherungsmathematische Bewertung;
- ALM-Studien und Informationen zur Vermögensverwaltung, wie zum Beispiel Portfeuille-Bewertungs- und Risikoüberwachungsverfahren;

⁹⁵ Zum Beispiel eine Kombination aus Systemen mit definierten Leistungen und definierten Beiträgen.

- Statement of Investment Principles (SIP, Informationen zu Risikoprofil, Risikopolitik, Sorgfaltspflicht, Ertragsstrategie und Portefeuille-Strukturierungspolitik des Fonds).

Diese Mindestanforderungen sollten harmonisiert werden. Ein erster Schritt in diese Richtung wäre die Einführung standardisierter und vereinfachter Rahmenbedingungen für die Lizenzierung.

Bei Schwierigkeiten sollte die Aufsichtsbehörde die Erstellung und Vorlage eines Sanierungskonzeptes fordern oder die Übertragung eines bestimmten Prozentsatzes der Bilanzsumme an einen anderen, soliden Anbieter verfügen. Fonds müssen unter Aufsicht der Behörde einen Jahresbericht ihrer Aktivitäten veröffentlichen, um die Transparenz und Vergleichbarkeit der Performance zu verbessern. Dies wird den Wettbewerb zwischen den Organisationen verstärken und ihre Effizienz verbessern, denn auf dem Markt der zusätzlichen Altersversorgungssysteme finden sich nicht nur Pensionsfonds und Lebensversicherer, sondern auch Banken, offene Investmentfonds und Kapitalanlagegesellschaften.

4. Freizügigkeit der Arbeitnehmer

Die Kommission hat bereits eine Reihe von Maßnahmen auf dem Gebiet der Altersversorgungssysteme eingeleitet. Zu den jüngsten Maßnahmen gehört der Aktionsplan "Finanzdienstleistungen: Umsetzung des Finanzmarktrahmens" und die Mitteilung "Zu einem Binnenmarkt für die zusätzliche Altersversorgung" vom Mai 1999. Sie hat darüber hinaus einen Vorschlag für eine Richtlinie angekündigt.

Die Kommission hat am 10. Juni 1997 das Grünbuch über die Zusätzliche Altersversorgung im Binnenmarkt⁹⁶ veröffentlicht. Nach einem einführenden Überblick über die wirtschaftlichen und demografischen Entwicklungen und die sich daraus ergebenden Schwierigkeiten für die Altersversorgungssysteme der Mitgliedstaaten untersucht dieses Dokument, wie die zusätzlichen Altersversorgungssysteme durch eine Gesetzgebung der Gemeinschaft verbessert werden können.

Im Mittelpunkt der Diskussion steht die Frage, wie die Erträge aus Investitionen in Pensionsfonds verbessert werden können, ohne dabei die Sicherheit der Fonds zu gefährden. Daneben sind insbesondere Maßnahmen in folgenden Bereichen erforderlich:

4.1. Übertragbarkeit der Anwartschaften

In der Europäischen Union gibt es bereits diesbezügliche Regelungen für Wanderarbeitnehmer, durch die die unter das Sozialversicherungssystem (erste Säule) fallenden Altersversorgungssysteme koordiniert werden. Ähnliche Regelungen für zusätzliche Altersversorgungssysteme fehlen dagegen.

Fehlen entsprechende bilaterale Vereinbarungen, ist die Übertragung der erworbenen Anwartschaften auf andere Mitgliedstaaten immer mit steuerlichen Abzügen verbunden. Wenn Wanderarbeitnehmer ihre Mitgliedschaft im Rentensystem ihres Herkunftslandes erhalten wollen, sind Vereinbarungen zwischen dem vorherigen und derzeitigen Arbeitgeber notwendig.

Unterschiedliche Methoden bei der versicherungsmathematischen Berechnung der Transferwerte und der steuerlichen Behandlung komplizieren die Übertragbarkeit der Anwartschaften auf zusätzliche Altersversorgungssysteme. Die Thematik ist eng mit dem

⁹⁶ KOM(1997)238.

jeweiligen Fondstyp verbunden. Kapitaldeckungssysteme erlauben theoretisch die Übertragbarkeit der Pensionsfonds, wohingegen bei Systemen nach dem Rückstellungs- und dem Umlageverfahren eine solche Übertragbarkeit nicht gegeben ist, da keine Beiträge zurückgelegt werden.

Ein gemeinsamer Nenner für die Berechnung des übertragenen Betrags und die Umwandlung in künftige Renten könnte nützlich sein⁹⁷. Während versicherungsmathematische Bewertungsmethoden auf Gemeinschaftsebene harmonisiert werden können, ist eine Vereinfachung und Harmonisierung der versicherungsmathematischen Annahmen (zum Beispiel Sterblichkeitsrate, Zinssatz, Inflationsrate, Rentabilität, Wachstumsrate des Einkommens etc.) nicht immer möglich. Kontroversen ergeben sich insbesondere aus den Sterblichkeitsraten, bei denen immer noch erhebliche grenzüberschreitende Unterschiede zu erkennen sind. Auf lange Sicht könnten fondsspezifische Harmonisierungsgrundsätze für Sterblichkeitsraten zustande kommen.

Auf Gemeinschaftsebene müssen gemeinsame Regeln für die steuerliche Behandlung von Pensionsfonds entwickelt werden. Grundlage dafür bilden folgende Prinzipien:

- Das Pensionskapital muss direkt an den neuen Pensionsfondsverwalter im Gastland übertragen werden.
- Die Freistellung für die Übertragung muss gewährt werden.
- Künftige Zahlungen von Pensionsbezügen unterliegen der Besteuerung durch das Gastland.
- Ein Informationsaustausch zwischen den Mitgliedstaaten muss gegeben sein.

Eine mögliche Lösung für die Übertragbarkeit der Anwartschaften könnte es sein, den Beitragszahlern von Pensionsfonds Anteile für ihre regelmäßigen Zahlungen zu übertragen. Wanderarbeiter, die zu einem anderen Fonds wechseln möchten, könnten dies tun, indem sie Anteile ihres alten Fonds verkaufen und Anteile des neuen Fonds kaufen⁹⁸. Grundlage für den Wert der Anteile wäre der Marktwert. Eine Regulierung des An- und Verkaufs von Anteilen wäre einfacher als eine Harmonisierung der Übertragbarkeit der Anwartschaften. Dies würde darüber hinaus den grenzüberschreitenden Wettbewerb zwischen Pensionsfonds verstärken.

4.2. Voraussetzungen für den Erwerb von Anwartschaften auf zusätzliche Altersversorgungssysteme

Lange Wartezeiten für den Erwerb von Ansprüchen⁹⁹ aus zusätzlichen Altersversorgungssystemen erschweren es dem Arbeitnehmer, auf Arbeitsmarktentwicklungen zu reagieren.

Da zusätzliche Altersversorgungssysteme in der Regel tariflich geregelt sind, liegt es bei den Sozialpartnern, eine Verringerung der Wartezeiten auszuhandeln. Dennoch sollte auf Gemeinschaftsebene ein flexibler Grundsatz für die maximale Wartezeit hinsichtlich des Erwerbs von Ansprüchen definiert werden.

⁹⁷ KOM(1999)134 endg.

⁹⁸ "The future of Supplementary pension in Europe". FEFSI, *Discussion Paper* PI-2002, (Januar 2000).

⁹⁹ Zeitraum, in dem die Arbeitnehmer die für ein zusätzliches Altersversorgungssystem festgelegten grundlegenden Bedingungen erfüllen müssen, um einen Anspruch auf die Leistungen zu erwerben.

4.3. Grenzüberschreitende Mitgliedschaft

Die Richtlinie 98/49/EG vom 29. Juni 1998 sieht Maßnahmen vor, die es den Arbeitnehmern ermöglichen, im Auftrag ihres Arbeitgebers vorübergehend in einem anderen Mitgliedstaat tätig zu sein, und dabei in dem ergänzenden Altersversorgungssystem des Landes Mitglied zu bleiben, in dem sie bis dahin beschäftigt waren. Allen anderen Arbeitnehmern, die vorübergehend in einem anderen Mitgliedstaat tätig sind, steht diese Option nicht offen¹⁰⁰.

Die grenzüberschreitende Mitgliedschaft muss sich auf zwei Grundsätze konzentrieren:

- Wahrung der erworbenen Anwartschaften von Wanderarbeitnehmern;
- Fortsetzung der Beitragszahlung zum zusätzlichen Altersversorgungssystem des Herkunftslandes für Arbeitnehmer, die für einen begrenzten Zeitraum von ihren Arbeitgebern in einen anderen Mitgliedstaat entsandt werden.

Die grenzüberschreitende Mitgliedschaft erspart Wanderarbeitnehmern einen Wechsel von einem System zu einem andern und einen damit möglicherweise verbundenen Verlust von Anwartschaften. Um dieses Ziel zu erreichen, ist in der Praxis eine Harmonisierung der aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen und eine gegenseitige Anerkennung der verschiedenen steuerlichen Bestimmungen der Mitgliedstaaten notwendig.

In der Mehrheit der Mitgliedstaaten ist die steuerliche Behandlung von zusätzlichen Altersversorgungssystemen, die von Einrichtungen in einem anderen Mitgliedstaat verwaltet werden, weniger vorteilhaft im Vergleich zu Einrichtungen, die in demselben Mitgliedstaat angesiedelt sind. In der Regel besteht die Möglichkeit der steuerlichen Absetzbarkeit nur für Beiträge zu inländischen Systemen. Um in den Genuss von Steuererleichterungen zu kommen, müssen Gebietsfremde nationale Produkte kaufen. Es ist keine gegenseitige Anerkennung garantiert. Direkte Auswirkung ist eine Diskriminierung ausländischer Fonds. Die steuerliche Behandlung war immer einer der ausschlaggebenden Faktoren im Kräfteverhältnis zwischen Sparen und Investitionen. Auf sie muss ein besonderes Augenmerk gelegt werden.

Schwierigkeiten ergeben sich aus der Tatsache, dass einige Mitgliedstaaten eine nachträgliche Besteuerung vorsehen, andere dagegen eine Vorausbesteuerung. Eine nachträgliche Besteuerung ist für Arbeitgeber und Arbeitnehmer attraktiver, wie zum Beispiel das System der Besteuerung während des Rentenbezugs (EET)¹⁰¹, bei dem die Beiträge und der Zuwachs steuerfrei, die Leistungen jedoch steuerpflichtig sind. Dagegen sind bei einer Vorausbesteuerung, wie zum Beispiel beim TEE-System, die Beiträge steuerpflichtig, während die Leistungen und der Zuwachs steuerfrei sind.

Die Folge dieser unterschiedlichen Besteuerung kann sein, dass sich Wanderarbeitnehmer gezwungen sehen, ihren heimatlichen Pensionsplan aufzugeben. Ein Grund dafür ist, dass das Gastland die steuerliche Abzugsfähigkeit der gezahlten Prämien nicht erlaubt, ein anderer, dass im Gegensatz zum Herkunftsland die vom Arbeitgeber bezahlten Beiträge im Gastland besteuert werden.

Eine Harmonisierung der Systeme könnte hilfreich sein. Es wurde darauf hingewiesen, dass das EET-System eher geeignet ist, da keine Steuern auf die Beiträge erhoben werden, sondern erst bei der Auszahlung der Renten anfallen. So lässt sich vermeiden, dass Anspruchsberechtigte Steuern für Beiträge bezahlen, in deren Genuss sie nie kommen, wenn sie das Rentenalter nicht erreichen. Ein zweites Argument ist, dass durch das EET-System die künftige Steuerbemessungsgrundlage erhalten bleibt. Andere Systeme könnten in Zeiten eines

¹⁰⁰ Vgl. KOM(1999)134 endg.

¹⁰¹ Dieses Modell findet in den meisten OECD-Ländern einschließlich Japan und den USA Anwendung.

demografischen Ungleichgewichts mit einer Herabsetzung der Steuerbemessungsgrundlage durch Besteuerung der Beiträge experimentieren.

Die Meinungen darüber, ob eine Steuerstundung sowohl zum Nutzen der Beitragszahler als auch zum Nutzen der öffentlichen Behörden sein kann, gehen auseinander. Die Erfahrung zeigt jedoch, dass durch ausgezeichnete Kapitalerträge und Kapitalgewinne fast 70 bis 90 % des Kapitals erwirtschaftet werden können, aus dem die Renten bezahlt werden, und nur ein geringer Teil aus den Beiträgen selbst gezahlt wird. Einige Länder zeigen bereits einen dauerhaft positiven steuerlichen Cashflow, der durch das Kapitaldeckungsverfahren noch gesteigert werden kann. Länder wie beispielsweise die USA, Großbritannien, Irland und die Niederlande profitieren bereits von einem positiven steuerlichen Cashflow.

Die Besteuerung der Erträge aus Fonds ist diskriminierend, da es in der Regel für Institutionen mit Sitz in einem anderen Mitgliedstaat schwieriger ist, die auf die Dividenden gezahlte Quellensteuer zurückzugewinnen¹⁰². Darüber hinaus wirkt sich die Besteuerung von Kapitalgewinnen, die ausländischen Institutionen für die Investition in nationale Vermögenswerte auferlegt wird, ungünstig auf die Portefeuille-Strukturierungsstrategie aus.

5. Auswirkungen

Da *diskriminierende Steuerbarrieren den Wettbewerb verzerren und die Mobilität von Arbeitnehmern hemmen*, können die Anbieter zusätzlicher Altersversorgungssysteme nicht von Größenvorteilen profitieren. Sie sind gezwungen, länderspezifische Produkte und charakteristische Anlagepolitiken für spezifische Märkte zu entwickeln. Länderspezifische Produkte versuchen durch spezielle Charakteristika von nationalen Steuervorschriften und -erleichterungen zu profitieren. Direkte Auswirkung davon ist unter anderem eine starke Fragmentierung bei den Pensionsprodukten, was wiederum die Transaktionskosten erhöht und oftmals mehrere länderspezifische Infrastrukturen für die Verwaltung der Pensionsfonds und damit einen weiteren Kostenanstieg zur Folge hat. Die Tatsache, dass Wanderarbeitnehmer nur einen geringen Prozentsatz der arbeitenden Bevölkerung insgesamt ausmachen, rechtfertigt nicht die diskriminierende steuerliche Behandlung im Vergleich zu nationalen Einrichtungen¹⁰³.

Durch eine Verordnung der Gemeinschaft sollte gewährleistet werden, dass Wanderarbeitnehmer nicht einer doppelten Besteuerung unterworfen werden. Dies kann nur erreicht werden, wenn die Länder einer gemeinsamen Steuerpolitik zustimmen. Eine der Hauptschwierigkeiten bei der Gewährung der Abzugsfähigkeit von Rentenbeiträgen ist der entstehende Einnahmenverlust. Dieser wird jedoch durch die Einnahmen aus der Besteuerung von Rentenzahlungen über die Jahre ausgeglichen werden. Es handelt sich also lediglich um eine Verschiebung bei der Zeitplanung für Einnahmen, nicht um einen Einnahmenverlust. Darüber hinaus wird eine Rentenreform die Wettbewerbsfähigkeit der EU durch liquidere Pensionsfonds für die Entwicklung eines Risikokapitalmarktes verbessern.

Bilaterale Verträge zwischen Mitgliedstaaten¹⁰⁴ entbinden nicht von der Notwendigkeit einer Harmonisierung und stellen somit keine dauerhafte Lösung dar. Sie haben zudem den Nachteil, dass der gefundene Weg nur für zwei Mitgliedstaaten bindend ist. Solche Abkommen führen dazu, dass die Zahl der Textquellen ins Unermessliche steigt und bergen

¹⁰² KOM(97)283.

¹⁰³ Es sollten neue Produkte mit einer einheitlichen steuerlichen Behandlung in allen Mitgliedstaaten geschaffen werden. Vorbild könnten die amerikanischen Fonds IRA oder "401K" sein. Diese Systeme basieren auf definierten Beiträgen.

¹⁰⁴ Es wurde darauf hingewiesen, dass bilaterale Steuerabkommen nicht die beste Lösung darstellen, da es dabei um die Verteilung der Steuerrechte geht, der Umgang mit Steuervorteilen dagegen nicht behandelt wird.

darüber hinaus die Gefahr, dass identische Situationen unterschiedlich behandelt werden. Zudem ist es nach der Implementierung bilateraler Abkommen tendenziell schwieriger, einen multilateralen Ansatz umzusetzen.

Neben einem gemeinschaftsweiten Ansatz muss kurzfristig die gegenseitige Anerkennung der Pensionsfonds vorangetrieben werden. Dies impliziert die Einräumung von Steuererleichterungen durch das Gastland für die Beiträge der Arbeitnehmer und Arbeitgeber zu Altersversorgungssystemen des Herkunftslandes in einer nicht-diskriminierenden Art und Weise¹⁰⁵. Darüber hinaus muss vermieden werden, dass der Arbeitgeberanteil zu Altersversorgungssystemen eines Herkunftslandes dem steuerpflichtigen Einkommen der Arbeitnehmer zugerechnet wird¹⁰⁶.

Als mittelfristige Kapitalquelle können Pensionsfonds den Kapitalfluss zugunsten des privaten Sektors verbessern, wenn ein angemessener aufsichtsrechtlicher Rahmen für den Schutz der Begünstigten gegeben ist. Ein Anstieg bei den Pensionsfonds und die Weiterentwicklung ihrer Anlagestrategien stimulieren die Schaffung von Arbeitsplätzen und reduzieren die Lohnnebenkosten.

Große Unternehmen zeigen bereits Interesse an der Implementierung von grenzüberschreitenden Altersversorgungssystemen für ihre Arbeitnehmer in den verschiedenen Ländern der EU.

5.1. Problem der "Fehlverkäufe"

Eine zunehmende Abdeckung der Rentenzahlungen durch privat finanzierte Altersvorsorgesysteme ist jedoch nicht per se unproblematisch. Die britische Rentenbranche ist ein gutes Beispiel für die finanziellen Auswirkungen des "Fehlverkaufs" privater Renten, der vor zwei Jahrzehnten begann.

Ausgangspunkt waren Bedenken der damaligen Regierung, dass sich betriebliche Altersversorgungssysteme negativ auf die Mobilität von Arbeitskräften auswirken könnten. In vielen Fällen wurden die Rentenansprüche von Arbeitnehmern aus vorangegangenen betrieblichen Altersversorgungssystemen nach einem Arbeitsplatzwechsel reduziert oder eingefroren.

Eine Lösung wurde in Form des "Personal Pension Plan" gefunden. Arbeitnehmer konnten von den durch die Arbeitgeber bezuschussten betrieblichen Altersversorgungssystemen zurücktreten und in neue private Systeme investieren.

Es zeigte sich jedoch, dass solche privaten Rentensysteme in vielen Fällen wegen der hohen Provisionen und Verwaltungsgebühren schlechter waren als die betrieblichen Rentensysteme. Aggressives Verkaufsverhalten führte dazu, dass viele Arbeitnehmer eine private Altersvorsorge abschlossen, sich jedoch mit der betrieblichen Altersversorgung ihres Unternehmens wesentlich besser gestellt hätten. Als man sich dessen bewusst wurde, stand die Branche vor der langwierigen Aufgabe, das Ausmaß der Fehlverkäufe zu erfassen und schließlich einen Ausgleich zu gewähren.

Heute müssen Anbieter von privaten Altersversorgungssystemen einen exakten versicherungsmathematischen Vergleich zwischen dem Rentenplan, in den ein Kunde eingezahlt hat, und einem möglichen privaten Rentenplan anstellen. Wenn der private Altersvorsorgeplan dabei schlechtere Konditionen bietet und sich der Arbeitgeber weigert,

¹⁰⁵ Das heißt dieselbe Behandlung wie sie auch für inländische Arbeitnehmer und Arbeitgeber vorgesehen ist.

¹⁰⁶ KOM(97)283.

den Versicherungsnehmer wieder in das betriebliche Altersversorgungssystem aufzunehmen, sind Anbieter von privaten Altersvorsorgen verpflichtet, mindestens Leistungen in der Höhe auszahlen, in der sie dem Versicherungsnehmern durch die betriebliche Vorsorge zur Verfügung gestanden hätten.

5.2. Systeme auf der Grundlage offener Investmentfonds

Um ein hohes Maß an Flexibilität bei der Regulierung von Pensionsfonds zu gewährleisten, sollten Ein- und Auszahlungen nicht nach streng mathematischen Formeln festgelegt sein. Den einzelnen Arbeitnehmern sollte die Möglichkeit gegeben werden, das Verhältnis von Beitrag und Entnahme individuell zu bestimmen. Dadurch wird es möglich, den vereinbarten Zahlungsfluss auch kurzfristig zu variieren. Es bedeutet allerdings auch, dass einige Arbeitnehmer über einen bestimmten Beitragssatz hinaus ihren Steuervorteil verlieren. Auf der anderen Seite erlaubt es jedoch eine stärkere Flexibilität. Ein Eigentum an Pensionsvermögenswerten garantiert, dass Anwartschaften über Grenzen und über verschiedene Fonds hinweg *nicht erlöschen*.

Ein weiterer Vorteil von Rentensystemen auf der Basis offener Investmentfonds ist die Tatsache, dass die eigenen Beiträge die Grundlage für die künftigen Rentenleistungen und -zahlungen sind (*Transfer-Neutralität*) und dass das System eine starke *Streuung von Vermögenswerten* internationaler Finanzmärkte erlaubt.

Die Regierung Großbritanniens hat in jüngster Vergangenheit eine radikale Reform des Rentensystems gestartet, in deren Mittelpunkt zwei Zielgruppen stehen: die am wenigsten Wohlhabenden unter den derzeitigen Pensionären und die Arbeitnehmer mit niedrigem Einkommen¹⁰⁷, die noch keine private Altersversorgung haben. Wie alle privaten Altersversorgungssysteme, so werden auch die neuen so genannten "stakeholder pensions", Renten für Anleger, mit definierten Beiträgen arbeiten, jedoch mit garantiertem Arbeitgeberzugriff und Mindeststandards. Arbeitgeber werden verpflichtet sein, für alle Arbeitnehmer eine Rente für Anleger auszuweisen.

Zudem wurde die Einführung des "Minimum Income Guarantee Scheme", ein Garantieplan für ein Mindesteinkommen ärmerer Pensionäre vorgeschlagen, zusammen mit der Ablösung des "State Earnings-Related Pension Scheme (SERPS)" durch die "State Second Pension (SSP)" und der Einführung der Renten für Anleger im April 2001. Ziel ist es, die Verknüpfung zwischen dem Einkommen und der staatlichen Rente aufzuheben. Daher wird SSP ein System mit Einheitssatz für Arbeitnehmer mit niedrigem Einkommen sein. Arbeitnehmer mit mittlerem Einkommen sollen dagegen Verträge mit Anbietern privater Altersversorgungssysteme abschließen.

Private Altersversorgungssysteme wurden wegen der hohen Vorauszahlungen kritisiert. Durch die Renten für Anleger erhalten die Arbeitnehmer nun zum ersten Mal Zugang zu preiswerten Altersversorgungssystemen. Um die regulären Betriebskosten zu decken wird eine einmalige prozentuale Gebühr auf den Wert des Fonds erhoben. Die jährlichen Gesamtgebühren dürfen jedoch ein Prozent nicht übersteigen. Hinter der einheitlichen Gebührenstruktur steht unter anderem die Absicht, Kunden einen Kostenvergleich zwischen den verschiedenen Systemen zu erleichtern. Dies wird den Wettbewerb zwischen Rentenprodukten steigern und Kunden zum Kauf von Altersvorsorgesystemen animieren.

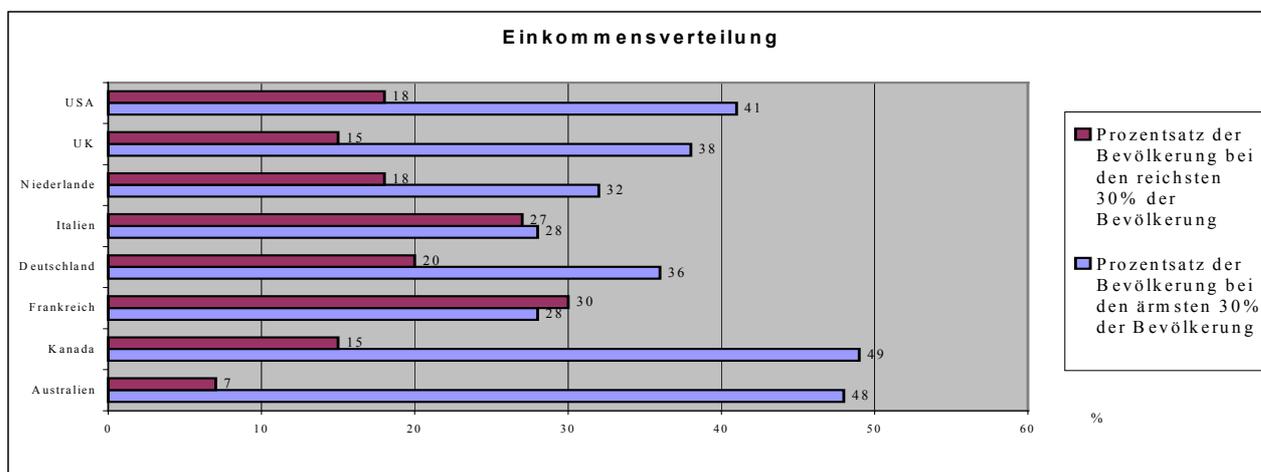
Anstelle einer Beitragsgebühr soll eine prozentuale Gebühr auf den Fondswert den Fonds vor potenziellen Beitragsbrüchen schützen, insbesondere im Hinblick auf die Zielgruppe. Denn

¹⁰⁷ Zielgruppe sind Vollzeitarbeiter mit einem Jahreseinkommen zwischen GBP 9 000 und 18 500.

Arbeitnehmer mit niedrigem und mittlerem Einkommen sind eher von Arbeitslosigkeit und somit von Unterbrechungen der Beitragszahlung bedroht. Darüber hinaus bedeutet eine auf den Fondswert anteilige Gebühr, dass bei Fälligkeit die älteren Mitglieder die jüngeren subventionieren. Wenn Teilnehmer über ihr gesamtes Arbeitsleben hinweg in einem System bleiben, wird dieser Effekt gleichmäßig verteilt.

In der Vergangenheit mussten Kapitalanlagegesellschaften die Kosten für die Einrichtung eines Versicherungszweiges auf sich nehmen, um Altersversorgungssysteme anbieten zu können. Mit der Möglichkeit, Renten für Anleger herauszugeben, das heißt preisgünstige, flexible private Altersversorgungen insbesondere für die Gruppe der Arbeitnehmer mit mittlerem Einkommen, wird es Kapitalanlagegesellschaften ermöglicht, direkt in den Rentenmarkt einzutreten. Die Flexibilität des Systems wird dadurch bestimmt, dass alle Personen unter 75 Jahren unabhängig von ihrer Einkommenssituation Beiträge zum System der Renten für Anleger bezahlen und diese Beitragszahlungen ohne Vertragsstrafe unterbrechen können. Niedrige Beiträge werden nicht durch jährliche prozentuale Gebühren bestraft.

Abbildung 9



Quelle: IFS

Der Wettbewerb zwischen verschiedenen Rentensystemen für Anleger macht es erforderlich, dass Teilnehmer kostenlos von einem System zu einem anderen wechseln können. Nicht nur die Kapitalbewegungen von einem System zum anderen müssen kostenlos sein, sondern es muss auch möglich sein, dass Personen ohne zusätzliche Kosten in mehr als einen Fonds Beiträge einzahlen. Die Schaffung einer Clearingstelle wird dies ermöglichen¹⁰⁸.

Das Steuersystem für die private Altersversorgung wird auch auf die Renten für Anleger angewendet werden. Die Beiträge und Erträge werden steuerfrei sein, die ausgezahlten Renten werden maximal in Höhe des Fondswertes besteuert.

Da die Renten für Anleger speziell auf die Gruppe der Arbeitnehmer mit mittlerem Einkommen zugeschnitten sind, wird dieses System aller Wahrscheinlichkeit nach zu einem Nischenprodukt werden. Um für eine stärkere Verbreitung zu sorgen, müssen staatliche Anreize geschaffen werden.

¹⁰⁸ Emmerson C. und Tanner S., *The Government's Proposals for Stakeholder Pensions*, IFS (10/1999).

Es wurde bereits darauf hingewiesen, dass sehr wahrscheinlich viele Rentenversicherer wegen der niedrigen Gebühren nicht in der Lage sein werden, die hohen Beratungskosten auszugleichen. Bei den von Arbeitgebern aufgestellten Rentensystemen für Anleger entfällt diese Problematik, da die Kosten zwischen Gruppen von Arbeitgebern aufgeteilt werden können.

Dieser Vorschlag ist an die spezifische Beschäftigungssituation in Großbritannien angepasst. Der wesentliche Unterschied zu anderen Ländern besteht in der Tatsache, dass die britischen Rentenempfänger nicht an der Spitze der Einkommensverteilung liegen (Abbildung 9).

Die Tatsache, dass Großbritannien keinen unhaltbaren Zustrom bei der staatlichen Altersversorgung erlebt, ist nicht primär mit einer Überalterung der Bevölkerung verbunden, sondern vielmehr mit dem Unterschied bei der Großzügigkeit der staatlichen Altersversorgungssysteme. Ein zweiter Grund ist, dass die Renten über 25 Jahre hinweg in Anlehnung an die Einkommen gestiegen sind und nun in Anlehnung an die Preise steigen. Hier ist die Progression jedoch deutlich geringer¹⁰⁹.

Neben der Einführung von Renten für Anleger kann ein Rückgriff auf die Finanzierungsstruktur traditioneller Kapitaldeckungssysteme eine weitere Lösung darstellen. Diese kann wie folgt charakterisiert werden: Der Fonds muss vollständig kapitalgedeckt sein. Das bedeutet, dass Beiträge vollständig in Finanzanlagen angelegt werden und die einzige Quelle für die Finanzierung von Rentenleistungen darstellen. Der Fonds bietet definierte Realleistungen (Kasten 1), die auf einer festen, realen Ertragsrate basieren, die durch die Gründerfirma des Investmentfonds garantiert wird. Die Gründerfirma ist für die Verwaltung der Anlagen und der Kapitalgewinne verantwortlich, wobei die Mindestanforderung darin besteht, die erwartete feste Ertragsrate zu erreichen. Bei der Gründerfirma muss es sich um eine landesweite Einrichtung handeln. Durch die Tatsache, dass das Rentensystem durch eine einzige Gründerfirma betrieben wird, werden die Verwaltungskosten für die Wertpapierbestände durch verbesserte Größenvorteile reduziert. Dieser Ansatz wird eine hohe Diversifizierung gewährleisten.

Die Solvenz der Gründerfirma wird durch die nationale Regierung garantiert, die interveniert, wenn die Gründerfirma die zugesicherte reale Ertragsrate nicht einhalten kann. Dadurch wird letztendlich das Anlagerisiko auf die Regierung verlagert. Selbst wenn dieses Risiko bei Systemen mit definierten Leistungen minimiert ist, wird diese Entscheidung durch die Tatsache gerechtfertigt, dass Regierungen ein solches Risiko besser auffangen und auf eine große Zahl von Arbeitnehmern der jeweiligen Altersgruppe umverteilen können.

Es wurde gezeigt, dass es durch einen Rückgriff auf staatliche Haushaltsüberschüsse und eine effiziente Anlagepolitik möglich ist, den Übergang von einem Umlageverfahren zu einem System der vollständigen Kapitaldeckung zu bewerkstelligen, *mit um bis zu zwei Drittel reduzierten Beiträgen und ohne Anhebung der Beitragssätze*¹¹⁰.

¹⁰⁹ *Pension Reform: An International Comparison*, IFS (04.02.1999).

¹¹⁰ Vgl. *A solution to the Social Security Crisis from a MIT Team*, Modigliani, und al., Arbeitspapier 4051 (11/1999).

Kasten 1

Das Hauptproblem bei Kapitalerträgen ist, dass bei einer hohen Inflationsrate auch ein hoher Nominalertrag gegeben ist, ein beträchtlicher Anteil dieses Ertrags jedoch die Aushöhlung des tatsächlichen Kapitalwertes ausgleichen muss. Anleger können der Geldillusion zum Opfer fallen, wenn sie sich auf Nominalerträge konzentrieren. Ausschlaggebend ist der reale, inflationsbereinigte Ertrag aus den Anlagen.

In Zeiten niedriger Inflationsrate waren die realen Erträge aus Staatsanleihen und Aktien hoch. Da die Rendite einer Anlage in umgekehrter Korrelation zum Preis einer Staatsanleihe oder Aktie steht, führt eine Senkung der Inflationsrate zu einer entsprechenden Absenkung bei den Renditen und einem Kursanstieg, was vermehrte Kapitalgewinne für die Anleger zur Folge hat.

KAPITEL II – DER PRIVATKUNDENMARKT

e-Commerce

Die Europäische Kommission drängte bereits auf eine Öffnung der Märkte in den Bereichen, die das infrastrukturelle Rückgrat des e-Commerce ausmachen, wie beispielsweise in der Telekommunikations- oder Werbebranche, sowie in Bereichen, die vom e-Commerce profitieren, z. B. das Finanzdienstleistungswesen.

Die Ergebnisse des im Mai 1996 erschienenen Grünbuchs der Kommission mit dem Titel "Finanzdienstleistungen: Wahrung der Verbraucherinteressen" skizzierte die wesentlichen Bereiche von Belang und notwendigen Maßnahmen zur Effizienzverbesserung beim Finanzdienstleistungsmarketing. Neben dem Fehlen eines prioritären Ansatzes zum Verbraucherschutz auf dem Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen werden in der Untersuchung wesentliche Probleme herausgestellt:

- ◆ **Weigerung von Vermittlern, Finanzdienstleistungen an Gebietsfremde zu veräußern:**

Ein Dienstleistungsanbieter verfügt über hinreichend viele Gründe, seine Dienstleistungen auch außerhalb der Landesgrenzen anzubieten, doch eine grenzüberschreitende Strategie ist mit vielen Risiken behaftet. Zum einen müssten die Dienstleistungen möglicherweise differenziert und an die Rechtslage des Bestimmungslandes und den potenziell unterschiedlichen Bedarf ausländischer Verbraucher angepasst werden. Für grenzüberschreitende Produkte könnte daher ein anderes Risikoniveau bestehen. Zum anderen fallen Vertriebskosten an, und zwar insbesondere dann, wenn der Anbieter im Bestimmungsland nicht über ein eigenes Vertriebsnetz verfügt und somit zusätzliche Kosten zur Bestimmung eines Vertreters zu tragen hat.

- ◆ **Fehlender Zugang zu Finanzdienstleistungen und finanziellen Fachkenntnissen, wovon insbesondere Geringverdiener betroffen sind**

- ◆ **Niedriges Serviceniveau**

- ◆ **Fehlende Verbraucherinformationen und Regressmöglichkeiten:**

Der gewählte Ansatz zielt auf Kooperationsmechanismen zwischen Industrie und Verbraucherverbänden ab, mit denen Rahmenbedingungen für freiwillige Selbstkontrollen geschaffen werden sollen.

- ◆ **Aktivitäten nicht beaufsichtigter Vermittler:**

Häufig kam es zur Schilderung von Vorfällen, in denen nicht beaufsichtigte Vermittler aggressive Verkaufsstrategien anwandten.

- ◆ **Fernverträge für Finanzdienstleistungen:**

Mit der Zunahme offener Computernetzwerke, wie beispielsweise dem Internet, ist das Medium für den Distanzhandel mit Finanzprodukten bereits vorhanden. Der Einzug von Computern in Privathaushalte beschleunigt die Entwicklung der "virtuellen Bank" als Hauptvertriebskanal zwischen Verbrauchern und Finanzdienstleistern. Der vordringlichste Klärungsbedarf besteht in diesem Zusammenhang in Bezug auf Schutzmechanismen für grundlegende Verbraucherrechte. Zu einzelnen Aspekten wurden Regeln festgelegt, wie z. B. das Recht des Verbrauchers, vor der Unterzeichnung eines Finanzvertrags eine festgelegte Bedenkzeit geltend zu machen oder im Voraus über die

angebotenen Vertragsbedingungen informiert zu werden. Der Anbieter ist seinerseits verpflichtet, die Bedingungen während der Bedenkzeit nicht zu modifizieren. Dem Verbraucher muss ein Zeitraum zugestanden werden, während dessen er sich, je nach geschlossenem Vertrag, von diesem zurücktreten kann, ohne eine Vertragsstrafe auferlegt zu bekommen oder Rechtfertigungsgründe angeben zu müssen. Darüber hinaus muss dem Verbraucher das Recht auf eine Rückerstattung durch den Anbieter zugestanden werden, falls die gelieferten Finanzdienstleistungen nicht mit den in Auftrag gegebenen übereinstimmen oder die Dienstleistungen komplett oder teilweise nicht verfügbar sind. Die Erbringung unbestellter Dienstleistungen sowie von Finanzdienstleistungen, die ohne vorherige Einwilligung des Verbrauchers erbracht wurden, sind zu untersagen.

◆ **Hypothekenkredit**

◆ **Neue Zahlungsmittel:**

Kürzlich ist mit den elektronischen Geldprodukten eine neue Produktgeneration entstanden. Sie unterscheiden sich erheblich von den über Remote Access verfügbaren Geldprodukten, da sie ohne Zugriff auf ein Bankkonto genutzt werden können. Festzulegen sind Regressverfahren, Standards für Verbraucherinformationen sowie die jeweilige Haftung für die beteiligten Parteien.

Finanzdienstleistungen sind immateriell und daher ideal für den Fernverkauf geeignet. Finanzdienstleistungen werden als Dienstleistungen definiert und als solche behandelt und unterliegen bereits Gemeinschaftsregelungen, auch wenn einige, wie z. B. Hypothekenkredite, nationalen Bestimmungen unterworfen sind, die unabhängig von der Art und Weise, wie die Dienstleistungen verkauft werden, Anwendung finden.

Der kürzlich vom Parlament beschlossene legislative Ansatz konzentriert sich auf eine Rahmenverordnung zu Fragen, die sich für nahezu alle Finanzdienstleistungen ergeben, wie z. B. die Transparenz von Informationen, den Schutz von gesetzlich verbrieften Rechten, das Recht auf Zugang zu Dienstleistungen etc., und auf spezielle Richtlinien, beispielsweise über Fernverträge zu Finanzdienstleistungen und elektronisches Geld.

Im Bereich der Fernverträge¹¹¹ unterstützte die Kommission einen maximalen Harmonisierungsansatz, dem zufolge der Richtlinienvorschlag über Fernabsatz¹¹² die Regelungen der Mitgliederstaaten weitestmöglich harmonisieren soll. Bedenken in diesem Bereich existieren bezüglich fehlerhafter oder unvollständiger Lieferung und unverlangter Dienstleistungen oder Waren, insbesondere in Fällen, wo die Identität des Auftraggebers nicht exakt festgestellt wurde, sowie Situationen, in denen Kunden unverlangte Anrufe von Anbietern erhalten, ohne den dahinter stehenden Geschäftsgrund zu erfahren¹¹³.

Fernverträge sind als Verträge definiert, bei denen bis zu ihrem Abschluss und während des Abschlusses allein auf Fernkommunikationsmittel zurückgegriffen wird. Aus diesem Grund sind auf Gelegenheitsbasis zustande gekommene Verträge nicht eingeschlossen.

¹¹¹ *Vertragsabschluss im Fernabsatz ist jeder zwischen einem Anbieter und einem Verbraucher geschlossene, Finanzdienstleistungen betreffende Vertrag, der im Rahmen eines für den Fernabsatz organisierten Vertriebs- bzw. Dienstleistungssystems des Anbieters geschlossen wird, wobei dieser für den Vertrieb bis zu dessen Abschluss einschließlich des Vertragsabschlusses selbst ausschließlich Fernkommunikationstechniken verwendet.* KOM(1999)395 endg., S. 20.

¹¹² Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen an Verbrauchern und zur Änderung der Richtlinie 90/619/EWG des Rates sowie der Richtlinien 97/7/EG und 98/27/EG.

¹¹³ Trotz der möglichen Legalität solcher Verfahren könnte die Situation vom Verkaufspersonal am Telefon geschickt ausgenutzt werden.

1. Elektronisches Geld

Elektronisches Geld ist eine digitale Geldform, die auf einem technischen Medium, z. B. einer Chipkarte oder einer Computerfestplatte, gespeichert wird. Durch die weit verbreitete Verwendung von vorausbezahlten Karten bestehen gute Chancen, dass diese auf lange Sicht einen beträchtlichen Teil der Barzahlungen niedriger Beträge ersetzen werden, während das "Netzgeld" oder "Softwaregeld", das sich von Computer zu Computer transferieren lässt, eine zunehmend große Rolle beim e-Commerce spielt. Es lässt sich auf dem PC speichern und für den Kauf virtueller Produkte über das Netz oder realer Produkte verwenden, die eine nicht virtuelle Lieferung erfordern. Die Verwendung von elektronischem Geld weist gewisse Ähnlichkeiten zur Verwendung von Bargeld auf. Anders als bei der Benutzung von Kreditkarten, die das vorherige Einverständnis der Kreditkartengesellschaft oder der Bank sowie eine angemessene Vorauszahlung von Kapital voraussetzen, oder Debitkarten, die das Vorhandensein eines Bankkontos erfordern, muss bei der Verwendung von elektronischem Geld weder von einer Bank noch einem sonstigen Dritten eine Genehmigung eingeholt werden.

Chipkarten haben den Vorteil, sehr kleine elektronische Zahlungen zu ermöglichen, die z. B. nur den Bruchteil eines Euros betragen. Ein Nachteil ist, dass der Geldwert, der sich auf einer Chipkarte speichern lässt, in der Regel begrenzt ist.

Der Richtlinienentwurf¹¹⁴ definiert die Geschäftsaktivitäten, die elektronische Geldinstitute durchführen können, sowie die betreffenden Regelungen:

- die vorherige Genehmigung durch die zuständigen Behörden;
- die Vorschriften bezüglich des Anfangskapitals und der fortlaufenden Eigenmittel;
- die Anlagebeschränkung;
- den aufsichtsrechtlichen Bezugsrahmen;
- solide und sachgerechte Regeln für Emittenten elektronischen Geldes;
- einen einheitlichen Pass für elektronische Geldinstitute.

Die Geschäftsaktivitäten und Investitionsmöglichkeiten elektronischer Geldinstitute unterscheiden sich von denjenigen der Bankinstitute. Vorschriften bezüglich des Anfangskapitals und der fortlaufenden Mittel wurden eingeführt, um zu gewährleisten, dass elektronische Geldinstitute über eigene, der Höhe ihrer Transaktionen entsprechende Mittel verfügen. Die Einführung von Anlagebeschränkungen ergibt sich aus der Notwendigkeit, die Liquiditätsrisiken der Emittenten zu begrenzen. Mittel, die im Tausch gegen das ausgegebene elektronische Geld erworben wurden, sollten nur in hochliquide Mittel mit geringer Risikogewichtung investiert werden.

In Zusammenhang mit dem elektronischen Geld gibt es auch weitere Risiken. Das größte ist das Betriebsrisiko sowie Bedenken bezüglich der Solidität des Ausgebers des elektronischen Geldes, während die Risiken bezüglich des Leumunds mit dem Vertrauen der Verbraucher hinsichtlich der Verwendung von elektronischem Geld verbunden sind.

Die vorgeschlagene Richtlinie schafft eine neue Form von Kreditinstitut. Institute, die elektronisches Geld ausgeben, müssen garantieren, dass das elektronische Geld als Zahlungsmittel von anderen Unternehmen angenommen wird.

¹¹⁴ Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Aufnahme, Ausübung und Beaufsichtigung der Tätigkeit von E-Geldinstituten, Begründung.

In der Änderung der Ersten Bankenrichtlinie werden e-Institute als Kreditinstitute definiert. Sie unterliegen daher den Bestimmungen der Ersten und Zweiten Bankenrechtskoordinierungsrichtlinie, die ihnen Zugang zum "Europäischen Pass" (einmalige Zulassung) gewähren. Gleichzeitig werden gleiche Wettbewerbsbedingungen wie zwischen verschiedenen Arten von Kreditinstituten geschaffen.¹¹⁵

Diese Lösung erhöht den Wettbewerb im Finanzsektor, da Banken ein Monopol auf die Ausgabe von elektronischem Geld verwehrt wird. Die Bestimmungen in Bezug auf Kapitalvorschriften, die finanzielle Stabilität und einen angemessenen Verbraucherschutz gewährleisten, nivellieren jedoch das hohe Wettbewerbsniveau.

Geschäftsaktivitäten elektronischer Geldinstitute, die über die Ausgabe von elektronischem Geld hinausgehen, sollten sich auf die Erbringung nicht finanzieller Dienstleistungen über elektronische Medien sowie die Erbringung finanzieller und nicht finanzieller Dienstleistungen beschränken.

Der Vorschlag bezieht sich ausschließlich auf elektronisches Mehrzweckgeld, wie z. B. vorausbezahlte Karten, die für vielfache Zwecke genutzt werden können und nur an den auf der Karte gespeicherten Geldwert gebunden sind; er bezieht sich nicht auf Einzweckkarten, wie beispielsweise Telefonkarten.

Schwerpunkte:

- Besteuerung: damit sich der elektronische Geschäftsverkehr weiterentwickeln kann, ist es essenziell, dass Steuersysteme eine Steuerneutralität für neue Aktivitäten in Abgrenzung zum herkömmlichen Handel gewähren;
- elektronische Authentifizierung von Signaturen;
- Datenschutz und Schutz der personenbezogenen Daten;
- Sicherheit und Vertraulichkeit der Informationen.

Der letzte Aspekt ist einer der am kontroversesten diskutierten Punkte und bezieht sich vor allem auf die Verwendung elektronischer Signaturen. Entitäten-Authentifizierungsmechanismen kontrollieren ausschließlich den Zugang zur Ausübung bestimmter Rechte und können nicht als Alternative zur handschriftlichen Unterschrift verwendet werden.

Elektronische Signaturen ermöglichen es Personen oder Unternehmen, die über elektronische Netzwerke Daten empfangen, den Ursprung der Daten (*Authentifizierung der Datenquelle*) zu ermitteln und zu überprüfen, ob die Daten komplett und unverändert *sind (Integrität der Daten)*. Mit den Daten ist ein Zertifikat des Diensteanbieters zu übermitteln, damit die Identität des Absenders festgestellt werden kann. Diensteanbieter haften für die Gültigkeit des von ihnen ausgestellten Zertifikats. Um den freien Verkehr von Zertifikaten zu gewährleisten, legt die Richtlinie Mindesthaftungsregeln für Diensteanbieter fest.

Elektronische Signaturen müssen rechtlich als handschriftliche Signaturen anerkannt werden. Die rechtliche Anerkennung hat unabhängig von der Technologie zu erfolgen, die zur Herstellung von Signaturen¹¹⁶ verwendet wird. Die Diensteanbieter stellen die dritte Partei dar, die das Vertrauen beider Vertragsparteien genießt. Die von ihnen ausgestellten Zertifikate beziehen sich nicht ausschließlich auf elektronische Signaturen, sondern können auch für andere Verwendungszwecke erstellt werden. Die Richtlinie konzentriert sich daher auf die

¹¹⁵ Ebd.

¹¹⁶ Digitale Signaturen, biometrische Identifikationstechniken wie z. B. Fingerabdrücke oder Stimmerkennung, Public-Key KryptoAbb.ie etc.

Funktion des Zertifikats¹¹⁷ und ist mit der Identität oder Rolle der betreffenden Person verknüpft. Der Dienstanbieter hat den maximalen Transaktionswert anzugeben, für den das ausgestellte Zertifikat gilt, um die Haftung des Anbieters für Schäden zu begrenzen, die diese Summe überschreiten.

Gemäß dem Grundsatz der Vertragsfreiheit, der im Rahmen der nationalrechtlichen Schranken gilt, ist die Genehmigungsdienstleistung als eine Dienstleistung zur Bereitstellung von hochwertigen Zertifizierungsdiensten zu betrachten. Die internationale Interoperabilität von Zertifizierungsmechanismen, wie z. B. die *gegenseitige Anerkennung von Zertifizierungsbehörden*, muss ausgebaut werden. Eventuell sind für verschiedene Transaktionsarten verschiedene Stufen der Zertifizierung notwendig oder eine Zertifizierung ist gar überflüssig.

Eine vorherige Zulassung sollte für Dienstanbieter nicht erforderlich sein, die ihre Aktivitäten in der EU aufnehmen oder ausüben. Für den Fall einer Unstimmigkeit zwischen Dienstanbietern und dem Empfänger der Dienstleistung haben die Mitgliedstaaten für einen freien Zugang zu außergerichtlichen Schiedsstellen zu sorgen.

2. Auswirkungen

Die vorgeschlagene Richtlinie, die mit den elektronischen Geldinstituten eine neue Form des Kreditinstituts schafft, führt zu Auflagen in Bezug auf die Zulassung durch die zuständigen Behörden, Anfangskapitalvorschriften und Anlagebeschränkungen. Die rechtlichen Rahmenvorschriften führen nicht nur zu erhöhtem Wettbewerb in einer Branche, sondern steigern darüber hinaus die Effizienz von Zahlungstransaktionen, da diese innerhalb eines sichereren Netzwerkumfelds schneller und kostengünstiger durchgeführt werden können.

Der Wert der Informationstechnologie – IT – und des Internets besteht in der Möglichkeit, Informationen *präzise* und zu *verschwindend geringen Kosten* zu speichern, zu analysieren und zu übertragen, sowie intelligente Lösungen zu unterstützen. Nicht jede Erfindung ist für die Entwicklung der Gesellschaft von gleicher Bedeutung und nicht jede Erfindung hat denselben Einfluss auf das wirtschaftliche Umfeld. Vom sozialen Standpunkt aus mag das Internet weniger wichtig als andere Erfindungen sein, es nimmt jedoch einen messbaren Einfluss auf die Wirtschaft. Eine Auswirkung steht im Zusammenhang mit den Kommunikationskosten. Da diese sinken, entstehen mehr Verbindungen zwischen Computern und die Technologie expandiert in der gesamten Wirtschaft sprunghaft. Die Vorteile einer Online-Präsenz steigen exponentiell mit der Anzahl der fertiggestellten Verbindungen.

Dies hat direkte Folgen für die Beschäftigung. Die weite Verbreitung der Technologie schafft einen Bedarf an *neuen Berufsbildern*¹¹⁸ und somit neue, stabile Beschäftigungsmöglichkeiten. Darüber hinaus wird die Zunahme der Einrichtungen und des Geschäftsvolumens sowohl auf nationaler als auch grenzüberschreitender Basis für noch mehr Beschäftigung sorgen. Neben finanziellen Ressourcen zur Entwicklung von e-Commerce-Plänen, die den Unternehmen momentan fehlen, wird geschultes Managementpersonal erforderlich sein, um die Pläne zu implementieren und zum Erfolg zu führen.

Andererseits wird eine neue Technologie daran gemessen, in wieweit sie Unternehmen bei der Neustrukturierung ihrer Produktionsprozesse unterstützt, damit sie effizienter arbeiten. Die Neue Ökonomie bietet die Möglichkeit zur Unternehmensneustrukturierung, indem eine zentralisierte einer mehr dezentralisierten Organisationsstruktur weicht, die sich auf

¹¹⁷ Von der zuständigen Behörde ausgestellte Zertifikate können dazu benutzt werden, die für die Transaktion geltende Rechtsprechung zu etablieren.

¹¹⁸ Webmaster, Sicherheitsmanager, spezialisierte Rechtsanwälte etc.

Outsourcing und Online-Procurement konzentriert. Traditionelle Unternehmen versuchen, die Gelegenheiten wahrzunehmen und e-Commerce und Technologien der Neuen Ökonomie an diese Struktur anzupassen. Dieser Prozess betrifft alle Offline-Betriebe. Die meisten Unternehmen im Besitz einer Website überlegen noch, wie sie ihre Internet-Präsenzen besser nutzen können, um dem Bedarf ihrer Kunden gerecht zu werden.

Die Produktivitätsmuster in der Wirtschaft ändern sich. Neue Wirtschaftsakteure treten auf und das Gesamtbild der Produktivität ändert sich. Neue Produkte entstehen, die traditionelle Definitionen aufweichen; existierende Produkte werden effizienter gestaltet. Der Markt ist insbesondere durch die Bereitstellung von Produkt-Plus-Service-Paketen (z. B. Verkäufe, die mit Wartungsdienstleistungen verknüpft sind, Folgeverkäufe, Lieferung etc.) charakterisiert. Das Internet vervielfacht die Einnahmen, *da ehemals nicht zugängliche Märkte erreicht werden und Eintrittsbarrieren heruntergesetzt wurden*. Dies bedeutet vermehrten Wettbewerb für den Markt, und Unternehmen, die ihre Wettbewerbsvorteile sichern wollen, sehen sich dem Druck ausgesetzt, ihre Kosten zu senken. Schwierigkeiten ergeben sich, wenn traditionelle Produkte nicht zeitsensibel oder datengesteuert sind und nicht direkt über das Internet übertragen werden können. Die Marktöffnung wird zu erhöhtem Wettbewerb, mehr Auswahl für Verbraucher, günstigeren Preisen und verbessertem Service führen. Eine gesteigerte Interaktivität in Bezug auf den Markt hilft dabei, Produkte und Dienstleistungen an individuelle Bedürfnisse der Verbraucher anzupassen.

Mit der Gründung von Internet-Startup-Unternehmen erreicht der Risikokapitalmarkt eine kritischere Masse. In den letzten Jahren hat eine beträchtliche Anzahl von anfänglichen öffentlichen Zeichnungsangeboten (IPO) dieser Unternehmen floriert. Die Anleger werden von der Hoffnung auf extrem hohe Renditen innerhalb eines begrenzten Zeitraums angezogen. Das eigentliche Risiko liegt in einer spekulativen Herangehensweise der Anleger, die auf lange Sicht die Entwicklung der Unternehmen zu bremsen vermag.

Der Aufbau eines Vertrauenspotenzials für Benutzer und Verbraucher ist ein wesentlicher Faktor für das Erreichen der kritischen Masse. In dieser Hinsicht ist der Verbraucherschutz essenziell. Datenschutz, Authentifizierungsmaßnahmen, eine vorteilhafte Besteuerung, Zugang zu Infrastruktur und Regressmechanismen müssen ausgebaut werden. Solche Kooperationsmaßnahmen innerhalb der Unternehmen und Branchen werden benötigt, um Vertraulichkeit und Datenschutz in globalen Netzwerken zu verbessern. Kooperationsmaßnahmen ermöglichen es, empirisch ermittelte Lösungen für praktische Sicherheitsfragen, wie etwa das Erfordernis, automatisch einen Prüfungspfad für e-Cash-Transaktionen zu generieren, oder die Beseitigung der vielen Inkompatibilitäten bei den einzelstaatlichen gesetzlichen Verfahren zur Betrugsbekämpfung im elektronischen Geschäftsverkehr zu finden.

e-Commerce trägt zu einem verbesserten Erfahrungsaustausch bei. Kleine und mittlere Unternehmen sind potenziell anfälliger für negative Folgen des e-Commerce, da sie als Preisnehmer im Vergleich zu größeren Unternehmen zunehmend preissensibel sind. Sie verfügen jedoch über verschiedene Möglichkeiten, dieser Herausforderung zu begegnen, auch wenn sie vielleicht Probleme haben, sich der neuen, technologiebasierten Umgebung anzupassen. Zum einen müssen sie die Möglichkeiten ausschöpfen, Allianzen zu bilden und sich zu spezialisieren, um sich gegen große Unternehmen durchzusetzen. Zum anderen können sie sich auf Märkte in abgelegenen Regionen oder auf Nischenmärkte konzentrieren.

Die Vorteile des e-Commerce müssen den Unternehmen klar vor Augen geführt werden, um ihre potenziellen Investitionen zu kanalisieren. Pilotprojekte spielen bei der Sensibilisierung eine wichtige Rolle. Da KMU häufig nicht genug Ressourcen zur Verfügung stehen, um

Anwendungen individuell zu implementieren, ist es typisch für Pilotprojekte, Geschäftsmodelle und Marktstrategien zu entwickeln.

Einer der größten Vorteile des e-Commerce ist der einfache Zugriff auf Informationen, sogar in Bezug auf firmeninterne Geschäftsaktivitäten. Für Unternehmen wie KMU ist dies eine Gelegenheit, an Informationen über den Markt und seine Ausgestaltung zu gelangen und dabei dieselben Ressourcen zu nutzen, die den großen Unternehmen zur Verfügung stehen, womit deren Wettbewerbsvorteil verringert wird.

Da junge Menschen den Vorteilen der Neuen Ökonomie offener gegenüberstehen, hat jede auf sie gerichtete Initiative einen größeren Einfluss auf die Wirtschaft und führt schließlich zu einer Änderung des kulturellen Fundaments der Gesellschaft. Die eLearning-Initiative¹¹⁹ mobilisiert sowohl Bildungseinrichtungen als auch Wirtschaftsakteure der Gemeinschaft, um das Ausbildungssystem zu ändern. Hauptansatzpunkte der Initiative sind die Entwicklung und Bereitstellung von Infrastrukturen, Materialien, Schulungen, Serviceleistungen und die Vernetzung relevanter Projekte auf europäischer Ebene. Wichtigstes Ziel ist es, Anleger in Europa von ihrem risikoscheuen Verhalten abzubringen, um die Entwicklung eines Risikokapitalmarktes zu beschleunigen, der einer der größten Quellen für die Schaffung von Arbeitsplätzen darstellt.

Die Auswirkungen auf die Beschäftigung sind eher unklar. Die meisten negativen Effekte der neuen Technologien werden die unzureichenden Fertigkeiten der Beschäftigten betreffen. Dies ist der erste in Angriff zu nehmende Schritt. e-Commerce ist zunächst eine Investition, die zu finanziellen Aufwendungen führt und Personalkosten verursacht. Kommt es dann zu Wachstum, wird e-Commerce zum Expansionsmittel. Die Schaffung von Arbeitsplätzen ist in der Regel eine Folge von Unternehmenswachstum. Zwischen den beiden Schritten liegt eine unvermeidbare Verzögerung. Das neue Beschäftigungspotenzial besteht hauptsächlich in informationsbasierten Dienstleistungen und kleinen Unternehmen, die sich auf Dienstleistungen rund um das Internet spezialisieren. e-Commerce motiviert Beschäftigte zu mehr virtueller Mobilität.

Die zukünftige Arbeitsumgebung wird sich vermutlich sowohl von der Beschaffenheit als auch funktionell von der heutigen unterscheiden. Flexible Arbeitszeiten werden erforderlich sein, einige Berufsstände, wie z. B. Vermittler, werden verschwinden und einige Tätigkeiten werden aus ihrer traditionellen Umgebung ausgegliedert. Bei der Entlohnung spielen die Fertigkeiten eine größere Rolle als die Berufserfahrung.

Auch wenn durch die Technologie Änderungen der Geschäftsstruktur auf Mikro- und Makroebene herbeigeführt werden, die Gesetze der Ökonomie werden dadurch nicht außer Kraft gesetzt. Der Wirtschaftszyklus bleibt auch weiterhin bestehen und Inflation bedeutet noch immer ein Risiko für jede Wirtschaft. Aus diesem Grund müssen Regierungen und Betriebe immer noch Börsenkursschwankungen fürchten und Maßnahmen zu deren Verhinderung ergreifen.

Wirtschaftsexperten befürchten, dass Zentralbanken durch elektronisches Geld ihre leitende Rolle in der Währungspolitik verlieren könnten. Zentralbanken kontrollieren die kurzfristigen Zinssätze, da sie ein Monopol auf die Bereitstellung der Währung und auf die von den Banken eingerichteten Einlagen haben, die die Währungsbasis darstellen. Fallen beide Komponenten durch den Gebrauch von elektronischem Geld weg, verlieren die Zentralbanken die Kontrolle über die monetäre Basis. Doch selbst in einem Szenario ohne Währung und Banken wird es immer einen langfristigen Zinssatz geben, der nach den Regeln der Marktwirtschaft die Nachfrage der Kreditnehmer nach elektronischem Geld und das

¹¹⁹ "eLearning Initiative: Gedanken zur Bildung von Morgen", KOM(2000)318 endg.

Angebot der Kreditgeber aufeinander abstimmt. Zentralbanken werden auch weiterhin in der Lage sein, die Zinssätze zu variieren, indem sie elektronisches Geld für mehr oder weniger als den marktüblichen Zinssatz aufnehmen oder anbieten.

3. Künftige Entwicklungen

Der internationale e-Commerce erzielt momentan einen Umsatz von ca. 200 Milliarden EUR. Das derzeit größte Segment bilden Business-to-Business-Angebote¹²⁰, obwohl Business-to-Consumer-¹²¹, Consumer-to-Business- und Consumer-to-Consumer-Angebote einen zunehmenden Anteil ausmachen.

Finanzmärkte zeichnen sich durch spezielle Eigenschaften aus. Insbesondere die Nachfrageseite ist durch Ungleichheiten zwischen den betroffenen Teilnehmern gekennzeichnet. Auf der einen Seite stehen Privatverbraucher, die einen beträchtlichen Teil der Marktnachfrage darstellen. Sie lassen sich jedoch nur schwer mobilisieren und verfügen in der Regel über zu wenig technisches Know-how für die zunehmend komplexen Produkte. Darüber hinaus sind die rechtlichen Rahmenbedingungen in bestimmten Sektoren, wie z.B. im Bereich der Fernverträge, nicht vollständig definiert, so dass Stellung und Rechte der Verbraucher gestärkt werden müssen. Den Privatverbrauchern gegenüber stehen jedoch die Global Player, die wiederum mehr Wert auf einen flexiblen Rechtsrahmen legen.

Finanzdienstleistungen wurden bislang hauptsächlich durch die traditionellen Methoden der realen Zusammenkünfte beider Parteien angeboten und verkauft, doch Fernabsatz-Methoden spielen eine zunehmende Rolle im innerstaatlichen und internationalen Kontext. Der Unterschied zu traditionellen Methoden besteht darin, dass es zu keinem Zeitpunkt zu einer gleichzeitigen physischen Anwesenheit der Parteien kommt. Möglich ist dies durch den Zugang zu Technologienetzwerken, über die jeder Schritt des Geschäftsvorgangs, angefangen bei der Informationssuche durch den Verbraucher bis hin zum Marketing und Verkauf von Produkten und Dienstleistungen, erfolgt. Nur bei der Auslieferung können Unterschiede auftreten: bei elektronischen Dienstleistungen und Produkten erfolgt die Lieferung über das Netz, andernfalls durch reale Lieferantenlieferung an den Kunden. Letzteres führt für einige Unternehmen zu Problemen, da diese Vielzahl der Bestellungen aufgrund der geografischen Entfernung zwischen Anbieter und Kunde nicht innerhalb der angemessenen Frist ausführen können.

Elektronische Netzwerke und Technologien ermöglichen es kleinen Unternehmen, wie größere aufzutreten, indem sie eine kostengünstige Infrastruktur zur Vermarktung ihrer Produkte nutzen. Mit Technologie entsteht die Möglichkeit, *Dienstleistungen und Produkte im größeren Rahmen auf den Kunden zuzuschneiden* und somit eine größere Anzahl *spezialisierter Marktsegmente* zu erreichen. Da das Internet als *Gleichmacher* agiert und der *Wettbewerbsvorteil für Marktführer zeitabhängig ist*, ist die einzige Möglichkeit zur Sicherung des Vorteils eine *flexible Infrastruktur*, die kontinuierliche Innovationen zulässt. Durch e-Commerce *wird die Entfernung zwischen Produzenten und Konsumenten zunehmend überwunden* und *Vermittler spielen nicht mehr dieselbe Rolle*. Nicht mehr traditionelle Einzel- oder Großhändler werden gebraucht, sondern Anbieter für Netzwerkzugänge, Authentifizierungs- und Zertifizierungsdienste sowie Infrastrukturen für elektronische Zahlungssysteme.

¹²⁰ Geschäftsvorgänge zwischen zwei Unternehmen.

¹²¹ Umfasst die normalen Einzelhandelsaktivitäten wie den Verkauf von Büchern oder Online-Broking.

Internetbasierte Transaktionen verursachen geringere Kosten, die Markteintrittsbarrieren sind niedrig und Margen werden kleiner. Der Wettbewerb nimmt insbesondere zu, weil die Mitbewerber nur noch einen *Mausklick*¹²² voneinander entfernt sind.

Der technologische Fortschritt ist nicht auf den PC und die damit verbundenen Möglichkeiten beschränkt. Seit kurzem nutzen Unternehmen, die Finanzdienstleistungen über das Internet anbieten, *andere Kanäle*, wie Mobilfunktelefone, Personal Digital Assistants (PDA) und sogar das Fernsehen. In einigen Ländern lassen sich Banking- und Broking-Aktivitäten bereits mit (WAP-)Telefonen (Wireless Application Protocol) durchführen. Auch wenn WAP-Telefone noch keinen kompletten Internetzugang ermöglichen, so unterstützen sie doch einfache Strukturen, mit denen Transaktionen im Finanzdienstleistungsbereich ausgeführt werden können. Mit Mobile Commerce (m-Commerce) sollen Internetdienste vom Telefon aus zugänglich gemacht werden. Das elektronische Erstellen und Begleichen von Rechnungen wächst exponentiell und außer den erzielten Zeiteinsparungen werden die Einsparungen an Papier, Beförderungskosten und Porto als wesentlicher Faktor erachtet.

Im Bankensektor werden die meisten Transaktionen vermutlich schon vor Ende des Jahrzehnts virtuell ablaufen. Das Internet selbst ist zu einer der größten Kräfte für den *Einlagenabzug* geworden, dem Banken sich stellen müssen. Es wurde darauf hingewiesen, dass die Banken die "vierte Phase des Einlagenabzugs" durchlaufen. Die erste Phase umfasste das Crowding Out von Ersparnissen, offenen Investmentfonds und Lebensversicherungspolice auf Kosten von Bankeinlagen. Die zweite Phase war dadurch gekennzeichnet, dass Kapitalmärkte die traditionelle Rolle der Banken als Kreditgeber übernahmen. In der dritten Phase half der technologische Fortschritt bei der Rationalisierung von Aktivitäten der Back-Office-Prozesse. Als viertes wird es jetzt einen Einlagenabzug beim Vertrieb von Bankingprodukten und -dienstleistungen geben¹²³. Derzeit wird die Möglichkeit eines fünften Einlagenabzugs erörtert, bei dem durch die elektronischen Netzwerke und Technologien die Banken bei Clearing- und Abrechnungsdienstleistungen umgangen werden¹²⁴.

Insbesondere in Asien verzeichnen reine Online-Banken bereits Wachstum. Dank der Kostenreduzierung durch die neuen Technologien planen Online-Banken niedrige Zinssätze um Kunden anzuziehen. Auf diese Weise wird es für Banken wie auch für Unternehmen einfacher, ihre Geschäftsaktivitäten auf Europa auszudehnen, da sie keine hohen Fixkosten tragen müssen.

Darüber hinaus werden sich im Zeitalter der Stimmerkennung neue Trends ergeben. Benutzeroberflächen werden leichter verständlich sein und Verbraucher finden mit weniger Fachkenntnis Zugang zu der neuen Technologie. Es fehlen jedoch gemeinsame rechtliche Rahmenbedingungen. Betrugsprävention, Sicherheit der Transaktionen, Datenschutz und Schutz der geistigen Eigentumsrechte sind durch angemessene elektronische Sicherheitsmechanismen zu gewährleisten.

¹²² "The virtual threat" *The Economist*, Survey Online Finance (20.05.2000).

¹²³ Ebd.

¹²⁴ Ebd.

Versicherungen

Der Gemeinsame Europäische Markt für Versicherungen nimmt nach den Marktführern USA und Japan den dritten Rang ein. Dennoch werden Versicherungsgesellschaften mit unklaren rechtlichen Rahmenbedingungen hinsichtlich ihres Produktangebots und der Regelung ihrer Aktivitäten konfrontiert.

Innerhalb der Europäischen Union existieren verschiedene Foren, in denen Behörden für die Regulierung und Beaufsichtigung von Versicherungen rechtliche Rahmenvorschriften und praktische Themen diskutieren. Der Versicherungsausschuss ist der Europäischen Kommission angegliedert und wurde 1991 gegründet. Seine Aufgabe besteht darin, die Kommission zu beraten und die vorläufige aufsichtsrechtliche Gesetzgebung für den Versicherungssektor auszuarbeiten. In diesem Forum werden keine individuellen Positionen von Versicherungsgesellschaften behandelt, da dies in die ausschließliche Zuständigkeit der nationalen Aufsichtsbehörden fällt, es sei denn, aus der finanziellen Position einer Einzelgesellschaft ergeben sich Aspekte, die einer Antwort auf Gemeinschaftsebene bedürfen.

Nach Unterzeichnung des Vertrags von Rom wurde die Konferenz der Versicherungsaufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft gegründet. Ziele waren die Schaffung eines Forums für den Informationsaustausch zwischen Versicherungsaufsichtsbehörden sowie die Nachbereitung der praktischen Implementierung von EG-Versicherungsrichtlinien.

Zusätzlich wurde 1994 die Conference of Insurance Supervisory Authorities of the Member States of the European Economic Community (IAIS) gegründet, deren Ziel ebenfalls die Bereitstellung eines offiziellen Forums zur Diskussion von Fragen im Zusammenhang mit der Regulierung und Beaufsichtigung von Versicherungen ist. Die Hauptaufgaben der Konferenz bestehen in der Entwicklung praktischer weltweiter Standards für die Beaufsichtigung des Versicherungssektors.

In folgenden Bereichen wurden kürzlich Initiativen ergriffen:

- Zulassung und finanzielle Beaufsichtigung von Versicherungsunternehmen;
- Grundsatz des "Allgemeininteresses";
- Versicherungsvermittlung.

1. Zulassung und finanzielle Beaufsichtigung

Die Dritten Richtlinien des Rates 92/49/EWG und 92/96/EWG vervollständigten die Gründung eines Gemeinsamen Marktes auf dem Versicherungssektor. Durch sie wurde ein einheitliches System für die Zulassung und finanzielle Beaufsichtigung von Versicherungsunternehmen nach dem Grundsatz der Beaufsichtigung durch das Herkunftsland eingeführt. Die einheitliche Zulassung in Form eines "Europäischer Passes", der vom Herkunftsland ausgestellt wird, ermöglicht einem Versicherungsunternehmen, seine Versicherungsgeschäfte an einem beliebigen Ort innerhalb der EU gemäß den Regeln der Niederlassungsfreiheit oder der Dienstleistungsfreiheit aufzunehmen.

Empirische Untersuchungen haben jedoch gezeigt, wie die Aufsichtsbehörden von Gastländern unterschiedliche Maßstäbe für ausländische Unternehmen, die ihrer Geschäftstätigkeit im Hoheitsgebiet des Gastlandes nachgehen, anlegen. Eine solche *Ungleichbehandlung* hindert Kunden daran, einen möglichst differenzierten Zugang zu Versicherungsunternehmen in Europa und einer großen Palette von potenziell in der Gemeinschaft erhältlichen Produkten zu erhalten. Aus diesem Grund hat die Kommission

spezielle Kriterien¹²⁵ zur Abgrenzung von Geschäftstätigkeiten, die durch die Eröffnung einer Zweigniederlassung oder Agentur erbracht werden und Geschäftstätigkeiten, die unter der Dienstleistungsfreiheit in einem anderen Mitgliedsstaat erbracht werden, aufgestellt.

In der Regel wird die Dienstleistungsfreiheit gegenüber der Niederlassungsfreiheit durch ihren vorübergehenden Charakter abgegrenzt. Letztere basiert auf der dauerhaften Anwesenheit des Anbieters im Gastland. Der vorübergehende Charakter der erbrachten Dienstleistungen wird in Bezug auf ihre Dauer, Häufigkeit, regelmäßige Wiederkehr und Kontinuität definiert¹²⁶. Der einzige wesentliche Unterschied zwischen den Regelungen zur Dienstleistungs- und Niederlassungsfreiheit betrifft das Anmeldeverfahren, das für die Etablierung einer Zweigniederlassung detaillierter gefasst ist. Der Zweck der Anmeldepflicht einer eröffneten Zweigniederlassung besteht darin, die gegenseitige Unterrichtung der Aufsichtsbehörden zu gewährleisten.

Seit der Abschaffung der Beschränkungen¹²⁷ kann jedes Versicherungsunternehmen seiner Geschäftstätigkeit in ein und demselben Land sowohl unter den Bestimmungen der Dienstleistungs- als auch der Niederlassungsfreiheit nachgehen. Dies gilt sogar, wenn die unter beiden Regelungen ausgeübte Tätigkeit ein und dieselbe Tätigkeit ist.

Die Zweigniederlassungen von Versicherungsunternehmen und Versicherern, die im Rahmen der Dienstleistungsfreiheit handeln, sind nicht verpflichtet, die Bestimmungen ihrer Aufnahmemitgliedstaaten bezüglich der versicherungstechnischen Höchstzinssätze einzuhalten¹²⁸.

Gemäß dem Grundsatz der Herkunftslandaufsicht ist einzig der Herkunftsmitgliedstaat dafür verantwortlich, dass ein zugelassenes Versicherungsunternehmen die Bedingungen, unter denen die Zulassung erteilt wurde, erfüllt. Der Aufnahmemitgliedstaat ist nicht befugt, die Zulassung in Frage zu stellen. Die von den zuständigen Behörden des Herkunftslands erteilte Zulassung wird für eine bestimmte Versicherungsklasse gewährt; für Unternehmen, die die Geschäftstätigkeit auf eine gesamte Klasse oder andere Klassen ausdehnen, sind weitere Zulassungen zu beantragen. Gestattet das Recht des Mitgliedstaates, dass verschiedene Versicherungsklassen gleichzeitig ausgeführt werden, kann die Zulassung für mehr als eine Klasse erteilt werden.

Bei der finanziellen Beaufsichtigung werden folgende Aspekte geprüft:

- Solvenzzustand des Unternehmens;
- Festlegung technischer Rückstellungen;
- Vermögensdeckung der versicherungstechnischen Rückstellungen.

Die Beaufsichtigung basiert auf Jahresabschlüssen unter Berücksichtigung der finanziellen Situation und der Solvenzfähigkeit des Unternehmens. Aktuelle Vorschläge¹²⁹ stärken die Position der zuständigen Behörden, indem sie sie zu Abhilfemaßnahmen berechtigen, wenn die Interessen der Versicherungsnehmer bedroht sind. Hierdurch würde ein besserer Schutz der Anleger erreicht.

¹²⁵ Europäische Kommission, Auslegungsmittelteilung der Kommission zum freien Dienstleistungsverkehr und Allgemeininteresse im Versicherungswesen, Brüssel 02.02.2000.

¹²⁶ Ebd., S. II.

¹²⁷ Die Dritten Versicherungsrichtlinien (Richtlinien 92/49/EWG und 92/96/EWG) schafften alle Beschränkungen für die gleichzeitige Ausübung ab.

¹²⁸ Jeder Mitgliedstaat legt einen versicherungstechnischen Höchstzinssatz fest, der geändert werden muss, um die Grundlagen für die versicherungstechnischen Rückstellungen festzulegen.

¹²⁹ KOM(2000)634 und KOM(2000)617.

Dies hätte zwei unmittelbare Auswirkungen:

- *Erhöhte Einnahmen* von Versicherungsgesellschaften aufgrund der steigenden Anzahl von Versicherungsnehmern, sowie
- *tiefere und liquidere Versicherungsmärkte*.

Dies wird von Bedeutung sein, wenn die Marktschwankungen zunehmen und sich der Marktwert von Vermögenswerten, die die Solvenzspanne sichern, signifikant ändert.

Bei der Bewertung der gesamten finanziellen Position eines Versicherungsunternehmens ist die Solvenzspanne nur einer der zu berücksichtigenden Parameter, hinzu kommen die Adäquanz der versicherungstechnischen Rückstellungen, das mit Vermögenswerten verbundene Risiko, das Anlagerisiko etc. Die Einbeziehung von Kriterien bezüglich der Managementkompetenz ermöglicht einen *umfassenderen Investorenschutz*.

2. Die Solvenzspanne

Eines der wichtigeren Kontrollinstrumente zur Gewährleistung des Verbraucherschutzes ist die Vorschrift für Versicherungsunternehmen, eine adäquate Solvenzspanne festzulegen¹³⁰.

Die Solvenzspanne ist eine auf EU-Ebene harmonisierte Maßnahme zur gegenseitigen Anerkennung der finanziellen Beaufsichtigung von Versicherungsunternehmen. Obwohl sie eine minimale Harmonisierung schafft, steht es den Mitgliedstaaten frei, rigidere Regelungen für jegliche von ihnen zugelassene Art von Versicherungsunternehmen zu beschließen. Versicherungsgesellschaften haben somit die Möglichkeit, das Land, in dem sie die Zulassung erlangen, frei zu wählen und bei ihrer Wahl die unterschiedlichen Regelungen in Bezug auf die Solvenzspanne zu berücksichtigen. *Dem ersten Anschein nach* entsteht somit eine Wettbewerbsverzerrung.

Die Solvenzspanne besteht aus dem gesamten Eigenkapital, das jederzeit zur Verfügung steht, um unerwartete Ausgaben bewältigen und Verbindlichkeiten gegenüber Versicherungsnehmern und Gläubigern nachkommen zu können. Der Betrag der Solvenzspanne muss an das Volumen der übernommenen Risiken gekoppelt sein. Die Bemessung der Solvenzspanne hängt wesentlich von der Methode zur Bewertung von Aktiva und Passiva ab. Aus diesem Grund wurde für Jahres- und konsolidierte Abschlüsse eine Harmonisierung der Berechnungsgrundlagen vorgenommen. Die Berechnung von versicherungstechnischen Rückstellungen erfolgt nach versicherungsstatistischen Grundsätzen, obwohl auf diese Weise keine sichere Deckung der Versicherungsansprüche und Kosten garantiert ist. Deshalb wurde eine zusätzliche Reserve als Puffer für unerwartete Kosten eingeführt.

Es wurde darauf hingewiesen, dass Konkurse von Versicherungsunternehmen nur selten aufgrund einer unzureichenden Solvenzspanne entstehen, sondern eher auf andere Faktoren zurückzuführen sind, wie Konkurs des Rückversicherers oder Fehlverhältnisse bei Investitionen oder Aktiv- und Passivbeständen. Exzessive Kosten und die Risiken rapiden Wachstums werden im aktuellen Schema zur Berechnung der Solvenzspanne nicht mit einbezogen. Elaboriertere Methoden – die momentan in Europa nicht angewandt werden – berücksichtigen diese Risiken jedoch durchaus.

Die Mindestsolvenzspanne wird gemäß den versicherten Versicherungsklassen festgelegt. Darüber hinaus ist ein Garantiefonds einzurichten, der einem bestimmten Anteil der erforderlichen Solvenzspanne entspricht. Er wird als finanzieller Betrag dargestellt, nicht als

¹³⁰ Die Berechnung der Solvenzspanne erfolgt im Bereich der Lebensversicherung nach anderen Kriterien als im Nicht-Lebensversicherungsbereich. Im ersten Fall basiert die Formel zur Berechnung auf der Höhe der technischen Rücklagen, während es sich im letzteren Fall um die höhere der beiden Formeln handelt, von den eine auf Prämien und die andere auf Versicherungsansprüchen beruht.

Prozentsatz der übernommenen Risiken. Gemäß den aktuellen Vorschlägen¹³¹ wird der Fonds gestärkt und entsprechend der Inflation indiziert. Die Aktualisierung des Fonds erfolgt *automatisch*, wodurch *flexible* rechtliche Rahmenbedingungen ermöglicht werden.

Die Vorschläge erfordern ein höheres Eigenkapital. Kleine Gegenseitigkeitsverbände werden die neuen Prämieineinkommensschwelle nicht mehr länger erreichen und ihr Anrecht auf den einheitlichen Europäischen Pass verlieren. Eine Folge der Vorschläge wird die *Anhebung der Eintrittsbarrieren* für den spezifischen Markt sein, zu der es aufgrund der gestiegenen Anforderung kommt. Die Anhebung der Eintrittsbarrieren sowie die Erhöhung der Anforderungen für die Solvenzspanne *benachteiligen insbesondere die Gründung neuer kleiner Unternehmen und stellen somit eine Benachteiligung der potenziellen Beschäftigung dar*. Die Tatsache, dass diese kleinen Unternehmen vom einheitlichen Europäischen Pass profitieren können, wenn sie die Kriterien für die Solvenzspanne erfüllen, bietet keine Kompensation für ihre nachteilige Startposition.

Kasten 2

Bei dem an Risiken orientierten Kapitalkonzept handelt es sich um eines der von der Versicherungsbranche verwendeten Modelle zur Solvenzmessung. Wesentliche Risikoelemente bei den Verbindlichkeiten werden als "Risikofaktoren" definiert. Die Solvenzspanne wird berechnet, indem Risikofaktoren mit einem Volumenmaß multipliziert und miteinander addiert werden.

Das Konzept wurde Ende der Achtzigerjahre in den USA und Kanada entwickelt, nachdem es vermehrt zu Insolvenzfällen bei Versicherungsunternehmen gekommen war. Ziel war es, die Anfälligkeit gegenüber bestimmten Risiken im Zusammenhang mit Vermögenswerten¹³², Versicherungen¹³³, Zinssätzen¹³⁴ und unternehmerischer Tätigkeit¹³⁵ messbar zu machen. Bei einem an Risiken orientierten Kapitalkonzept wird das Ergebnis mit Hilfe einer mathematischen Formel geschätzt.

Ein Vorteil dieser Methode ist, dass sie sowohl Aktiva und Passiva als auch verschiedene Risikotypen bewertet. Dennoch wurde die Methode wegen des mechanischen Ansatzes kritisiert. Sie eignet sich gut für Marktumgebungen *mit gleichartigen Produkten* (und somit auch die sich daraus ergebenden *Aktiva und Passiva*). Weniger geeignet ist sie jedoch für differenzierte Marktumgebungen, wo Versicherer mit diversen Produkten handeln, wie in Europa.

Eine der ersten Fragen, die im Zusammenhang mit der Solvenzspanne aufgeworfen wurden, war, ob ein an Risiken orientiertes Kapitalkonzept nach amerikanischem Vorbild die gängigen Formeln ablösen sollte. Empirische Untersuchungen haben bislang nicht ergeben, dass die Solvenzspanne signifikante Schwankungen aufweist und auch die Überlegenheit des an Risiken orientierten Kapitalkonzepts als Regulierungsinstrument nach amerikanischem Vorbild konnte bisher nicht nachgewiesen werden.

¹³¹ KOM(2000)634 sowie KOM(2000)617.

¹³² Das Risiko, dass eine Gesellschaft nicht den vollen Wert ihrer Anlagen erkennt.

¹³³ Das Risiko einer nicht korrekten Preisfestsetzung für die Produkte der Gesellschaft.

¹³⁴ Das Risiko, das aufgrund von Schwankungen der Zinssätze entsteht.

¹³⁵ Das Risiko in Bezug auf die Geschäftsleitung der Gesellschaft und ihre Strategie.

3. Andere Parameter

Die Herkunftsmitgliedstaaten fordern von Versicherungsunternehmen¹³⁶, versicherungstechnische Rücklagen unter Berücksichtigung des Gesamtgeschäfts durch eine Abstimmung der Vermögenswerte zu decken. Es wurden Prozentsätze festgelegt, nach denen in bestimmte Vermögenswertkategorien investiert werden muss. Da sich das finanzielle Umfeld jedoch rasch wandelt, ermöglichen die Prozentsätze keine flexiblen rechtlichen Rahmenbedingungen. Aus diesem Grund ist es *besser, die Festlegung von festen prozentualen Anteilen zu vermeiden, wenn dasselbe Ziel durch Grundsatzregelungen erreicht werden kann*.

Folglich könnte Artikel 24, Abs. 1 des Richtlinienvorschlags des Europäischen Parlaments und des Rates über Lebensversicherungen¹³⁷ zugunsten der Beibehaltung des zweiten Absatzes abgeschafft werden, der die Grundsätze und Regeln für eine Anlagestreuung festlegt. Vermögenswerte, die technische Rückstellungen decken, berücksichtigen die Art des getätigten Geschäfts und müssen adäquat gestreut werden. Zur Deckung technischer Rückstellungen sind fest definierte Vermögenswerte zugelassen, doch die Mitgliedstaaten sind berechtigt, detailliertere Regeln für in Frage kommende Vermögenswerte festzulegen.

In einigen Mitgliedstaaten sind die Kriterien zur Berechnung der Prämien für Kfz-Haftpflichtversicherungen im nationalen Recht verankert. Diese Kriterien schreiben die Koeffizienten zur Senkung oder Anhebung der Prämien über eine obligatorische Skala vor. Einerseits senken obligatorische Systeme die Unfallwahrscheinlichkeit, da sie die Vorsicht der Fahrer erhöhen und mehr Transparenz und eine bessere Vergleichbarkeit zwischen Versicherungsprodukten ermöglichen. Andererseits wird auf diese Weise jedoch der Grundsatz der Tariffreiheit für Versicherungsunternehmen missachtet.

Mit Klauseln zu obligatorischen Selbstbeteiligungssätzen bei Versicherungspolice soll der Versicherungsbetrug bekämpft werden. Als Argument für die obligatorische Selbstbeteiligung könnte auch der Schutz der Verbraucher vor einer signifikanten Prämienerrhöhung aufgrund einer großen Anzahl von zu bearbeiteten Bagatellfällen angeführt werden. Es ist jedoch fraglich, ob diese Vorschrift wirklich auf den Verbraucherschutz abzielt oder ob sie eine Beschränkung des Wettbewerbs zwischen Versicherern darstellt.

Kapitalrückzahlungsprodukte, die in einem Mitgliedstaat von einem dort zugelassenen Dienstleister vermarktet werden, sind auch in Ländern zugelassen, in denen diese Produkte nicht als Versicherungsaktivitäten betrachtet werden. Obwohl die Zulässigkeit auf dem Grundsatz der gegenseitigen Anerkennung zwischen Mitgliedstaaten beruht, legt sie den Grundstein für eine mögliche Diskriminierung inländischer Dienstleistungsanbieter, denn Anbieter, die über eine Zulassung durch ihren Herkunftsmitgliedstaat verfügen, sind berechtigt, Produkte im Ausland zu vermarkten, die von inländischen Anbietern in anderen Mitgliedstaaten nicht angeboten werden dürfen, womit sie sich einen *Wettbewerbsvorteil* verschaffen können. Weil derartige Unausgewogenheiten beim Wettbewerb die Effizienz des Versicherungsmarkts verzerren und der Grundsatz der gegenseitigen Anerkennung mit der Vorschrift der einheitlichen Zulassung kohärent ist, sind Schritte einzuleiten, um *Versicherungsprodukte*, die in der Gemeinschaft allgemein zugelassen und anerkannt werden, *zu harmonisieren*.

Die zentralen Elemente in der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die zusätzliche Beaufsichtigung der einer Versicherungsgruppe angehörenden Versicherungsunternehmen¹³⁸ zielen auf ein hohes Schutzniveau für Versicherungsnehmer

¹³⁶ Lebensversicherungsunternehmen.

¹³⁷ KOM(2000)398 endg.

¹³⁸ 98/78/EG.

sowie auf eine Verminderung der Marktverzerrungen, die sich aufgrund der Unterschiede in der Gesetzgebung der Mitgliedstaaten ergeben, ab. Die zentralen Vorschriften betreffen die zweifache Verwendung von Kapital bei der Berechnung der berichtigten Solvenzspanne der Versicherungsunternehmen, was durch die Richtlinie abgeschafft werden soll. Einige Anteile des eingezahlten Kapitals von Versicherungsunternehmen, wie Gewinnrücklagen, müssen daher in die Berechnungen für die berichtigte Solvenzspanne einfließen.

Bei der Evaluierung der Höhe der Eigenmittel einer Versicherungsgruppe müssen die Ressourcen der Muttergesellschaft dieser Versicherungsgruppe mit einbezogen werden. Die Aufsichtsbehörde muss die Transaktionen, die intern in der Versicherungsgruppe abgewickelt werden, beaufsichtigen und ist mit jeglichen Informationen zu versehen, die für zusätzliche Beaufsichtigungszwecke notwendig sind.

Die vorgeschlagene Richtlinie über die Sanierung und Zwangsliquidation von Versicherungsunternehmen¹³⁹ deckt den Konkurs von Versicherungsunternehmen mit Zweigniederlassungen in anderen Mitgliedstaaten. Das Liquidationsverfahren ist als einmaliges Verfahren geplant, das im Herkunftsmitgliedstaat eingeleitet wird, in dem das Unternehmen seinen Sitz angemeldet hat. Es unterliegt gemäß dem Grundsatz der Herkunftslandkontrolle dem Konkursrecht des Herkunftslandes.

Zum Schutz von Versicherungsgläubigern bietet der Vorschlag zwei Optionen an, zwischen denen der Mitgliedstaat im Rahmen des Liquidationsverfahrens wählen kann. Eine Option gibt Ansprüchen auf Versicherungsleistungen den absoluten Vorrang vor jeglichen anderen Ansprüchen hinsichtlich Vermögenswerten, die technische Rückstellungen repräsentieren. Die andere Option gibt den Ansprüchen bezüglich der Gesamtvermögenswerte des Unternehmens Vorrang vor jeglichen anderen Ansprüchen, mit Ausnahme von dinglichen Rechten¹⁴⁰.

Die Tatsache, dass Mitgliedstaaten bei der Liquidierung die Möglichkeit haben, zwischen zwei verschiedenen Protektionsstufen zu wählen, führt zu einer potenziell diskriminierenden Situation. Zur Harmonisierung der Vorgehensweise ist es erforderlich, nur eine Option zur Anwendung zuzulassen. Dies bietet den Vorteil, sowohl Gläubigern mit Ansprüchen auf Versicherungsleistungen einen angemessenen Schutz zukommen zu lassen, als auch andere Gläubiger des Unternehmens in einem ausgewogenen Verhältnis zu berücksichtigen. Auf diese Weise können Lohnansprüche berücksichtigt werden, was den Schutz der Beschäftigten gewährleistet.

4. Das Allgemeininteresse

Ein kontrovers diskutierter Aspekt ist das Konzept des "Allgemeininteresses", das sich aus der Rechtsprechung des Gerichtshofs entwickelt hat. Unternehmen, die in einem Aufnahmemitgliedstaat Versicherungsaktivitäten ausführen, müssen sich bei ihrer Tätigkeit nach den nationalen Vorschriften richten, um den Grundsatz des Allgemeininteresses zu beachten. Dieser definiert den Rahmen, innerhalb dessen der Aufnahmemitgliedstaat das Konzept ins Feld führen kann, damit ein Versicherungsunternehmen sich seinen nationalen Regelungen anpasst.

Zur Gewährleistung eines flexiblen, sich weiterentwickelnden Ansatzes hat der Gerichtshof bislang keine starre Auslegung des "Allgemeininteresses" vorgenommen, so dass eine

¹³⁹ Geänderter Vorschlag KOM(89) 394 endg. Abl. C 235, 06.10.1989.

¹⁴⁰ http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/insur/2k-529.htm

Finanzdienstleistungen: Kommission begrüßt politische Vereinbarung zur Liquidierung von Versicherungsinstituten.

gewisse Rechtsunsicherheit entstanden ist. Das Maß dessen, was als Allgemeininteresse betrachtet wird, ist stark von den individuellen nationalen Traditionen abhängig. Darüber hinaus impliziert das Konzept eine umgekehrte Beweislast. Kommt es zu einem Rechtsstreit, muss der Mitgliedstaat, der dem Unternehmen die Beschränkungen auferlegt, beweisen, dass die nationalen Bestimmungen die von der Kommission festgelegten Konditionen erfüllen¹⁴¹.

Die Harmonisierungsrichtlinien definieren die Mindestanforderungen des Grundsatzes des Allgemeininteresses sowie die Sektoren, die nicht in den Anwendungsbereich der Gesetzgebung fallen. Die von einem Mitgliedstaat auferlegten diskriminierenden Beschränkungen lassen sich nicht aufgrund wirtschaftlicher Erwägungen rechtfertigen. Darüber hinaus ist es erforderlich, zu prüfen, ob der Schutz des Allgemeininteresses nicht auch durch weniger einschränkende Mittel erreicht werden kann und/oder das Ziel durch Regelungen erreicht wird, denen der Dienstleistungsanbieter bereits durch die Vorschriften seines Herkunftsmitgliedstaates unterworfen ist.

Zur Minderung der Rechtsunsicherheit, die sich aus der Rechtsprechung des Gerichtshofes ergibt, und zur Vermeidung einer Überbeanspruchung der Klausel des Allgemeininteresses, wäre es von Vorteil, auf Gemeinschaftsebene eine *allgemeingültige rechtliche Definition* des Konzepts zu erstellen. Dies würde jedoch die Flexibilität des aktuellen Gesetzesansatzes teilweise beeinträchtigen. Versicherungsunternehmen stehen bereits unter der Aufsicht ihres Herkunftslandes und beachten daher bereits Bestimmungen zum Verbraucherschutz, zu Betrugsprävention, Arbeitnehmerschutz etc. Auf das Konzept des Allgemeininteresses sollte sich nur im Ausnahmefall berufen werden und es ist genauestens zu definieren, um Eingriffe in die Handlungs- und Dienstleistungsfreiheit in anderen Mitgliedstaaten zu vermeiden. Darüber hinaus ist eine Verzerrung der Wettbewerbssituation und *Benachteiligung der grenzüberschreitenden Entwicklung des Versicherungssektors* zu vermeiden.

5. Versicherungsvermittlung

Mit Einführung des "Europäischen Passes" hat das Geschäftsvolumen zugenommen; insbesondere im Bereich der industriellen und kommerziellen Großrisiken. Weniger Auswirkungen ergaben sich bei den Versicherungen für Privatpersonen, da für Vermittler keine rechtlichen Rahmenbedingungen existieren, die ihnen die bestmögliche Nutzung der Grundfreiheiten ermöglichen. Vermittler¹⁴² sind daher nicht in der Lage, den Bedürfnissen derjenigen Verbraucher, die Risiken in anderen Mitgliedstaaten versichern möchten, voll und ganz zu entsprechen. Versicherungsvermittler sind noch immer nationalen Rechtsvorschriften unterworfen und es existieren keine klaren Verpflichtungen für Vermittler, die in grenzüberschreitenden Segmentmärkten agieren. Diese Marktsegmentierung verwehrt Versicherungsnehmern, Firmen und Individuen den Zugang zu einem breiteren Produktspektrum. Das vorgeschlagene einheitliche Registrierungssystem für Vermittler wird *eine Verbesserung des Schutzes der Verbraucherinteressen und der grenzüberschreitenden Aktivitäten ermöglichen*.

Momentan enthält ausschließlich Richtlinie 77/92/EWG Bestimmungen, die Vermittler im Versicherungswesen binden. Sie nimmt keine Harmonisierung der Berufsanforderungen für Agenten oder Makler vor, sondern bestimmt Maßnahmen zur Erleichterung der Freizügigkeit

¹⁴¹ Europäische Kommission, Auslegungsmitteilung der Kommission, "Freier Dienstleistungsverkehr und Allgemeininteresse im Versicherungswesen", Brüssel, 02.02.2000, S. 22.

¹⁴² Makler, Generalagenten, Banken etc.

dieser Vermittler innerhalb der Gemeinschaft. Daran anschließende Gemeinschaftsregelungen¹⁴³ stellen folgende Anforderungen an Versicherungsvermittler:

- Besitz der notwendigen allgemeinen, kaufmännischen und fachlichen Kenntnisse und Fähigkeiten;
- Berufshaftpflichtversicherung;
- guter Leumund;
- finanzielle Leistungsfähigkeit.

Über die Berufshaftpflichtversicherung kann ein Kunde, der der Fahrlässigkeit eines Vermittlers zum Opfer fällt, Schadenersatz erhalten. In dem Richtlinienvorschlag wird ein fester Betrag festgelegt, *doch um die Flexibilität der Gesetzgebung zu gewährleisten, empfiehlt es sich eher*, eine Entschädigung von 100 % zu garantieren. Gleichmaßen sollte als zusätzlicher Schutz vor dem potenziellen Konkurs eines Vermittlers und dem Verlust der Prämien, die vom Versicherungsnehmer an den Makler bezahlt werden, die Solvenz des Vermittlers gewährleistet sein.

Eine kürzlich vorgeschlagene Richtlinie über Versicherungsvermittlung¹⁴⁴ macht die Registrierung von einem beruflichen Mindestanforderungspaket abhängig, das für alle juristischen oder natürlichen Personen, die die Geschäftstätigkeit der Versicherungs- oder Rückversicherungsvermittlung aufnehmen oder weiterführen, obligatorisch ist. Die Beaufsichtigung beruht auf dem Grundsatz der Herkunftslandkontrolle.

Aufgrund der großen Anzahl an Vermittlern wurde für diesen Berufsstand das Registrierungssystem einem offiziellen Zulassungssystem vorgezogen. Die Registrierung muss in dem Mitgliedstaat vorgenommen werden, in dem sich der registrierte Geschäftssitz der juristischen Person bzw. die zentrale Verwaltungsbehörde für die natürliche Person befindet. Die Vorschrift soll Vermittlern die Möglichkeit nehmen, strengere Regelungen in dem Mitgliedstaat, in dem sie niedergelassen sind, zu umgehen.

Im Interesse des Verbraucherschutzes wäre es sinnvoll, jeden Versicherungsunternehmer in die Zielgruppe der Richtlinie aufzunehmen, da insbesondere kleine Vermittler Schwierigkeiten im Bereich der finanziellen Solidität haben können.

Nicht in jedem Mitgliedstaat existiert eine Unterscheidung von Agenten und Maklern, weshalb eine Unterscheidung nach dem *Risikotyp*, den der Vermittler versichert, zu mehr Konsistenz führt.

In Bezug auf die für Kunden bereitgestellten Informationen entscheiden die Vermittler, ob eine Kundenberatung angeboten wird und wer im Fahrlässigkeitsfall haftet. Der Vermittler sollte eine angemessene Beratungs- und Haftungsfunktion übernehmen, denn gerade in Zukunft wird das Geschäft vermutlich weit mehr auf der Erbringung von verwandten Dienstleistungen als nur dem Absatz von Produkten beruhen.

6. Künftige Entwicklungen

Die Auswirkungen der vorgenannten Vorschläge und Richtlinien werden allmählich in Form eines verstärkten Wettbewerbs auf den nationalen Märkten und einer stärkeren Produktdifferenzierung sichtbar. Mehr Innovationen waren insbesondere als Ergebnis der Abschaffung von Kontrollen, wie der von Aufsichtsbehörden erteilten Genehmigung von

¹⁴³ Empfehlung 92/48/EWG vom 18. Dezember 1991.

¹⁴⁴ Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Versicherungsvermittlung, Brüssel (20.09.2000).

Policen- und Tarifvorschriften, möglich. Einzelpersonen und Unternehmen werden ermutigt, grenzüberschreitend angebotene Produkte zu kaufen.

Das größte verbleibende Hindernis ist auf die Schwierigkeiten zurückzuführen, die ein Versicherungsunternehmen bei der genauen Bewertung des Risikos in anderen Mitgliedstaaten haben kann, weshalb es zu Problemen bei der Festlegung adäquater Prämiengebühren für Versicherungsverträge kommen kann. Die Investitionen für eine exakte Bewertung der in einem anderen Mitgliedstaat getragenen Risiken rechtfertigen nicht per se den grenzüberschreitenden Vertrieb von Produkten. Zukunftsweisend sind in diesem Zusammenhang die neuen Technologien, die die Fernverkaufsmöglichkeiten verbessern, wie den Direktverkauf von Produkten über das Internet, und möglicherweise zu einer Senkung der für einen Marktzugang erforderlichen Investitionen führen.

Innerhalb der Union sind aufgrund der unterschiedlichen Ausprägungen der nationalen Märkte noch starke Preisgefälle vorhanden. Auch Unterschiede in der Besteuerung stellen ein Hindernis dar, insbesondere dort, wo das nationale Recht keine Steuerabzüge für Lebensversicherungsprämien aus Verträgen gestattet, die mit einem nicht auf dem Staatsgebiet ansässigen Versicherer geschlossen wurden.

Versicherungsgesellschaften waren aus verschiedenen Gründen zögerlich bei der Gründung von Internet-Präsenzen. Aufgrund der Komplexität der Produkte ziehen Kunden eine persönliche Beratung einer virtuellen Bestellung vor. Grenzüberschreitende Dienstleistungen, die von Versicherungsunternehmen als e-Commerce-Produkte angeboten werden, unterliegen zwar den Bestimmungen der Dienstleistungsfreiheit. Doch im Rahmen der gegenwärtigen Rechtsvorschriften für den Versicherungssektor wird die Verwendung neuer Technologien und elektronischer Netzwerke nur sehr begrenzt behandelt. Der Standort der technischen Einrichtungen zur Erbringung der Dienstleistung ist nicht der Mitgliedstaat, in dem der Versicherer, der das Geschäft ausführt, niedergelassen ist, sondern der Mitgliedstaat, in dem das Versicherungsunternehmen niedergelassen ist, mit dem ein Versicherungsvertrag abgeschlossen wurde.

Die derzeitigen rechtlichen Rahmenbedingungen basieren auf dem Konzept einer realen Zweigniederlassung. Wenn die künftige Entwicklung auch rein "virtuelle" Zweigniederlassungen ermöglicht, die Entscheidungen ohne Kontaktaufnahme mit der Muttergesellschaft treffen, wird diese Gesetzgebung revidiert werden müssen.

Letzthin ist ein einheitlicher Ansatz für eine Beaufsichtigung von Finanzkonglomeraten zu entwerfen.

KAPITEL III – RISIKOKAPITAL

Die Bedeutung eines gesamteuropäischen Risikokapitalmarktes für die Schaffung von Arbeitsplätzen ist schon häufig dargelegt worden. Der Risikokapitalmarkt ist insbesondere – trotz der im Vergleich zu anderen Finanzmärkten bescheidenen Größe – als Kapitalquelle für innovative und im Anfangsstadium befindliche Unternehmen äußerst wichtig.

Dies wird durch empirische Erkenntnisse aus den USA belegt. Abgesehen von seinem Einbruch im Verlauf des Jahres 2000, hat sich der Nasdaq-Aktienmarkt mehr als 25 Jahre lang gut entwickelt und als entscheidend für die Finanzierung schnell wachsender Unternehmen in den USA erwiesen, da er kleinen und mittleren Unternehmen Zugang zu Wagniskapital ermöglicht. Die europäischen Risikokapitalmärkte haben sich erst in jüngerer Zeit entwickelt und können noch kein vergleichbares Kapitalpotenzial für neue Unternehmen anbieten.

Die wichtigsten Bedingungen für Unternehmer, um ihre Geschäftsmodelle und Produkte in kürzester Zeit effizient entwickeln zu können, sind der Zugang

- zur *richtigen Finanzierung*
- innerhalb eines *angemessenen Zeitrahmens* und
- mit den *passenden Beratungsfunktionen*.

Dies bedeutet, dass Unternehmer Zugang brauchen zu

- Ansubfinanzierung¹⁴⁵ und Startkapital¹⁴⁶, um geschäftlich tätig zu werden,
- Zwischen- und Entwicklungsfinanzierung¹⁴⁷ zur geschäftlichen Expansion, wenn die Produktion die kritische Masse erreicht, und schließlich
- privaten oder institutionellen Anlegern¹⁴⁸, um die Gesellschafterbasis zu erweitern und die Kontrolle des Managements zu diversifizieren. Im letztgenannten Stadium ist die Unterstützung durch liquide und fundierte Primär- und Sekundärmärkte erforderlich, um Aktien emittieren und handeln zu können.

Der Risikokapitalmarkt in der EU hat in den letzten Jahren eine starke Performance gezeigt. Diese günstige Entwicklung erstreckt sich auf alle Segmente, d. h. auf Investitionen durch Business Angels, Wagniskapitalinvestitionen und den wachstumsstarken Aktienmarkt¹⁴⁹.

Wagniskapital beschränkt sich nicht auf die Bereitstellung von Kapital, sondern umfasst auch Beratung in den Bereichen Technologie und Management. Es handelt sich dabei um eine Teilmenge von privatem Beteiligungskapital und umfasst Investitionen für Start, Frühentwicklung, Expansion und Restrukturierung eines Unternehmens. In Europa wird der Begriff allgemein für privates Beteiligungskapital verwendet, einschließlich Management Buyout und Buyin (MBO/MBI).

¹⁴⁵ Ansubfinanzierung zum Erforschen, Entwickeln und Auswerten eines neuartigen Konzepts, bevor ein Unternehmen die Startphase erreicht; in der Regel von Inkubatoren, Gründern oder Business Angels zur Verfügung gestellt.

¹⁴⁶ Finanzierung, die für Produktentwicklung und Anfangsmarketing zur Verfügung gestellt wird. Ziel ist es, Unternehmen zu fördern, die dabei sind, geschäftlich tätig zu werden, oder bereits geschäftlich tätig sind, aber ihr Produkt noch nicht kommerziell vertreiben.

¹⁴⁷ Finanzierung, die einem Unternehmen für künftiges Wachstum und Expansion zur Verfügung gestellt wird.

¹⁴⁸ Zu institutionellen Anlegern zählen Versicherungsunternehmen, Investment- und Pensionsfonds.

¹⁴⁹ Die so genannten Neuen Märkte.

Echte Wagniskapitalgeber stecken zudem nicht einfach Geld in ein Unternehmen und warten auf die Rendite. Sie engagieren sich als Board-Mitglieder und Berater des Managements, um die Ausarbeitung von Geschäftsplänen zu unterstützen.

In der Mitteilung der Kommission von April 1998, "Risikokapital: Schlüssel zur Schaffung von Arbeitsplätzen in der Europäischen Union",¹⁵⁰ werden sechs Hemmnisse für die Entwicklung der europäischen Risikokapitalmärkte genannt:

- Marktfragmentierung,
- institutionelle und ordnungspolitische Rahmenvorschriften,
- Besteuerung,
- die geringe Zahl kleiner und mittlerer Hochtechnologieunternehmen in der EU,
- Arbeitskräftemangel und
- kulturelle Grenzen.

Neben der mangelnden Transparenz auf dem Risikokapitalmarkt und der begrenzten Wechselbeziehung zwischen Risiko und Rendite gibt es in der Europäischen Union eine relativ schwach entwickelte Unternehmerkultur. Dies unterstreicht die Notwendigkeit, die Bedingungen und Verfügbarkeit von Risikokapital auf den europäischen Märkten zu verbessern. Die grenzüberschreitenden Aktivitäten in der EU sind beschränkt, und es zeigt sich eine relativ bescheidene Transaktionsgröße.

Um einen dynamischen Wagniskapitalmarkt für alle Entwicklungsphasen eines Unternehmens zu schaffen und eine Ausrichtung auf spitzentechnologische Investitionsmöglichkeiten mit hohem Risiko zu erzielen, müssen auf Ebene der Gemeinschaft und der Mitgliedstaaten Maßnahmen mit den folgenden Zielsetzungen ergriffen werden:

- Stärkere Entwicklung spezialisierter Aktienmärkte und besserer Zugang zu diesen;
- Förderung der Unternehmerkultur in Aus- und Weiterbildung;
- Abbau bürokratischer Hemmnisse und Vereinfachung der Unternehmensgründung, insbesondere grenzüberschreitend;
- Stärkung steuerlicher Anreize für Frühfinanzierung;
- Entwicklung von Netzwerken und Clustern zwischen Hochschulen, Forschungszentren sowie Finanzexperten und Beratern;
- Schaffung eines formalen Netzwerks für Business Angels;
- Förderung innovativer Arbeitnehmerbeteiligungen und
- Einführung von Anreizen für die Einstellung von Mitarbeitern in jungen Unternehmen.

Die Gemeinschaft führt auch eine Reihe von Finanzierungsprogrammen durch, um die Mobilisierung von Kapital für innovative Unternehmen in Bereichen anzuregen, in denen es an privaten Investitionen fehlt: "Seed Capital" (CREA, die von der Kommission im November 1998 gestartete neue Seed Capital Aktion); Innovation (Pilotprojekt "Innovation and Technology Equity Capital (I-TEC)") und andere Maßnahmen zur Förderung der Zusammenarbeit zwischen Kapitalgebern, Forschern und der Industrie im Zuge des Rahmenprogrammes Forschung und Entwicklung); KMU in den Frühphasen (Luxemburger Wachstums- und Beschäftigungsinitiative mit drei Pfeilern: einer Risikokapitalfazilität (ETF-Startkapitalprogramm), Finanzbeiträgen zur Errichtung transnationaler Gemeinschaftsunternehmen (Joint European Venture) und einer Bürgschaftsfazilität (KMU-Bürgschaftsfazilität)). Aus den EU-Strukturfonds,

¹⁵⁰ SEC(98)552.

insbesondere dem Europäischen Fonds für regionale Entwicklung (EFRE), werden über operationelle Mehrjahresprogramme der Mitgliedstaaten Maßnahmen mitfinanziert, die KMU in den wirtschaftsschwächsten Regionen der Europäischen Union den Zugang zu Wagniskapital erleichtern sollen. Außerdem wirkt der Europäische Investitionsfonds (EIF) als Katalysator bei der Finanzierung von Wagniskapitalfonds, die sich auf Investitionen in der Frühphase der Unternehmensentwicklung und auf Investitionen in technologieorientierte Unternehmen konzentrieren, während die Europäische Investitionsbank (EIB) über ihre neue Operationen mit Risikoteilung eine führende Finanzierungsquelle ist, die noch durch die vom Europäischen Rat in Köln geforderte Bereitstellung einer weiteren Milliarde € für den Zeitraum 2000-2003 verstärkt wird. [KOM(1999)493-DE]

Neben den Maßnahmen auf Gemeinschaftsebene sind in einigen Mitgliedstaaten Initiativen ergriffen worden, um Wagniskapitalfonds für Investitionen in Spitzentechnologieunternehmen einzurichten. Ihr Ziel ist es, zu verstärkten Investitionen in Startup-Unternehmen zu ermutigen. Die von Unternehmen aus dem privaten Sektor verwalteten Wagnisfonds gewinnen Kapital aus unterschiedlichen Quellen, sowohl von Regierungen als auch von Finanzinstituten. Dadurch wird verhindert, dass Fonds direkt Unternehmen zugewiesen werden; die Investition wird aber in ihre Richtung geleitet. Die Tatsache, dass die Finanzierung aus unterschiedlichen Quellen in einem Wagnisfonds zusammengeführt wird, vermeidet die mit direkten staatlichen Hilfen verbundenen Probleme.

Dennoch wird in einigen europäischen Staaten Wagniskapital stark vom öffentlichen Sektor dominiert. Allerdings haben Regierungsbehörden nicht die Voraussetzungen, mit Hochrisikokapital umzugehen: zum einen, weil sie sich nicht an der Unternehmensführung in der Gründungsphase beteiligen können; zum anderen, weil Behördenvertreter häufig politischen Druck verspüren, in bestimmte Projekte und kritische Bereiche zu investieren. Es sollte vielmehr ein ermutigenderes Steuerumfeld für die Beteiligung des privaten Sektors geschaffen werden: Die Steuerbemessungsgrundlage muss erweitert werden, und die Steuersätze müssen gesenkt werden.

Kleine und mittlere Unternehmen sind der Motor der Arbeitsmarktentwicklung. Drei Viertel der Arbeitskräfte in der Gemeinschaft sind bei kleinen und mittleren Unternehmen beschäftigt, und es wurde festgestellt, dass ein erheblicher Teil des investierten Risikokapitals in die Rekrutierung fließt. Darüber hinaus erweisen sich informelle Investoren wie Business Angels oder Inkubatoren¹⁵¹ beim Investment erfolgreicher als formelle Investoren. Aus diesem Grund sind Vorschläge, ein System öffentlich finanzierten Risikokapitals einzuführen, selbst für Sektoren mit fehlendem Privatkapital nicht geeignet. In allen Fällen öffentlicher Mittelbereitstellung müssen die möglichen Vorteile den Risiken einer Marktverzerrung und einer Verdrängung des Privatsektors gegenübergestellt werden.

1. Zugang zu spezialisierten Aktienmärkten

Zur Entwicklung wachstumsstarker Unternehmen ist es entscheidend, dass sie Zugang zu spezialisierten Aktienmärkten erhalten und ihre Aktien in den Handel bringen können. Die

¹⁵¹ Ein Inkubator legt seine schützende Hand über aufblühende Unternehmer und engagiert sich in allen Phasen ihrer Entwicklung. Dafür erhält er eine ähnliche Kapitalbeteiligung wie ein Wagniskapitalgeber, allerdings zu einem geringeren Preis, da er früher investiert. Die meisten Inkubatoren kümmern sich um das Startup-Unternehmen im eigenen Haus; sie stellen Büroraum, Ausstattung, Beratung, Personal und Geldmittel zur Verfügung. Dieser praktische Ansatz zielt darauf ab, erfolgreiche Unternehmen zu produzieren, die den Inkubator als selbständige Wirtschaftseinheit verlassen können. Wenn es einem Startup nach einer gewissen Zeit –zwischen sechs Monaten und einem Jahr– nicht gelingt, Finanzmittel für die zweite Runde zu beschaffen, wird es vom Inkubator sich selbst überlassen. Vgl. <http://www.ft.com/specials/sp9a42.htm>.

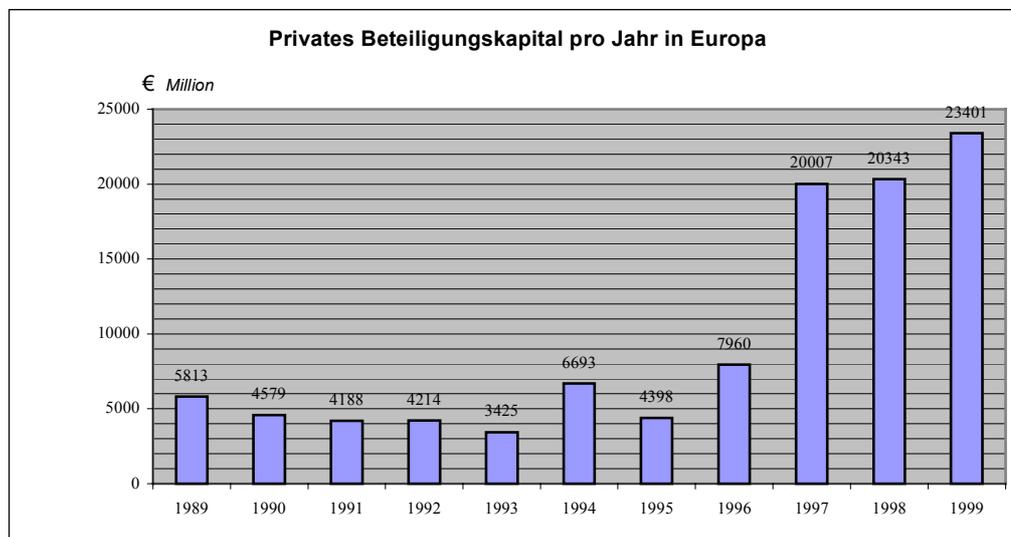
derzeit zwischen europäischen Börsen diskutierten Fusionen zur Schaffung gesamteuropäischer Märkte für Hochwachstums- und Blue-Chip-Werte könnten die Fragmentierung der europäischen Märkte deutlich vermindern und zu einer größeren Spezialisierung führen. Fragmentierung ist eine Eigenschaft, die Anleger schon seit langem besorgt und einen relativen Vorteil für die USA darstellt. EASDAQ¹⁵², AIM¹⁵³, Euro-NM¹⁵⁴ und andere Kapitalmärkte tragen zu einer zunehmenden Spezialisierung der Märkte und zu veränderten Schwerpunkten bei – weg von einer nationalen Ausrichtung, hin zu einer sektoralen und spezialisierten Grundlage.

Um Zugang zu Kapitalmärkten zu erhalten, müssen auch kleine und mittlere Unternehmen für eine hohe Transparenz sorgen. Für eine Notierung an der Börse müssen sie deshalb standardisierte Abschlüsse, einheitliche Dokumentation und Offenlegung gewährleisten sowie auf entsprechendes Know-how zugreifen können. Es ist eine Harmonisierung bei den Bilanzierungs- und Besteuerungsgrundsätzen sowie den Börsenplattformen erforderlich.

Einer der wesentlichen Unterschiede zwischen **Online-Anlegern** in den USA und Europa ist, dass Letztere anspruchsvoll, aber selten sind. In der Regel investieren solche Europäer vor allem in US-Märkte. Der Anspruch der US-Anleger andererseits mag nicht immer hoch sein; sie sind aber zahlreich und investieren großzügig.

Das Internet stellt Informationen über Wagniskapital zur Verfügung und schafft sogar die Möglichkeit, auf Fonds online zuzugreifen. Dank den jüngsten Entwicklungen im Bereich des elektronischen Aktienhandels durch elektronische Handelssysteme können Unternehmen ihre Aktien rund um die Uhr und um den Globus notieren und handeln lassen, was die Kosten der Kapitalbeschaffung verringern wird.

Abbildung 10



Quelle: EVCA, Yearbook 2000

Das Internet ist zum Online-Handel börslich notierter Aktien (z. B. e-Broking/e-Trading) oder Online-Erstaussagen weit verbreitet. Dadurch lassen sich Konsortial-, Kommissions- und Rechtsberatungskosten senken, während sich andererseits eine hohe Flexibilität ergibt. Solche

¹⁵² European Association of Securities Dealer Automated Quotation – Brüssel.

¹⁵³ Alternative Investment Market der Londoner Börse.

¹⁵⁴ Allianz zwischen Nouveau Marché (Paris), Neuer Markt (Frankfurt), Nouveau Marché (Brüssel) und Nieuwe Markt (Amsterdam).

Systeme verbessern die Aktienkultur einer Gesellschaft. Die heute gebräuchlichsten Systeme für den Online-Handel fallen in zwei Kategorien:

- Die erste Gruppe arbeitet mittels Spracherkennung und kann von jedem Festnetz- oder Mobilanschluss ohne zusätzliche Telefonkosten genutzt werden. Mit diesen Systemen sind Bank- und Handelsgeschäfte möglich.
- Die zweite Gruppe ist über elektronische Netzwerke zugänglich und ermöglicht mit Hilfe einer Software-Anwendung die Überwachung der an internationalen Börsen notierten Aktien in Echtzeit. Diese Software stand früher nur professionellen Maklern zur Verfügung.

Seit seinen Anfängen 1995 hat der Online-Aktienhandel in den USA und in Europa exponentiell zugenommen, auch wenn der amerikanische Ansatz relativ gesehen viel breiter ist. Es gibt zwei Hauptanliegen. Zum einen die Notwendigkeit einer Aufklärungskampagne, wie man Investitionen online tätigt und auswählt.

Das zweite Anliegen betrifft Websites mit Ratschlägen, wie man online investiert, welche Wertpapiere man kaufen sollte und warum. Die Schwierigkeit ist, Handel und Beratung voneinander zu trennen. Zur ersten Tätigkeit zählt das direkte Engagement in Finanzinvestitionen; dazu benötigen Makler eine Zulassung. Wer nur beratend tätig ist, benötigt hingegen keine Zulassung. In der Praxis ist es allerdings nicht einfach, die beiden Funktionen zu trennen. Ab welchem Punkt bedeutet Beratung eine Übernahme von Verantwortung? Die Tatsache, dass die Aufsichtsbehörden keine Amtsgewalt über beratende Personen haben, stellt vermutlich ein Schwachpunkt im derzeitigen System zur Regulierung der Wertpapiermärkte dar.

2. Besteuerung

Die für Risikokapital und Eigenkapitalinstrumente geltenden Besteuerungsvorschriften sind von entscheidender Bedeutung, um die Investitionsneigung auf Nachfrage- und Angebotsseite bestimmen zu können. Die Besteuerung von Verbindlichkeiten ist in Europa in der Regel niedriger als die Besteuerung von Kapitaleinkommen; und Europa ist stärker von Fremd- als von Eigenfinanzierung abhängig. Dies schafft eine Gelegenheit, die derzeitige Position umzukehren, indem man die Besteuerung von Kapitaleinkommen (Dividenden) senkt und die Steueranreize für Risikoinvestitionen erhöht. Dies wäre in Übereinstimmung mit dem allgemeinen Ziel, Unternehmertum und die Schaffung von Arbeitsplätzen zu fördern.

Die Kapitalertragsteuer wirkt sich auch auf die Kapitalrendite aus und beeinflusst die Investmententscheidungen privater und institutioneller Anleger. Darüber hinaus wirkt sie sich auf alle Lohn- und Gehaltszahlungen aus, die in Form von Vermögenswerten erfolgen. Startup-Unternehmen, die anfangs noch keine hohen Gehälter zahlen können, bieten häufig **Aktienoptionen** als Teil der Gehaltsvereinbarung.

Durch Aktienoptionen erhalten Mitarbeiter das Recht, nicht aber die Verpflichtung, eine bestimmte Aktienmenge des Unternehmens, bei dem sie beschäftigt sind, zu einem festgesetzten Preis zu erwerben. Dieses Recht muss innerhalb eines bestimmten Zeitraums genutzt werden. Diese Systeme erhöhen die Motivation und die Produktivität der Mitarbeiter, indem sie eine direkte Verknüpfung zwischen dem Gehalt und den Unternehmensergebnissen schaffen. Darüber hinaus fördern sie Kooperation und Informationsaustausch im Unternehmen. Auf europäischer Ebene tragen solche Systeme zu einer stärkeren Entwicklung von Beteiligungsformen der Arbeitsorganisation bei.¹⁵⁵ Aktienoptionen sind in

¹⁵⁵ Europäische Kommission, *Europäische Wirtschaft*, "Risikokapital: Umsetzung des Aktionsplans", Nr. 12 – Dezember 1999.

Hightech-Unternehmen weit verbreitet. Sie sind ein Mittel zur Gewinnung talentierter Mitarbeiter, selbst wenn Unternehmen in frühen Entwicklungsstadien noch keine hohen Gehälter zahlen können. Sie fördern auch die Flexibilität bei Gehältern.

Dennoch sind Aktienoptionen in Europa aufgrund ungünstiger Besteuerungsvorschriften unterentwickelt (sowie aufgrund von Vorbehalten der Eigentümer, vor allem in Familienunternehmen). Zwei Aspekte müssen hinsichtlich des aktuellen Besteuerungssystems beachtet werden.

- Der erste Aspekt betrifft den **Moment, zu dem Anleger steuerpflichtig werden**. Je nach Steuersystem sind die Steuern auf Aktienoptionen zum Zeitpunkt der Optionsgewährung, der Optionsausübung oder beim Verkauf der Basisaktie zu zahlen. In den ersten beiden Fällen wird die begünstigte Person steuerpflichtig, bevor sie eine Leistung erhält.
- Der zweite Aspekt betrifft die **Steuerart**, der die begünstigte Person unterliegt. Einkommensteuern sind häufig höher als Kapitalertragsteuern¹⁵⁶. Dies bedeutet, dass die Besteuerung von Aktienoptionen diese für die Arbeitnehmer unattraktiv machen kann. Die am besten geeignete Besteuerungsart liegt vor, wenn die begünstigten Personen zum Zeitpunkt des Verkaufs der zugrunde liegenden Aktien der Kapitalertragsteuer unterliegen.¹⁵⁷

3. Business Angels

Investoren können in manchen Startup-Unternehmen spektakuläre Renditen erzielen, dies spiegelt aber auch die eingegangenen Risiken wider – denn 80% solcher Unternehmen scheitern. Darüber hinaus müssen Wagniskapitalfonds in der Regel erhebliche Beträge investieren, um das Projekt, die Technologie, den Markt und das Management zu bewerten und um die Entwicklung zu beobachten.

Bei kleineren Beträgen sind Business Angels die am besten geeignete Finanzquelle. Da es sich dabei um Einzelpersonen mit Kompetenz und zumeist direkter persönlicher Erfahrung in der entsprechenden Branche handelt, sind sie zu dem Risiko bereit, in Unternehmen im Anfangsstadium finanzielle Ressourcen sowie Zeit und Fachwissen zu investieren. Solche wohlhabenden Einzelpersonen haben häufig selbst unternehmerische Erfahrung. Sie sind in Finnland, den Niederlanden und Großbritannien häufig zu finden.

Allerdings ist der derzeitige Marktmechanismus zur Regelung von Nachfrage und Angebot solcher Business Angels ineffizient und von Zufällen abhängig. Die Kontaktaufnahme zu Business Angels ist in der Regel schwierig und zeitaufwändig. Es sollten ein aktives Netzwerk, wie z. B. das European Business Angels Network (EBAN), und eine entsprechende Website eingerichtet werden. Der Aufbau einer Website mit umfassenden Informationen zu Risikokapital unter einem Dach ist wichtig, um einen klaren Zugangspunkt zu schaffen – für Projekte, die Wagniskapital suchen, und für die verschiedenen in der Gemeinschaft verfügbaren Kapitalquellen.

Falls keine Business Angels zur Verfügung stehen – sei es aus mangelndem Interesse am jeweiligen Unternehmen oder aufgrund ihrer eingeschränkten Zahl – kann mitunter auf Familiensparnisse und Darlehen zurückgegriffen werden.

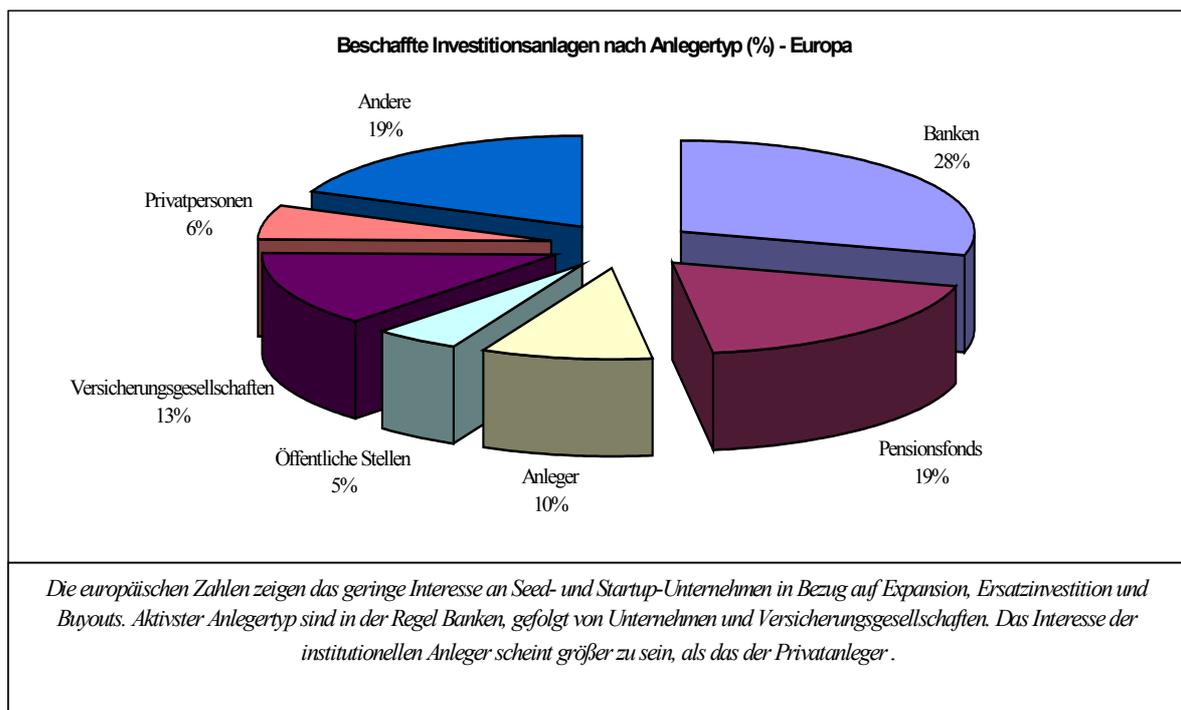
¹⁵⁶ Steuer auf die Differenz zwischen dem Kaufpreis und dem Ausübungskurs der Aktienoption.

¹⁵⁷ Europäische Kommission, "Risikokapitalmärkte: Schlüssel zur Schaffung von Arbeitsplätzen in Europa – Von der Zersplitterung zur Integration", *Euro Papers*, Nr. 32, Januar 1999.

4. "Clustering"

"Clustering" umfasst die Zusammenführung aller Persönlichkeiten, die mit Wagniskapital zu tun haben, von Forschern an Universitäten bis hin zu Anbietern und Vermittlern von Wagniskapital. Insbesondere die Verbindung zur akademischen und industriellen Forschung ist die Hauptquelle für potenzielle neue Unternehmen und zukünftige Beschäftigungsmöglichkeiten.

Abbildung 11



Quelle: European Venture Capital Report

Diese Dynamik fehlt in Europa fast vollständig, mit zwei direkten Folgen:

1. Viele gute europäische Ideen enden in den USA, wo die Bedingungen günstiger sind.
2. Kleine und mittlere Unternehmen schöpfen ihr Potenzial bei der Schaffung von Arbeitsplätzen bei weitem nicht aus.

Es muss ein Mechanismus entwickelt werden, mit dem finanzielle und unternehmerische Kapazitäten in der Union gehalten werden können. Dies kann auf mehrere Arten erreicht werden:

- ◆ Entwicklung eines europäischen Wagniskapitalmarktes,
- ◆ Gewinnung von ausländischem Wagniskapital, oder
- ◆ Umsetzung beider Maßnahmen und Schaffung eines *internationalen* Wagniskapitalmarktes, auf dem internationale Quellen Risikokapital anbieten.

5. Aus- und Weiterbildungssystem

In Europa sind die Ersparnisse weitaus höher als in den USA, aber es mangelt an Willen und Mechanismen, sie zu investieren.

Ein Hauptproblem ist die hohe Risikoscheu europäischer Anleger, die sich wiederum selbst verstärkt. Die Investitionsneigung ist zumeist an die Erwartung hoher Renditen geknüpft. Angesichts der hohen Risikoscheu erfolgen Investitionen nur dann, wenn sehr hohe Renditen

erwartet werden können. Doch je höher die Erwartungen, desto größer die Wahrscheinlichkeit, dass sie unerfüllt bleiben werden. Die Kluft zwischen erwarteter und tatsächlich erzielter Rendite verstärkt dann die Risikoscheu der Anleger weiter.

Die hohe Risikoscheu europäischer Anleger hat zahlreiche Gründe:

- ◆ Die abschreckenden rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen für Risikokapital.
- ◆ Die extrem negativen Erfahrungen im Falle eines Scheiterns, das als Zeichen der Unfähigkeit des Managements oder aber seiner übertriebenen Risikobereitschaft aufgefasst wird – und nicht als Teil eines "Learning-by-doing"-Prozesses.
- ◆ Arbeitnehmer geben sichere Stellen nur ungern auf, um ein eigenes Unternehmen zu gründen.
- ◆ In südeuropäischen Ländern wie Italien gibt es eine Kultur kleiner Familienunternehmen, in denen sehr stark darauf geachtet wird, die Kontrolle über den Entscheidungsprozess zu behalten. Anbieter von Wagniskapital sind nicht willkommen, da man fürchtet, die Kontrolle an sie zu verlieren.

Solche Faktoren erklären teilweise, warum kleine und mittlere Unternehmen in Europa unterkapitalisiert sind. Ihr Verschuldungsniveau ist im Durchschnitt doppelt so hoch wie ihre eigenen finanziellen Mittel. Zum Mangel an spezialisierten Wagniskapitalmärkten tritt die Tatsache, dass Unternehmer zumeist nur ungern Kapitalanteile an ihren eigenen Unternehmen abtreten.

Die fehlende Aktienkultur europäischer Anleger und ihre Vorliebe für schuldrechtliche Wertpapiere als sichere Investitionen erklären, warum in Europa Investitionen in Lebensversicherungen und vor allem in Einlagen überproportional hoch sind.

Darüber hinaus beschäftigte man sich in europäischen Bildungssystemen traditionell nur selten mit Unternehmertum; aber Verbesserungen sind auf dem Weg. In der Altersgruppe zwischen 14 und 18 Jahren treten so genannte "Baby Trader" auf, die eine der riskantesten und rentabelsten Methoden verfolgen – "Stock Picking" an den Börsen. Die Junganleger erhalten in der Regel einen Kapitalstock von ihren Eltern, mit dem sie arbeiten müssen.

Eine der besten Initiativen aus den USA, die auch in Europa entwickelt werden sollte, ist die Einführung von Schulunterricht zu Verwaltung und Handel von Aktien. Dazu sollten Simulationsprojekte gehören, in denen sich die Jugendlichen mit den Vorschriften im Aktienhandel vertraut machen können, sowie Wettbewerbe zwischen Junghändlern verschiedener Schulen oder Universitäten.

Um die Möglichkeiten der Informationstechnologie vollständig zu nutzen, muss die Gemeinschaft eine weit verbreitete Unternehmerkultur schaffen und die Qualifikationen und die technische Kompetenz von Arbeitnehmern und potenziellen Arbeitskräften verstärken. In Bereichen, die hohe Qualifikationen erfordern, übersteigt das Arbeitsplatzangebot die Nachfrage, da es an qualifizierten Arbeitnehmern mangelt. Die Informationstechnologie¹⁵⁸ ist eine der dynamischsten Branchen in der Gemeinschaft und repräsentiert derzeit über 15% ihres BIP. Sie wächst zudem weitaus stärker als andere Branchen. Sie hat ein hohes Beschäftigungspotenzial, da sie neue Geschäftsmöglichkeiten schafft. Neue Marktnischen ergeben sich, für die wiederum neue Unternehmer gefunden werden müssen.

Im letzten Jahrzehnt hat sich der Abfluss qualifizierter Arbeitnehmer aus Europa in die USA verstärkt. Aus diesem Grund sind strukturelle Maßnahmen für junge und ältere Menschen

¹⁵⁸ Mobiltelefone, Digitalfernsehen, Internet, audio-visuelle Dienstleistungen, Computernetze, Fernverteilung optischer Netzwerke usw.

notwendig, um die Erstgenannten auszubilden und die Letztgenannten erneut zu qualifizieren. Diese beiden Gruppen sind zudem miteinander verknüpft: Die erneute Qualifizierung älterer Arbeitnehmer ist einfacher, wenn bereits in der Schule eine gewisse Flexibilität vermittelt wurde. Die Ergebnisse können auch das Unternehmertum insgesamt stärken.

Außerdem müssen Produkte der Informationstechnologie zu niedrigen Preisen angeboten werden, um in allen Bevölkerungsschichten eine hohe Durchdringung zu erzielen. Der Kaufpreis und der rasche Wandel, dem solche Produkte unterliegen, stellen immer noch Hauptbarrieren bei ihrer Verbreitung dar.

Schließlich findet derzeit eine enorme Umstrukturierung bei den Arbeitsmethoden innerhalb von Unternehmen statt. Die Hierarchien werden flacher; Gruppenarbeit und individuelle Autonomie stehen stärker im Vordergrund. Erforderlich sind Kompetenzvielfalt und ein höheres Niveau persönlicher Verantwortung. Dies wiederum führt zu einem sich rasch wandelnden Beschäftigungsmarkt sowie zu einem Bedarf an kontinuierlicher Weiterbildung und zielgerichteten Tätigkeitswechseln.

Allerdings ist der europäische Markt derzeit immer noch durch den Mangel an solcher Weiterbildung sowie durch den schwierigen Zugang zu neuen Technologien gekennzeichnet. Die Arbeitnehmer sind deshalb für die aufkommende Neue Ökonomie nicht ausreichend qualifiziert.

6. Der bürokratische Aufwand

Die Gründung eines Unternehmens wird in Europa durch zahlreiche Verwaltungsvorgänge erschwert. Vor allem in den südeuropäischen Ländern wie Italien, Griechenland und Spanien ist der bürokratische Aufwand zwei- bis dreimal so hoch wie in den USA, aber auch in einigen nordeuropäischen Ländern wie Dänemark oder Luxemburg. Dies hat direkte negative Auswirkungen darauf, ob eine neues Startup-Unternehmen seinen Zeitvorteil bewahren kann, und indirekt auch auf das Anfangsbudget einer Firma.

Es ist sinnvoller, strengere Aufsichtskontrollen einzuführen, wenn ein Unternehmen bereits gegründet ist, als den Aufbau der Firma zu behindern. Dies würde die Bildung von Risikokapital fördern. Das gleiche gilt für Anforderungen bezüglich der Mindestkapitalbildung, die für Startup-Unternehmen ohne akkumuliertes Kapital unter Umständen unerfüllbar sein können.

Diese Situation hat kulturelle Ursachen. Die unternehmerischen und politischen Klassen in den USA und Europa haben unterschiedliche Einstellungen.

In den USA werden geschäftliche Entwicklung und Wertschaffung als vorrangiges Ziel aufgefasst, mit der Schaffung von Arbeitsplätzen als indirekter Wirkung. Dies fördert einen weniger risikoscheuen Ansatz hinsichtlich Innovation. In Europa gilt die soziale Wirkung als vorrangige Aufgabe, und die Gründung neuer Unternehmen wird eher als Instrument zur Schaffung von Arbeitsplätzen denn als Selbstzweck betrachtet. Soziale Ziele erfordern einen konservativeren Ansatz, was das risikoscheuere Verhalten, die komplizierteren behördlichen Eintragungsverfahren und Patentanmeldungen erklärt. Während in den USA der relativ geringe behördliche Aufwand das Wachstum von Unternehmen fördert, soll der relativ hohe Aufwand in Europa die Arbeitnehmer schützen.

Eine Änderung der Situation in Europa erfordert deshalb einen Wandel der politischen Schwerpunkte. Und wenn die Bedeutung nationaler Interventionen in der Wirtschaft¹⁵⁹ abgebaut werden soll, muss diese Rolle vom Privatsektor übernommen werden.

¹⁵⁹ Privatisierungspolitik, Rentenreform, Ausmaß gesetzlicher Restriktionen, usw.

Um eine Überregulierung und übermäßige Belastungen, insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen, zu vermeiden, ist die Förderung eines einfacheren Vorschriftenwerks von entscheidender Bedeutung. Geschäftliche Tätigkeiten erfordern einen stabilen, transparenten und zugänglichen rechtlichen Rahmen, der flexibel genug ist, um Unternehmertum zu fördern und Investitionen und Innovation anzuregen. Die Kommissionsinitiative SLIM (Simplification of Legislation) zur Vereinfachung der Gesetzgebung zielt darauf ab, die Transparenz zu erhöhen, mehr systematische Konsultationen zwischen den Mitgliedstaaten zu etablieren und das Zusammenspiel der verschiedenen nationalen Gesetzgebungsinitiativen innerhalb der EU zu verbessern.

7. Schaffung von Arbeitsplätzen

Wagniskapitalgeber stecken nicht einfach Geld in ein Unternehmen und warten auf die Rendite. Sie engagieren sich als Board-Mitglieder und Berater des Managements, um bei der Ausarbeitung von Geschäftsplänen zu helfen. Solche Investoren brauchen allerdings eine faire Belohnung für die eingegangenen Risiken.

Wagniskapital eröffnet Möglichkeiten für junge Menschen, die innovative Ideen umsetzen möchten. Es eröffnet auch neue Möglichkeiten für ältere Menschen mit Erfahrung. Wagniskapital hat eine enorme Hebelwirkung. Im Falle eines Scheiterns verlieren die Investoren nur den investierten Betrag, aber sie erhalten eine dreißigfache, vierzigfache oder noch höhere Rendite, wenn die Investition Erfolg haben sollte. Ein vorsichtiger Ansatz ist dabei nicht möglich, denn bei Startup-Firmen gibt es kein Produkt, kein Unternehmen, nur ein paar Menschen mit einer Idee.

Risikokapital ist eine unkonventionelle Finanzierungsmethode, bei der die Anbieter von Finanzmitteln mehr Risiken eingehen als Anleger in der konventionellen Finanzierung¹⁶⁰. Angemessene Sicherheiten gibt es bei einer Wagniskapitalinvestition selten. Die Rendite ist unsicher und hängt vom Wachstumspotenzial des Unternehmens ab. Konventionelle Kreditgeber hingegen erzielen ihre Renditen in der Regel in Form von Sollzinsen und festgelegten Rückzahlungen.

Das hohe Risiko für den Einzelnen lässt sich deutlich reduzieren, wenn eine gestreute Investorengruppe sich in einer gestreuten Gruppe von Unternehmen engagiert. Sie investiert nie in ein einzelnes Produkt, sondern in Unternehmen und Produkte mit einem großen potenziellen Markt.

Es gibt auch eine gewisse Untergrenze, unter der Wagniskapitalgeber nicht investieren können, da die Unternehmen nicht genügend finanzielle Ressourcen aufnehmen können, um sich in Portefeuilles der Anleger auszuwirken.

Wenn Wagniskapitalgeber in junge Unternehmen investieren, wird ihre Entscheidung nicht durch die aktuelle Entwicklung des Erstemissionsmarktes beeinflusst. Der Preis, zu dem die Investition stattfindet, ist entscheidender als der investierte Betrag, da Startup-Unternehmen mehrere Jahre benötigen, um ihre Produkte zu entwickeln, und weitere Jahre, um ihren Umsatz so zu steigern, dass sie sich für eine Erstemission qualifizieren. Ein Unternehmen, in das heute investiert wird, wird sich mehrere Jahre lang nicht für eine Erstemission qualifizieren, und die heutige Situation des Emissionsmarktes spielt deshalb keine Rolle.

Allein die Tatsache, dass die US-Technologiebörse Nasdaq liquider als europäische Börsen gleicher Größe ist, zieht Unternehmer an, die ihre Geschäfte ausbauen möchten. Aus diesem

¹⁶⁰ Wie etwa Bankiers für Kreditlinien oder Hypothekengläubiger.

Grund erbringen Neuemissionen in den USA durchschnittlich mehr Kapital als entsprechende Vorgänge in Europa.

Die Verflechtung zwischen privatem Beteiligungskapital und Kapitalmärkten ist von entscheidender Bedeutung. Die meisten mit Risikokapital ausgestatteten und in Wachstumsmärkten tätigen Unternehmen sehen ihre natürliche Entwicklung in einer Neuemission. Auch wenn das Beschäftigungspotenzial hoch innovativer Unternehmen in absoluten Zahlen nicht hoch ist, sind die von ihnen geschaffenen Stellen in der Regel unbefristet und anspruchsvoll. Wenn der Innovationsprozess langfristig Konstanz zeigt, steigt zudem das Beschäftigungspotential in den weiteren Entwicklungsphasen des Unternehmens rapide an. Um qualifiziertere Arbeitnehmer zu gewinnen, werden höhere Gehälter gezahlt.

Startup-Unternehmen, Firmen in frühen Entwicklungsphasen, kleine und mittlere Unternehmen mit hohem Wachstum, technologie- und F&E-orientierte Unternehmen haben vor allem aufgrund ihres höheren Risikopotenzials größere Probleme, eine angemessene Finanzierung zu finden.

Der Vorteil von Wagniskapital ist die Tatsache, dass es die Finanzlast des Unternehmens nicht verstärkt, da die Mittel nicht zurückgezahlt werden müssen. Aus Sicht des Unternehmens stellen die neuen Finanzmittel nur eine Änderung in der Eigentümerstruktur dar.

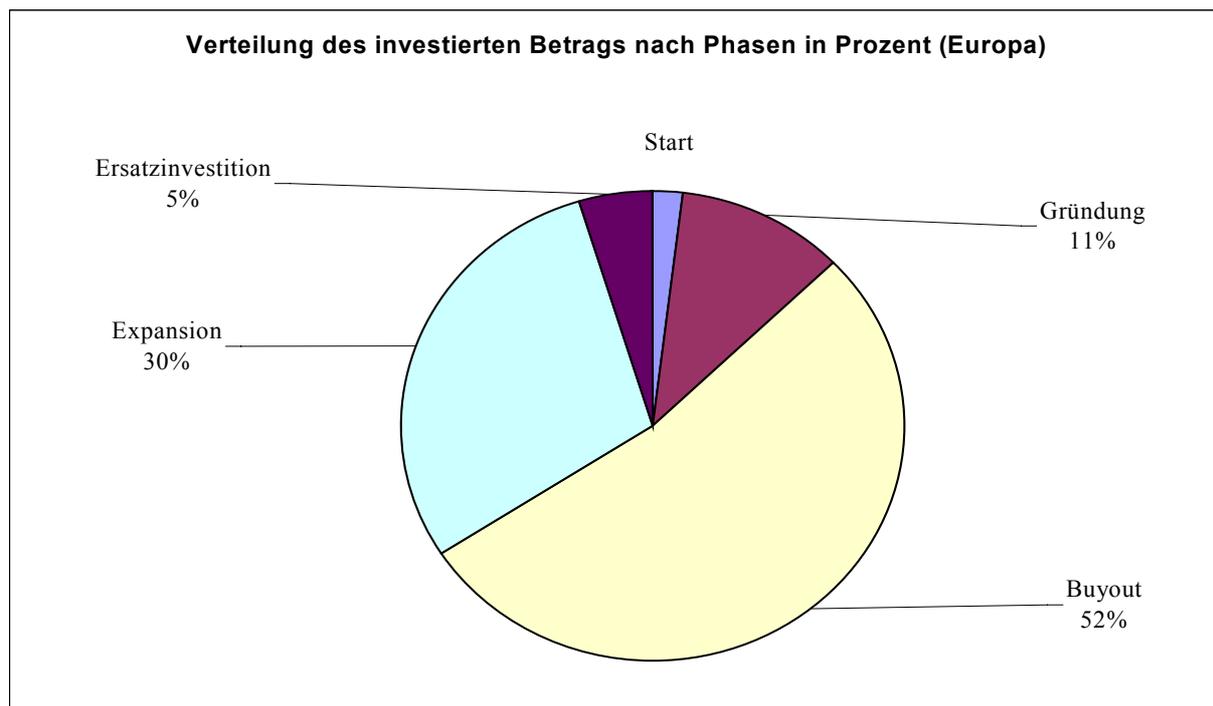
Die beiden am stärksten entwickelten nationalen Kapitalmärkte in Europa sind der deutsche und der britische. Der Letztergenannte zeichnet sich dadurch aus, dass das Kapital vorrangig zur Finanzierung von Buyouts¹⁶¹ verwendet wird. Weniger als 5% werden für Frühfinanzierungen verwendet; diese Zahl liegt in Deutschland wesentlich höher. Expansions-¹⁶² und Zwischenfinanzierung¹⁶³ sind ebenfalls von großer Bedeutung. Bei diesen handelt es sich um Finanzierungsmethoden für spätere Phasen.

¹⁶¹ Übernahme eines Unternehmens mit Hilfe von Fremdmitteln. Bei einem Management Buyout (MBO) wird ein Unternehmen oder ein Tochterunternehmen von den Personen gekauft, die es führen – dem Management. Bei einem Management Buyin (MBI) kauft sich ein externer Manager oder eine Gruppe mit Unterstützung von Private Equity-Investoren in ein Unternehmen ein.

¹⁶² Finanzmittel, die in rentabel arbeitenden Unternehmen eingesetzt werden, um weiteres Wachstum und Expansion zu fördern.

¹⁶³ Finanzmittel, die ein Unternehmen für den Übergang von einer Privat- in eine Publikumsgesellschaft benötigt.

Abbildung 12



Quelle: European Venture Capital Report

In der EU fließt ein großer Teil des aufgebrachtten Wagniskapitals in Management Buyouts (MBO) und Umstrukturierungen von Firmen, die jeweils nur relativ wenig zur Arbeitsplatzschaffung beitragen bzw. durch die sogar Arbeitsplätze abgebaut werden können. Im Gegensatz dazu schaffen Investitionen in der Frühphase von Unternehmen eine große Zahl hoch und niedrig qualifizierter Stellen. Diese Stellen sind in der Regel unbefristet (vorausgesetzt, das Unternehmen ist erfolgreich).

Europäische Firmen investieren derzeit zu wenig in die Neue Ökonomie, und dies führt dazu, dass wenig Arbeitsplätze geschaffen werden. Aber das geringe Investitionsvolumen ist nicht das einzige Problem. Den meisten Unternehmen gelingt es nicht, ihre internen Abläufe so neu zu organisieren, dass sie das zusätzliche technologische Potenzial der *tatsächlich* getätigten Investition ausnutzen und umsetzen.

Zum Beispiel richten zwar die meisten Firmen Webseiten ein, aber nur ein Viertel oder weniger integrieren auch Funktionen für den Online-Handel. Dies gilt für Europa und selbst für die USA. Die neuen Technologien werden in erster Linie verwendet, um interne Abläufe und Verfahren zu automatisieren und zu verkürzen, ohne Änderungen an den Managementsystemen oder mögliche Anwendungen außerhalb des Unternehmens in Betracht zu ziehen.

Eine der innovativsten Ideen ist bislang, Wagniskapital online zu gewinnen und anzubieten. Dies ermöglicht einen einfachen Überblick über die Potenziale, da Unternehmen nach Entwicklungsphasen, Größe, Standort und Wettbewerbsstrategien kategorisiert werden. Diese Unterscheidung erlaubt die Schaffung spezialisierter Online-Marktplätze, auf denen Angebot und Nachfrage in Einklang gebracht werden können. In den letzten Jahren haben IT-Unternehmen in der EU im Vergleich zu dem in den USA insgesamt bereitgestellten Wagniskapital lediglich ein Drittel erhalten, mit direkten Auswirkungen auf das Arbeitsplatzpotenzial.

In diesem sich rasch wandelnden Umfeld hat die dargestellte Situation nicht immer nur positive Auswirkungen. Gewerkschaften müssen international einen Rückgang ihrer Mitgliederzahlen und ihres Einflusses hinnehmen. In Unternehmen des neuen Technologiesektors – Informations- und Kommunikationstechnologie, Medien und Software – sind Gewerkschaften so gut wie nicht vertreten. Die Arbeitsrealität wandelt sich vom traditionellen Lohn-/Gehaltssystem hin zu Freiberufertum und leistungsbezogener Vergütung. Statt der üblichen Wochenarbeitszeit zwischen 35 und 40 Stunden arbeiten viele Beschäftigte 50 bis 60 Stunden pro Woche.

Der traditionelle Schwerpunkt der Gewerkschaften – der Gegensatz zwischen Arbeit und Kapital – verliert an Bedeutung. Arbeitnehmer besitzen häufig Anteile an dem Unternehmen, für das sie tätig sind. Die Vorschläge für Rentensysteme in Europa zeigen, dass die Gewerkschaften damit begonnen haben, sich an das geänderte Umfeld anzupassen.

Was Gewerkschaften jetzt anstreben müssen, sind nicht nur höhere Löhne und Gehälter, sondern Flexibilität bei der Vergütung und gleiche Bildungschancen für alle. Die Weiterbildung wird eine der wichtigsten Kompetenzquellen für Arbeitnehmer sein, und in der Wissensökonomie werden Kompetenzen das Hauptkapital der Arbeitnehmer darstellen.

8. Künftige Entwicklungen

Der europäische Markt wird von der Übernahmefinanzierung angeführt. Der Darlehen- und der Rentenmarkt bieten eine Reihe ergänzender Finanzierungsprodukte; dabei werden Darlehen für die Sofortfinanzierung von Fusionen und Übernahmen verwendet, während der Rentenmarkt eine längerfristige Refinanzierung in mehreren Phasen ermöglicht.

In der derzeitigen Situation müssen europäische Unternehmer auf Bankdarlehen zurückgreifen, um ihre Geschäfte zu gründen. Dies ist vor allem bei Startup-Unternehmen ungeeignet oder kontraproduktiv, da deren anfänglicher Cashflow zumeist eingeschränkt, wenn nicht sogar negativ ist. Bankfazilitäten haben gegenüber Wagniskapital den Nachteil, dass sie in Preis und Zeitrahmen weniger Flexibilität aufweisen, teurer sind und in der Regel keine beratende Unterstützung bieten.

Die relative Bedeutung diversifizierter Finanzierungsmethoden nimmt zu, etwa die wertpapiermäßige Unterlegung von Verbindlichkeiten oder "Mentoring". "Mentoring"¹⁶⁴ ist eine auf europäischer Ebene stark geförderte Initiative, da von den Finanzinstituten flexiblere Instrumente angeboten werden müssen, z. B. Mikrokredite für Kreditgenossenschaften, Sparinstitute oder informelle Anleger, um kleine und mittlere Unternehmen verschiedener Sektoren ebenso wie Hightech-Unternehmen unterstützen zu können.

Die wertpapiermäßige Unterlegung von Verbindlichkeiten – das Aufbringen von Finanzmitteln für Kunden durch den Verkauf ihrer Wertpapiere statt einer direkten Kreditvergabe – verbreitet sich rasch und kann unter Umständen sogar für kleine und mittlere Unternehmen eine zusätzliche Finanzierungsmethode darstellen. Der Vorteil der Methode sind die relativ geringen Kosten, wohingegen der Zugang zum Rentenmarkt für Unternehmen mit niedrigem Rating sehr teuer sein kann. Diese müssen dabei aufgrund des höheren Kreditrisikos hohe Prämien an Anleger bezahlen, während Unternehmen mit hohem Rating am Rentenmarkt Finanzmittel ohne hohe Prämien erhalten können.

¹⁶⁴ *Persönliche Betreuung am Arbeitsplatz, die ein Lernen und Sammeln von Erfahrungen sowie eine Entfaltung der Möglichkeiten des Individuums und die Aneignung neuer Fähigkeiten im Rahmen eines Prozesses ermöglicht, in dem eine Person, der Mentor oder die Mentorin, die persönliche und berufliche Entwicklung einer anderen Person, des "Schützlings", außerhalb des üblichen Vorgesetzten-Untergebenen-Verhältnisses begleitet und fördert. Mentoring wird zunehmend dazu verwendet, die persönliche und berufliche Entwicklung von Frauen zu fördern.* Vgl. <http://eurodic.ip.lu:8086/cgi-bin/edicbin/expert.pl>.

Der europäische Sekuritisationsmarkt hat gegenüber dem der USA den Nachteil, dass Letzterer homogen ist. Dort erhalten die Unternehmen Kapital in der Währung, in der auch die von ihnen ausgegebenen Obligationen denominated sind. Durch die Einführung des Euro für diesen Markt kann dieser Nachteil überwunden werden, aber die Regelungen in den Mitgliedstaaten sind weiterhin unterschiedlich.

Die Grundanforderung von Kapitalanlegern ist, ihre Portefeuilles so diversifizieren zu können, dass das allgemeine Risiko sinkt, gleichzeitig aber eine angemessene Rendite erzielt werden kann. Aus Erfolgen und Misserfolgen muss eine positive Nettobilanz entstehen.

Wenn Unternehmen unter diesen Umständen Investoren gewinnen möchten, müssen sie die Standards zur Offenlegung, Transparenz und Unternehmensführung gewährleisten. Aber dies ist besonders für kleine und mittlere Unternehmen schwierig. Aus diesem Grund ist es wichtig, dass für alle Unternehmen gleiche Regelungen bezüglich Rechnungswesen, Offenlegung und Transparenz gelten. Darüber hinaus gibt es innerhalb der regulierten Aktienmärkte und der Regulierungsbehörden eine hohe Fragmentierung. Nicht nur auf Markt-, sondern auch auf Kontrollebene muss durch die Einführung einer einzigen Kontrollbehörde Konsolidierung erfolgen, so dass die Marktkapitalisierung und die Einheitlichkeit der geltenden Vorschriften verbessert werden. Beide Faktoren sind für Wagniskapital von entscheidender Bedeutung.

Zahlreiche Wagniskapitalgeber gründen Konsortien, um Unternehmen mit großem Investitionsbedarf zu finanzieren. Um zudem Startup-Unternehmen nachhaltig zu fördern, müssen solche Konsortien ermutigt werden, auch Frühinvestitionen in ihre Investitions-Portefeuilles aufzunehmen. Diese können in den Investitions-Portefeuilles zu Diversifizierung führen, wenn sie die kritische Masse erreichen.

Um das gesamte Potenzial der zur Finanzierung üblichen Investmentmittel effizient auszuschöpfen, von nachrangigen Verbindlichkeiten, Vorzugsaktien bis hin zu privatem Beteiligungskapital, müssen die Mittel passend zum Entwicklungsstadium des Unternehmens gewählt werden (siehe Tabelle 1). Es ist einfacher, ein Unternehmen zu erwerben, das bereits die kritische Masse erreicht hat, als ein Unternehmen durch organisches Wachstum aufzubauen.

Der entscheidende Faktor ist die lokale Kenntnis.¹⁶⁵ Wagniskapitalgeber in Europa versuchen weiterhin, Unternehmen billig zu erwerben. Motiviert durch die zuletzt gute Performance von Internet-Unternehmen, sind Inkubatoren häufig auf der Suche nach Unternehmen dieser Branche, denen sie Anschubfinanzierung, technische Entwicklungen und Rekrutierungsdienste anbieten können.

Tabelle 1: Arten des Wagniskapitalinvestments

Art des Wagniskapitalinvestments	Anwendungsbeispiele
Anteilerwerb (Kapital)	Wachstum, Expansion und F&E
Darlehen (Verbindlichkeit)	Zusammenschlüsse (z. B. Übernahmen, usw.)
Kombination aus Anteil und Darlehen	Produkteinführung (usw.)

Unter Umständen werden auch Investitionsbanken neu in den Sektor eintreten. Sie werden traditionell für ihre Beratungs-, Management- und Konsortialfunktionen bezahlt sowie für die Geldbeschaffung zur Finanzierung von Transaktionen. Darüber hinaus treten manche

¹⁶⁵ "Private equity" *Financial Times*, Survey.

Investitionsbanken in Wettbewerb mit Wagniskapitalfonds, mit dem Ziel, die Beratungsfunktion und die Finanzbeschaffung aufrechtzuerhalten und zugleich einen Teil des Kapitals zu erlangen. Investitionsbanken sind aber nur für bereits entwickelte Unternehmen eine geeignete Finanzierungsquelle.

Auf der Nachfrageseite ist die Hauptschwierigkeit, das wenige auf den Märkten vorhandene Wagniskapital zu gewinnen. Am wichtigsten ist es, das Interesse des Investors auf sich zu ziehen; und im Mittelpunkt muss der Zielmarkt stehen. Dieser muss groß genug sein, die geplante Investition zu rechtfertigen. Wagniskapitalgeber haben geringeres Interesse, größere Geldsummen in Unternehmen zu investieren, deren Markt begrenzt ist und der eingeschränkte Wachstumsmöglichkeiten aufweist. Dem gegenüber ist eine Konzentration auf noch nicht ausgeschöpfte Märkte attraktiv. Investoren investieren auch eher in Unternehmen der Umwelt- oder Biotechnologie als in traditionelle Branchen.

Für bestimmte neue Finanzierungsmodelle, z. B. Inkubatoren, die Unternehmen der Neuen Ökonomie mit Finanzmitteln und Fachwissen im Tausch für Kapitalanteile ausstatten, gibt es noch keine Zulassungsvorschriften. Sie können sich deshalb Rechtsstreitigkeiten aussetzen, wenn Projekte nicht den gewünschten Erfolg haben. Kommerziell gesehen, beeinträchtigt das Fehlen eines gesetzlichen Rahmens für e-Commerce seine potenzielle Entwicklung. Faktoren, die die Entwicklung des e-Commerce hemmen, sind die Verbindungsgeschwindigkeit zu elektronischen Netzwerken, der Mangel an sicheren Verbindungen, Fehlen entsprechender Dienstleistungen/Produkte, ungenügende Kenntnis der Verfahren und die mangelnde Transaktionssicherheit. Die letzten beiden Faktoren haben für die Entwicklung des e-Commerce eine relativ gesehen höhere Bedeutung.

Wagniskapitalgesellschaften, als Sammelstelle für Fonds, und Wagniskapitalfonds investieren in Unternehmen. Bei Letzteren handelt es sich um geschlossene Fonds mit Rechtspersönlichkeit. Der Manager eines Wagniskapitalfonds schafft diese durch die Ausgabe von Zertifikaten, mit denen Mittel aufgebracht werden sollen. Das Zertifikat des Wagniskapitalfonds gilt als Sicherheit. In der Gemeinschaft mangelt es an harmonisierter Gesetzgebung für Wagniskapitalfonds. Unter dem Grundsatz des Allgemeininteresses ist die grenzüberschreitende Kommerzialisierung von Fondsanteilen in der Gemeinschaft eingeschränkt und kann die kritische Masse nicht erreichen.

FAZIT UND KÜNFTIGE ENTWICKLUNGEN

Finanzdienstleistungen – Bankgewerbe und Versicherungsbranche – haben einen erheblichen Anteil am BIP der Europäischen Union und ein hohes Potenzial für Beschäftigungszuwachs. Da die Situation in Europa durch eine starke ökonomische und rechtliche Fragmentierung gekennzeichnet ist, muss ein marktgesteuerter Mechanismus entwickelt werden, um von fragmentierten Rahmenbedingungen zu *spezialisierten* zu gelangen, in denen die geografische Dimension einer *Schwerpunktsetzung nach Sektoren* weicht. Dies gilt sowohl für den Firmenkunden- als auch für den Privatkundenmarkt.

Langfristiges Ziel der Maßnahmen zur Bildung eines Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen ist es, einen *effizienten Kapitalmarkt* zu schaffen. Dies wird die Kosten der Kapitalbeschaffung verringern und eine weitaus *schnellere Reaktion* auf die spezifischen Bedürfnisse der Akteure auf den Finanzmärkten ermöglichen. Schnellere Reaktionszeiten sind entscheidend, um Wettbewerbsfähigkeit zu erzielen und einen Wettbewerbsvorteil zu erhalten, insbesondere für Unternehmen im Umfeld der Neuen Ökonomie.

Das Kapitalangebot hat sich im letzten Jahrzehnt mehr als verdoppelt, aufgrund von Privatisierung und Liberalisierung, aber auch aufgrund von Firmenumstrukturierungen, die durch die Einführung der Einheitswährung forciert wurden. Die Emittenten haben eine *proaktivere* Haltung eingenommen und bieten sich spontan für Börsennotierungen an.

Anleger wiederum begeistern sich an der Performance gesamteuropäischer Aktienfonds, während die Nachfrage bei national orientierten Fonds stagniert. Viele Emittenten haben ihre Finanzmittel eher von Kurzzeitanlegern denn von traditionellen Institutionen erhalten. Das Ergebnis aber sind volatile Kurse, da viele Aktionäre Wertpapiere lediglich erworben haben, um sie später zu verkaufen und kurzfristige Gewinne zu erzielen. Dadurch sind die Kurse gefallen. Unter diesen Rahmenbedingungen haben sich die Börsenindizes von relativ objektiven Indikatoren der Marktperformance zu Spiegelbildern der Wertpapierbestände gewandelt.

Das Erstemissionsvolumen erreichte vor allem aufgrund der Technologie-, Medien- und Telekommunikationsbranchen (TMT) enorme Höhen. Dies eröffnete neue Kapitalquellen und machte Privatanleger zu Wagniskapitalgebern.

Es lässt sich feststellen, dass an Finanzprodukten interessierte Privatanleger (die z. B. eine Lebensversicherung abschließen möchten) nicht immer nach dem besten Angebot suchen. Zumeist folgen sie persönlichen Empfehlungen oder konzentrieren sich auf ein ihnen bekanntes Unternehmen. Die Befähigung der Verbraucher zur Informationsverwertung ist immer noch relativ *schwach* ausgeprägt.

Der Aktienkult breitet sich weiter aus. Er entwickelt sich insbesondere zu einem guten Mechanismus für die Verteilung von *Langzeitkapital* in Volkswirtschaften. Dennoch beträgt die Börsenkapitalisierung in der EU nur etwa die Hälfte derjenigen in den USA. Der Anteil des grenzüberschreitenden Handels ist beschränkt, und die privaten Ersparnisse (20 % des BIP) werden nicht effizient investiert. Aus diesem Grund ist die Schaffung von Arbeitsplätzen begrenzt, da die Renditen privater Ersparnisse und Investmententscheidungen nicht optimiert sind. Allein die Kapitalisierung europäischer Investment- und Pensionsfonds sowie von Versicherungsurkunden beträgt mehr als das BIP der Europäischen Union.

Die derzeitige Welle von Fusionsvorschlägen ist eine der *wichtigsten marktgesteuerten Kräfte*, die auf eine Spezialisierung drängen. Die eigentliche Frage ist aber nicht, wie man Verflechtungen zwischen unterschiedlichen technischen und operativen Portalen oder strategische Verflechtungen zwischen Märkten herstellen kann, sondern wie man ein Umfeld schafft, in dem *spezialisierte Segmente* auf Angebots- und Nachfrageseite effizient arbeiten können. Darüber hinaus haben abgebrochene Fusionsverhandlungen gezeigt, wie nationalistische Gefühle und unterschiedliche ökonomische Interessen zu nicht ausgereiften Fusionsplänen führen können. Die Fusionsverhandlungen müssen die Schaffung eines zentralen marktübergreifenden Kontrahenten für die europäischen Wertpapiermärkte beinhalten, um eine vollständige Zusammenführung der Abrechnungs- und Clearingfunktionen zu erzielen.

Spitzentechnologiemärkte, welche die wichtigste Risikokapitalquelle und somit die wichtigste Quelle für zukünftige Beschäftigungsmöglichkeiten darstellen sollten, sind in der Regel von *starken Kursschwankungen* gekennzeichnet. Die Volatilität einzelner Aktien steht in direktem Zusammenhang mit einem größeren Anlagerisiko. Die großen Märkte werden immer noch von der öffentlichen Hand als Kreditnehmer sowie von Sparbanken beherrscht, die sich für Aktienemissionen wenig begeistern können.

Die Kursschwankungen lassen sich einerseits durch zunehmende Spekulationen von Hedge Fonds und andererseits durch eine ungenügende Liquidität des Marktes erklären. Die Aktienmärkte wetteifern zudem darum, Aktien von Startup-Unternehmen in der Neuen Ökonomie zu handeln, und haben zu diesem Zweck ihre Notierungsstandards gesenkt. Dies wirft die Frage auf, ob hoch volatile Aktien, wie etwa Technologieaktien, nicht besser in Wagniskapitalportefeuilles statt in öffentlich notierten Märkten aufgehoben wären. Allerdings würde dies eine breite Entwicklung des Risikokapitalmarktes verhindern. Die Schaffung spezialisierter Aktienmärkte ist deshalb entscheidend.

Es müssen zum einen die Voraussetzungen für die Entwicklung eines effizienten Kapitalmarktes geschaffen werden, zum anderen muss ein *einfacher Zugang* durch Wettbewerb gewährleistet sein. Die gegenseitige Anerkennung von Emissionsprospekten sowie von Aufsichts- und Kontrollregelungen, basierend auf dem Grundsatz der Aufsicht durch den Herkunftsmitgliedstaat, würde Emittenten und Vermittler animieren, einfach über Grenzen hinweg zu handeln, zu geringeren Kosten und ohne Diskriminierung ausländischer Finanzprodukte.

Neben der Umsetzung des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen muss jede auf Gemeinschaftsebene unternommene Maßnahme einen *Ausgleich* zwischen der maximalen Harmonisierung der Geschäftsregeln innerhalb eines Kontrollsystems im Herkunftsland und einer Mindestharmonisierung innerhalb eines Systems nationaler Vorschriften im Gastland suchen.

Es wird möglicherweise Situationen geben, in denen die gegenseitige Anerkennung der Dienstleistungs- und Produktangebote dazu führt, dass Anleger unter einem *diskriminierendem Verhalten* gegenüber ausländischen Unternehmen oder Dienstleistungsanbietern leiden, weil die in einem Mitgliedstaat angebotenen und zugelassenen Produkte in einem anderen nicht zugelassen sind. Somit kann *Harmonisierung* erforderlich sein, wenn die gegenseitige Anerkennung von Praktiken nach dem Grundsatz des Herkunftsmitgliedstaates kein Umfeld absoluten Wettbewerbs ermöglicht.

Auf der Angebotsseite müssen die Anleger *Zugang zu freien Investitionsgelegenheiten* ohne Rechts-, Verwaltungs- oder Informationsbarrieren haben, seien diese nationaler oder internationaler Art. Durch bessere Offenlegungsbedingungen, die Abschaffung von

Investitionsbeschränkungen und die Harmonisierung der steuerrechtlichen Behandlung in der gesamten Europäischen Union könnten institutionelle Anleger, die derzeit eine beträchtliche Ersparnismenge verwalten, höhere Renditen erzielen.

Vor allem die Abschaffung von Steuerunterschieden würde die freie Kapitalbewegung verstärken, was für die Bildung von Risikokapital entscheidend ist. Höhere Renditen würden *die Risikoscheu von Privatanlegern verringern* und institutionellen Anlegern die Möglichkeit geben, Ersparnisse in produktivere Anlageformen zu kanalisieren. Die Ersparnisse privater Haushalte sind derzeit eine der am schlechtesten eingesetzten Ressourcen in der Gemeinschaft. Die Möglichkeit zum *Kanalisieren finanzieller Ressourcen* gäbe Organisationen wie Pensionsfonds oder Lebensversicherungen eine weitaus stärkere Rolle im Investment.

Ein weiterer Faktor ist die derzeitige Entwicklung der Neuen Ökonomie, einschließlich der operativen und rechtlichen Rahmenbedingungen, denen Dienstleistungen und Aktivitäten im Internet oder via elektronische Netzwerke unterliegen. Zum Beispiel sollten Verbraucher, die auf Webseiten von Finanzdienstleistungsanbietern in einem anderen Mitgliedstaat zugreifen, sich bewusst sein, dass die Webseite den Gesetzen dieses jeweiligen Mitgliedstaates unterliegt.

Die Besteuerung von im Netz angebotenen und gelieferten Dienstleistungen oder Produkten wird immer schwieriger wegen der *unterschiedlichen steuerrechtlichen Behandlungen* und weil die über elektronische Netzwerke gelieferten Produkte oder Dienstleistungen nur schwer zu verfolgen sind. Dies gilt zum Teil aufgrund des *hohen Volumens* der getätigten Transaktionen, der *Geschwindigkeit* dieser Vorgänge und des *unkontrollierten Handlungsrahmens*, in dem diese elektronischen Netzwerke operieren.

Finanzpolitik ist tatsächlich eine der Hauptmöglichkeiten, mit denen Europa Vollbeschäftigung erzielen kann. Nach Jahren negativer Beschäftigungsentwicklung in der Gemeinschaft hat Europa jetzt eine Chance, eine Kehrtwende auf dem Arbeitsmarkt einzuleiten. Arbeitnehmer haben eine enorme *Zurückhaltung bei Löhnen und Gehältern* hinnehmen müssen. In den letzten Jahren hinkte die Lohnentwicklung dem Anstieg des nominalen Inlandsprodukts hinterher. Als direkte Folge entwickelt sich die Beschäftigung nun schneller als in der Vergangenheit, selbst in Konjunkturaufschwüngen. Nach den strengen finanzpolitischen Vorgaben für die Aufnahme in die Europäische Währungsunion haben die Regierungen nun den Spielraum für spürbare Steuersenkungen, insbesondere auf die Besteuerung von Arbeit, so dass die Gewerkschaften ihre gegenwärtige moderate Lohnpolitik fortsetzen werden.

Die Regierungen haben die Gelegenheit genutzt, direkte Beschäftigungsinitiativen, wie Mindestlohnregelungen, Maßnahmen für junge Menschen oder Maßnahmen zur Schaffung von Zeitarbeit umzusetzen. Allerdings zeigen solche Maßnahmen nur relativ geringe Auswirkungen auf die Produktivität, und die strukturellen Verbesserungen sind begrenzt. Dies unterstreicht die relative Überlegenheit eines *marktgesteuerten Ansatzes* im Vergleich zu einem staatlich gesteuerten. Darüber hinaus belegt die bisherige Erfahrung die Tatsache, dass Beschäftigungsstrategien in der Regel national, und in geringerem Ausmaß regional ausgerichtet sind. Dennoch löst ein breiterer marktgesteuerter Ansatz derzeit die nationale Ausrichtung ab, so dass die Beschäftigungsentwicklung vor allem auf Gemeinschafts- oder regionaler Ebene stattfinden wird.

Die Steuerharmonisierung und der Abbau rechtlicher Belastungen und des behördlichen Aufwands verbessern das Geschäftsumfeld; dennoch mangelt es in Europa an der *Entwicklung von Dienstleistungsmärkten*. Das europäische Beschäftigungsdefizit beruht – im

Vergleich zu anderen Volkswirtschaften wie den USA – zum Teil auf einer Dienstleistungslücke. Das Wachstum der Neuen Ökonomie verstärkt die Notwendigkeit, Barrieren für den Handel und die Bereitstellung neuer Produkte abzubauen. In der Mehrzahl werden diese eher als Dienstleistungen denn als Produkte aufgefasst werden müssen; und die Mehrzahl traditioneller Produkte wird *neu ausgerichtet und neu überdacht* werden müssen, um als Dienstleistungen angeboten werden zu können.

Zum Beispiel funktioniert ein Unternehmen wie Amazon.com auf kurze Sicht bereits relativ gut. Allerdings wird es längerfristig mit Schwierigkeiten zu kämpfen haben, wenn das Transaktionsvolumen zu stark anwächst, um die Produkte in angemessen kurzer Zeit liefern zu können. Der Distributionskanal ist noch nicht mit Blick auf die Neue Ökonomie umstrukturiert worden.

Die wettbewerbsfähigsten Unternehmen werden diejenigen sein, die verstanden haben, dass die Nachfrage in der Neuen Ökonomie nicht mehr mit einem traditionellen Angebot zu stillen ist, und ihre Produkte entsprechend neu ausrichten. Wenn Bücher nicht in angemessen kurzer Zeit geliefert werden können, stellt das Angebot von Büchern in elektronischer Form, die *selbst* wiederum heruntergeladen werden können, vielleicht eine Lösung dar. Darüber hinaus können Vereinbarungen getroffen werden, um durch die Zahlung eines Jahresbeitrags eine langfristige Beziehung zum Kunden zu schaffen. Um einen stärker *dienstleistungsbezogenen Schwerpunkt* zu erreichen, der im Wettbewerb von größerer Bedeutung ist, kann das Angebot von Produkten (Büchern, Musik usw.) mit späteren Dienstleistungsangeboten verknüpft werden, z. B. mit der Aktualisierung elektronischer Produkte wie Diktionären, Enzyklopädien usw.

Die natürliche Fortentwicklung dieses Ansatzes schafft einen konstanten Fluss physischer Produkte und wandelt diese in Dienstleistungen um. Viele traditionelle und auf traditionelle Weise vermarktete Produkte können neu ausgerichtet werden.

Der Trend zur Globalisierung und zu einer wissensgesteuerten Wirtschaft gewinnt an Geschwindigkeit. Die Innovationsherausforderung wird weitestgehend von innovativen, risikobereiten Unternehmen angenommen, etwa von technologiebasierten Firmen mit hohem Wachstumspotenzial. Aber *ob es sich um ein Technologieunternehmen handelt oder nicht – es müssen einheitliche und allgemeine Bedingungen geschaffen werden*, damit alle Unternehmen sich an das sich wandelnde Umfeld anpassen können und das gesamte ökonomische und soziale Gewebe gestärkt wird. Dies ist so, weil alle Unternehmen das Potenzial für eine konkurrenzfähige Position haben, sofern gewisse Voraussetzungen erfüllt sind.

Auch in *traditionellen Branchen* werden diese Entwicklungen wahrscheinlich Beschäftigungsmöglichkeiten schaffen. Niedrigtechnologiebranchen kaufen Innovation von Anbietern und Beratern ein. Für traditionelle Unternehmen besteht die Möglichkeit, ihre Aktivitäten so umzugestalten, dass *Umweltfragen* einen höheren Stellenwert erhalten, was für die Nachfrage nach neuen Produkten und Dienstleistungen sowie für Beschäftigungsmöglichkeiten von entscheidender Bedeutung sein wird.

Innovation muss nicht direkt mit der Forschung verknüpft sein. Sie kann auch mit *neuen Management- und Investitionsmethoden* verbunden sein, die sowohl in Niedrig- als auch in Hochtechnologieunternehmen umgesetzt werden können.

Technologie zu kleinen und mittleren Unternehmen zu transferieren und deren Kapazität zur Aufnahme dieser Technologie zu entwickeln, ist eine grundlegende Innovation. *Clustering* ist deshalb am viel versprechendsten; aber wo keine Technologiezentren geschaffen werden können – sei es, weil die entsprechenden Branchen und Unternehmen geografisch getrennt

sind, oder weil bestimmte Ressourcen fehlen –, müssen *technologiespezifische Kompetenznetze* geschaffen werden.

Die Globalisierung wirkt sich auf drei Bereiche aus. Sie schafft

- ◆ eine *Internationalisierung des Handels*, die das Produktionswachstum überholt hat,
- ◆ die *Internationalisierung von Kapitalflüssen* und
- ◆ *wachsenden Informationsfluss*.

Die Auswirkungen einer Entwicklung müssen anhand der kurz- und langfristigen strukturellen Änderungen beurteilt werden. Auch wenn die sichtbareren und kurzfristigeren Veränderungen derzeit in der Hochtechnologiebranche zu sehen sind, werden die wichtigsten Auswirkungen in den traditionellen Branchen zu beobachten sein, sobald Umstrukturierungen stattfinden.

Die lokalen Beschäftigungsmöglichkeiten ergeben sich in der Regel nicht spontan. Die Hindernisse bei der Finanzierungsbeschaffung für Startup-Unternehmen verstärken die Notwendigkeit, spezialisierte Risikokapitalmärkte aufzubauen. Manche Finanzierungsmöglichkeiten sind relativ unbekannt, wie etwa Mikrokredite, lokales Anlagekapital sowie Ressourcen von Unternehmensstiftungen, die entsprechend publiziert werden müssen, um die Aufmerksamkeit von Kleinanlegern zu gewinnen. Ein *einheitliches System* für die Förderung alternativer Finanzierungsmethoden sollte skizziert werden.

Der private Sektor ist die wichtigste treibende Kraft der wirtschaftlichen Entwicklung in Europa. Die Möglichkeiten zum Nettozuwachs an Arbeitsplätzen liegen derzeit im Dienstleistungssektor, vor allem in solchen Branchen, die lokale Bedürfnisse ansprechen. Es besteht deshalb die Notwendigkeit, *Unternehmertum* lokal zu entwickeln und zu *fördern*, vor allem in *Startup-Unternehmen* sowie *kleinen und mittleren Unternehmen*, die Schwierigkeiten bei der Eigenfinanzierung haben. Die Wettbewerbsposition dieser Unternehmen hängt von der Wettbewerbsposition ihrer Region und Branche ab, aber auch von der Verfügbarkeit von Human- und Sozialressourcen.

Der *Mangel an Fachkräften* ist eines der Hauptprobleme für die Neue Ökonomie. Er verstärkt das Ungleichgewicht zwischen Nachfrage und Angebot auf dem Arbeitsmarkt. Ein direktes Ergebnis ist der Druck auf die Lohn- und Gehaltskosten, da Unternehmen um die raren Kräfte ringen. Dies verlangt größere Investitionen in das Lernen *während des gesamten Arbeitslebens*, sowohl bezüglich der Ausbildung als auch der fachspezifischen Weiterbildung. Obwohl die direkte Bereitstellung öffentlicher Mittel eine Wettbewerbsverzerrung und die Verdrängung des privaten Sektors bedeuten könnte, sind finanzielle Anreize zur Weiterbildung von Mitarbeitern wohl notwendig.

Wenn letztendlich die produktive Beschäftigung erhöht werden soll, müssen Wege gefunden werden, die Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen auch auf andere Art und Weise zu verbessern als durch Kostensenkungen beim Personal. Eine wichtige Möglichkeit bietet eine verbesserte Anlagenverwaltung.

Aber dies lässt sich ohne effizientere Kapitalmärkte nicht erreichen, und der Schlüssel dazu ist wiederum die verbesserte Integration auf europäischer Ebene.

BIBLIOGRAFIE

Europäische Institutionen

Europäische Kommission

Amended Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), COM(2000)329 final, Brussels, 30.05.2000

Amended Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) with a view to regulating management companies and simplified prospectuses, COM(2000)331 final, Brussels, 30.05.2000

Amended Proposal for a European Parliament and Council Directive relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions, COM(1999)109 final, Brussels, 22.07.1999

Amended Proposal for a European Parliament and Council Directive on the taking up, the pursuit and the prudential supervision of the business of electronic money institutions, COM(2000)333 final, Brussels, 29.05.2000

Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, Review of SLIM: Simpler Legislation for the Internal Market, COM(2000)104 final, Brussels, 28.02.2000

Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, 2000 Review of the Internal Market Strategy, COM(2000)257 final, Brussels, 03.05.2000

Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, Fifth Report of the Commission on the implementation of the Decision on the provision of Community interest subsidies on loans for small and medium-sized enterprises extended by the European Investment Bank under its temporary lending facility (the SME Facility), COM(2000)376 final, Brussels, 22.06.2000

Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Acting Locally for Employment. A Local Dimension for the European Employment Strategy, COM(2000)196 final, Brussels, 07.04.2000

Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, Innovation in a knowledge-driven economy, COM(2000)567 final, Brussels, 20.09.2000

Communication from the Commission, Community policies in support of employment, COM(2000)78 final, Brussels, 1.03.2000

Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, Progress report on the Risk Capital Action Plan, COM(2000)685, Brussels, 18.10.2000

Communication from the Commission to the European Parliament on the co-ordination of laws, regulations and administrative provisions relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions, SEC(2000)69 final, Brussels, 19.01.2000

Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Benchmarking. Implementation of an instrument available to economic actors and public authorities, COM(97)153 final, Brussels, 16.04.1997

Communication from the Commission to the European Parliament concerning the common position of the Council on the adoption of a Parliament and Council Directive on the reorganisation and winding-up of insurance undertakings, SEC(2000)1714 final, Brussels, 19.10.2000

Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank and the Economic and Social Committee, A Framework for Action on combating fraud and counterfeiting of non-cash means of payment, COM(1998)395 final, Brussels, 01.07.1998

Communication from the Commission, Towards a single market for supplementary pensions, COM(1999)134, Brussels, 11.05.1999

Communication from the Commission to the European Parliament concerning the common position of the Council on the adoption of a European Parliament and Council Directive on company law concerning takeover bids, SEC(2000)1300, Brussels, 26.07.2000

Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, EU Financial Reporting Strategy: the way forward, COM(2000)359, Brussels, 13.06.2000

Communication from the Commission to the Council, the European Parliament, the Economic and Social Committee and the Committee of the Regions - The competitiveness of European enterprises in the face of globalisation: how it be encouraged, COM(1998)718 final, Brussels, 20.01.1999

Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, Risk capital: Implementation of the action plan. Proposals for moving forward, COM(1999)493 - EN

Communication of the European Commission, Risk Capital: A key Job Creation in the European Union, SEC(98)0552, 04.1998

Commission Interpretative Communication, Freedom to provide services and the general good in the insurance sector, COM(1999)5046, Brussels, 02.02.2000

Communication from the Commission, The statutory audit in the European Union: the way forward, 08.05.1998 - EN

European Economy, Supplement A, No 12, 12.1999

European Economy, Supplement A, No. 2, 02.1999

Financial services: Building a framework for action, Communication from the Commission, COM(1998)625 final, Brussels, 28.10.1998

Implementation of the Seventh Directive in EU Member States, 01.01.1998

Institutional arrangements for the regulation and supervision of the Financial Sector, 01.2000-10-30

Overview of the responses to the Green Paper on supplementary Pensions in the Single Market, COM(97)283, 06.04.1998

Proposal for a Directive of the European Parliament and the Council concerning life insurance, COM(2000)398, Brussels, 28.06.2000

Proposal for a European Parliament and Council Directive amending Council Directive 93/6/EEC on the capital adequacy of investment forms and credit institutions, COM(97)71 final, Brussels, 16.04.1997

Proposal for a European Parliament and Council Directive on insurance mediation, COM(2000)511 final, Brussels, 20.09.2000

Proposal for a European Parliament and Council Regulation amending Council Regulation (EC) No 2223/96 on the reclassification of settlement under swap arrangements and under forward rate agreements, COM(1999)749 final, Brussels, 10.01.2000

Proposal for a European Parliament and Council Directive on a common framework for electronic signatures, COM(1998)297 final, Brussels, 13.05.1998

Proposal for a European Parliament and Council Directive amending Council Directive 79/239/EEC as regards the solvency margin requirements for non-life insurance undertakings, COM(2000)634 final, Brussels, 25.10.2000

Proposal for a European Parliament and Council Directive amending Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) with a view to regulating management companies and simplified prospectuses, COM(1998)451 final, Brussels, 17.07.1998

Proposal of the European Parliament and of the Council on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities, COM(2000)126 final, Brussels, 20.07.2000

Report from the Commission to the European Parliament and the Council, Growth and Employment Initiative. Measures on financial assistance for innovative and job crating Small and Medium Sized Enterprises (SMEs), As at 31 December 1999, COM(2000)266 final, Brussels, 12.05.2000

Report from the Commission to the European Parliament and the Council, the European Central Bank and the Economic and Social Committee, Financial Services Action Plan, Progress Report, COM(1999)630 final, Brussels, 24.11.1999

Report from the Commission, Progress on Financial Services, Second Report, COM(2000)336 final, Brussels, 30.05.2000

Report from the Commission to the Council and the European Parliament on Consumer complaints in respect of distance selling and comparative advertising, COM(2000)127 final, Brussels, 10.03.2000

Report from the Commission to the Council on the application of the Merger Regulation thresholds, COM(2000)399, Brussels, 28.06.2000

Study on pension schemes of the Member States of the European Union, MARKT/2005/99-EN Rev.2, 05.2000

Report from the Commission Results of the fourth phase of SLIM, COM(2000)56 final, Brussels, 04.02.2000

Report on social protection in Europe 1999, COM(2000) 163 final, Brussels, 21.03.2000

Report to the European Council - Job opportunities in the information society exploiting the potential of the information revolution, COM(1998) 590 final

Report to the Insurance Committee on the need for further harmonisation of the solvency margin, COM(97)398 - EN, 24.07.1997

Risk capital markets, a key to job creation in Europe. From fragmentation to integration, *Euro Papers*, No 32, 01.1999

Study on the prudential regulation of occupational pension funds, 19.11.1999

US perspectives on consumer protection in the global electronic marketplace, 21/4/1999

Rat der Europäischen Union

Document of the Presidency, Economic occupation, reforms and social cohesion Towards an Europe of the innovation and the knowledge, Brussels, 12.01.2000

Europäische Zentralbank

Possible effects of EMU on the EU banking system in the medium and long term, Brussels, 05.11.1999

Report on Electronic Money, 08.1998

Europäisches Parlament

Committee on Economic and Monetary Affairs, Hearing on the Communication from the Commission: Implementing the Framework for financial markets, 19.11.1999

Committee on Economic and Monetary Affairs, Hearing on the Communication from the Commission: Implementing the Framework for financial markets, 8.11.1999

Common Position on the reorganisation and winding up of credit institutions, C5-0423/2000, 04.09.2000-10-28

Draft Report on the Commission communication "Risk capital: Implementation of the action plan", 05.06.2000

Anderen Institutionen -und Forschungszentren

Deutsche Bundesbank, Ein Alan Greenspan macht keine neue Aera, 1.08.2000

Deutsche Bundesbank, Elektronisches Geld und seine bankaufsichtliche Relevanz, 15.07.2000

Deutsche Bundesbank, iX-Fragen an den "Finanzplatz e.V.", 2.08.2000

Deutsche Bundesbank, Keine Angst mehr vor dem E-Geld, 31.07.2000

EVCA Homepage, *Yearbook 2000*, European Private Equity Highlights,

FEFSI, The future of supplementary pension in Europe, *Discussion Paper PI-2002*

Fund Forum International, Conference Day One, 05.07.2000

Institut fuer Finanzdienstleistungen, Hearing of the Committee on Economic and Monetary Affairs on the Action Plan of the Commission Implementing the Framework for Financial Markets, Brussels, 23.11.1999

- IOSCO, 25th Annual Conference, 05.2000
 LSE, *Rejection of approach from OM Gruppen*, 29.08.2000
 OECD, OECD Ministerial Conference, "OECD Action Plan for Electronic Commerce", Ottawa, 7-9.10.1998
 OM, *OM Group Offer for LSE Plc*, 11.09.2000
 Simpson Thacher & Bartlett, *Structuring International Acquisition Transactions*, 21.08.2000
 UNCTAD, *Cross-border mergers & acquisition dominate foreign direct investment flows*, 11.11.1998

Veröffentlichungen

- FOX, *Three European stock exchanges plan merger, from Euronext exchange*, 20.03.2000
 Fulman R., *Venture cap did well but debt did better*, 11.08.2000
 Ghirardani P., Gwynne R., Harwood S., *Fighting Business Fraud*, Stephenson Harwood, 08.1996
 Heltrun, *The impact of the development of electronic commerce on the employment situation in European commerce*, Athens, 06.1998
 Santangelo G., *The Single Market for Financial Services: the European Response to the Process of Financial Transnationalisation*, University of Reading, 04.1997

Zeitungsartikel

- Businessweek*, Europe's Bankers Need One Set of Rules, 3.07.2000
Economist, A suitable case for treatment, 28.06.2000
Economist, Breaking cover, 20.05.2000
Economist, Capitals of capitals, 9.05.2000
Economist, Define and sell, 26.02.2000
Economist, E-money revisited, 22.07.2000
Economist, High-tech finance, 26.10.2000
Economist, How mergers go wrong, 22.07.2000
Economist, Investors, unite, 25.10.1997
Economist, Regulating the Internet, 10-16.06.2000
Economist, Running into trouble, 17-13.06.2000
Economist, Settling scores, Leaders
Economist, Shocking times in Throgmorton Street, 2.09.2000
Economist, Shopping around the web, 26.02.2000
Economist, Stockmarket valuations, 12.10.2000
Economist, Survey international banking, On a wing and a prayer, 17.04.1999
Economist, The failure of new media, 19.08.2000
Economist, The other sort of channel conflict, 20.05.2000
Economist, The virtual threat, Survey, 20.05.2000
Economist, Untangling e-economics, 23.09.2000
Financial Times, A blueprint for the new exchange, 18.09.2000
Financial Times, Accountants to get the measure of the person, 30.08.2000
Financial Times, Age of discontent, 10.08.2000
Financial Times, Agence Europe: Ecofin Council agrees to speed up work for strengthening integration of financial markets, 7.06.2000

- Financial Times*, Another link in Nasdaq's chain, 03.05.2000
- Financial Times*, ASPa for consumers, Survey
- Financial Times*, Banking in Europe, Survey
- Financial Times*, Banks in row over M&A Tables, 28.08.2000
- Financial Times*, Battle for the London exchange: A complete guide, 1.09.2000
- Financial Times*, Big banks to create securities counterparty, 22.10.2000
- Financial Times*, Big boost for Germany's pension reforms, 05.09.2000
- Financial Times*, Boost for German pension deal, 08.08.2000
- Financial Times*, Bourse merger hits new problems, 18.05.2000
- Financial Times*, Bourses merge, 17.04.2000
- Financial Times*, Barclays and Nomura to open shopping portal, 12.10.2000
- Financial Times*, Branch equity, 6.07.2000
- Financial Times*, Brussels aims to quicken financial services harmonisation, 4.07.2000
- Financial Times*, Brussels investment boost, 31.05.2000
- Financial Times*, Changing the guard, 21.04.2000
- Financial Times*, Choice of currency to be key issue, 03.05.2000
- Financial Times*, Cross-border mergers, 10.10.1999
- Financial Times*, Deutsche Börse approves LSE merger, 23.05.2000
- Financial Times*, Deutsche Börse backs merger with London, 23.05.2000
- Financial Times*, ECB head rejects "new economy" claims, 5.07.2000
- Financial Times*, e-commerce support, Survey
- Financial Times*, Editorial comment: Strong economy brings more jobs, 12.07.2000
- Financial Times*, Emphasis moves to shareholder value, Survey
- Financial Times*, e-signatures get final approval, 01.07.2000
- Financial Times*, EU funds sales to soar, 20.08.2000
- Financial Times*, EU proposes investment funds be allowed to invest in wider range of assets, 31.05.2000
- Financial Times*, Euro Markets: Bourse fortunes tied to flotation, 2.10.2000
- Financial Times*, Euronext launches rival to LSE, 22.09.2000
- Financial Times*, Euronext plans new LSE move, 18.09.2000
- Financial Times*, Euronext ponder new approach to LSE, 24.09.2000
- Financial Times*, Euronext puts pressure on European markets, 21.03.2000
- Financial Times*, Euronext to adopt FTSE system, 22.06.2000
- Financial Times*, Euronext to create global equities market, 7.06.2000
- Financial Times*, Europe's chance for full employment, 11.07.2000
- Financial Times*, European e-business review, 1.02.2000
- Financial Times*, European equities overtake US strengths of telecoms, 2.07.2000
- Financial Times*, European IPOs: Technology drives the markets, Survey.
- Financial Times*, European Venture Capital Report Guide, 06.06.2000
- Financial Times*, Europe's bourses, 21.03.2000
- Financial Times*, Exchange set for management shake-up, 14.09.2000

- Financial Times*, Exchanges face legal action over use of iX name, 08.05.2000
- Financial Times*, France advances, 06.08.2000
- Financial Times*, Frankfurt exchange link plan be blocked, 18.05.2000
- Financial Times*, Frankfurt ponders hostile LSE bid, 12.09.2000
- Financial Times*, GEM and iX choose different paths, 7.06.2000
- Financial Times*, German exchange considers launching hostile bid for LSE, 12.09.2000
- Financial Times*, Germany urged to change tax on pensions, 25.20.2000
- Financial Times*, Goldman Sachs in e-venture, 13.06.2000
- Financial Times*, Green light for high-tech venture capital fund, 10.07.2000
- Financial Times*, Greenspan criticises "back office" market transactions, 16.10.2000
- Financial Times*, Hard talking begins in proposed exchange merger, 12.05.2000
- Financial Times*, Healty facade hides forex market frustrations, 2.06.2000
- Financial Times*, How would-be clients can discover hidden hazards, Survey
- Financial Times*, In need of a thorough overhaul, Survey
- Financial Times*, International capital markets 2000, Survey
- Financial Times*, International Capital markets, Survey on global finance
- Financial Times*, Irish Times: Business & Finance, 12.07.2000
- Financial Times*, iX may reduce settlement costs, 9.06 2000
- Financial Times*, iX merger. 12.05.2000
- Financial Times*, Key points of the merger, 03.05.2000
- Financial Times*, Keyboard's last word, 7.08.2000
- Financial Times*, Leading banks agree anti-money laundering code, 20.10.2000
- Financial Times*, Lex: UK gilts, 13.08.2000
- Financial Times*, Liffe offers LSE technology link, 20.09.2000
- Financial Times*, Lisbon bourse talks to join Euronext in 2001, 3.10.2000
- Financial Times*, LME hires OM Technology, 14.09.2000
- Financial Times*, LSE and Deutsche Börse clear merger obstacle, 25.04.2000
- Financial Times*, LSE board faces vote rebellion over iX, 13.09.2000
- Financial Times*, LSE chief all but out merger with rivals, 25.10.2000
- Financial Times*, LSE could be valued at \$1bn, 4.07.2000
- Financial Times*, LSE crises deepens, 15.09.2000
- Financial Times*, LSE to create European market for growth stocks, 7.10.2000
- Financial Times*, Malaysia modernises bond markets, 2.07.2000
- Financial Times*, m-commerce: Poised to deny America IT pie, European e-business review
- Financial Times*, Merrill offers new pensions, 10.07.2000
- Financial Times*, Ministers support fast EU rulings on bids, 15.05.2000
- Financial Times*, MPs to quiz exchange on listing shares in euros, 14.05.2000
- Financial Times*, Nasdaq to announce network link with NYSE, 12.06.2000
- Financial Times*, New wave of US stocks goes decimal, 25.09.2000
- Financial Times*, NYSE rules out hostile bid for LSE, 5.10.2000

- Financial Times*, NYSE steps up Euronext talks, 10.05.2000
- Financial Times*, Payroll taxes become a pain, 17.08.2000
- Financial Times*, Pension Fund Investment, Survey
- Financial Times*, Pension Fund Investment, Survey
- Financial Times*, Pension funds want solvency test scrapped, 18.07.2000
- Financial Times*, Personal Finance, 17.08.2000
- Financial Times*, Private equity - The Buy-Out Market 2000, Survey
- Financial Times*, Report calls for changes to spur venture capital funding in EU, 19.10.2000
- Financial Times*, Retail stockbrokers seek to delay vote on iX, 19.06.2000
- Financial Times*, SEC launches probe on audit, 08.08.2000
- Financial Times*, Seductive software services on offer, Survey
- Financial Times*, Sets may be scrapped early next year, 03.05.2000
- Financial Times*, SFE plans deal with clearing business, 14.09.2000
- Financial Times*, Shadow over the talks on potential Frankfurt merger, 05.04.2000
- Financial Times*, Shareholder prompted to rethink their votes, 12.09.2000
- Financial Times*, Shareholders control exchange's future, 13.09.2000
- Financial Times*, Stock exchange outsider with a record of reform, 21.04.2000
- Financial Times*, Stock markets "must merge to survive", 23.05.2000
- Financial Times*, Stocks and Derivatives Exchanges 0300, Survey on E-Trading
- Financial Times*, Swedish state increased holding before bid, 13.09.2000
- Financial Times*, Talking Stock: Internet crunch-time?, 23.08.2000
- Financial Times*, The long view: Technology markets spread volatility, 20.10.2000
- Financial Times*, Trust managers set to offer pensions, 11.07.2000
- Financial Times*, UK and Germany consider Nasdaq deal, 02.05.2000
- Financial Times*, UK fund managers appeal on iX standards, 25.05.2000
- Financial Times*, UK mulls pension rescue fund, 13.08.2000
- Financial Times*, Watchdog examines Sweden's OM share trading, 13.09.2000
- Financial Times*, Wholesale banking, Survey
- Financial Times*, Banks question stock market link, 09.05.2000
- IFS*, Partnership in pensions: an assessment, 11.08.2000
- IFS*, Pension reform: An international comparison, 04.02.2000
- IFS*, The government's proposals for stakeholder pensions, Briefing Note No. 1, 10.1999
- Inc*, How to finance anything, 01.04.2000
- Inc*, Small Talk, 15.05.1996
- Inc*, The Defiant Ones, 04.10.2000
- Inc*, The forgotten role of venture capital, 04.10.2000
- Inc*, The French connection, 04.10.2000
- La Repubblica*, Borse in Rete: due campioni a confronto, 05.10.2000
- La Repubblica*, Internet: parte la prima banca giapponese solo in Rete, 12.10.2000
- La Repubblica*, La Borsa online ha fatto boom, 05.10.2000

- La Repubblica*, La carica dei baby-trader liceali e investitori, 05.10.2000
- Licht A. N., *Stock market integration in Europe*, Harvard Law School, 03.1997
- Red Herring*, Eurobankers found missing!, 04.10.2000
- Red Herring*, Off the Infobahn and into a Rut, 04.10.2000
- Red Herring*, VCs in Europe, 15.03.2000
- Single market news*, Directive sur les OPA: Position commune du Conseil, No. 22, 07.2000
- Single market news*, Financial reporting standards: Commission outlines a new strategy, No. 22, 07.2000
- The Standard*, Nasdaq to Expand Role of ECNs in NYSE Trading, 13.06.2000
- The Wall Street Journal*, Insurers Eye Internet Via Banks, 26.06.2000
- The Wall Street Journal*, Long hours pose challenge to unions, 05.10.2000
- The Wall Street Journal*, Some Mergers Fail to Reach 'Day 1', 26.06.2000

Elektronische Adressen

- <http://eur-op.eu.int/opnews/100/en/t04012.htm>
- <http://eur-op.eu.int/opnews/100/en/t11.htm>
- http://europa.eu.int/comm/economy_finance/document/financialmrkt/riskcapital_en.htm
- http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/amn/smn13/s13mn17.htm
- http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/account/index.htm
- http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/account/news/2k-187.htm
- http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/account/news/186.htm
- http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/account/news/1132.htm
- http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/audit/committ/index.htm
- http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/audit/news/1134.htm
- http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/audit/news/399.htm
- http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/audit/news/696.htm
- http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/takeoverfaq.htm
- http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/takeover2.htm
- http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/takeover.htm
- http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/34.htm
- http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/strategy.htm
- http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/studies.htm
- http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finance/general/969.htm
- http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/progress1.htm
Financial Services Action Plan –First Progress Report
- http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/introexperts.htm
Forum Group of Market Experts – Explanatory note
- http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/banks/2k-454.htm
- http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/banks/307.htm
- http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/banks/capad.htm
- http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/banks/coopl.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/banks/cpad.htm
Financial services: consultation launched on new capital adequacy framework

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/company/company/news/1022.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/consumer/566.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/consumer/891.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/consumer/99-559.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/consumer/bio516.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/consumer/lv1.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/2k-24.htm
Financial Services Policy Group discusses securities markets

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/2k-99.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/587.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/590.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/637.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/637.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/716.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/727.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/87.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/fsgp.htm
Financial Services Policy Group –third meeting

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/pogroup.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/insur/116.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/insur/2k-529.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/insur/703.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/insur/87.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/insur/882.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/insur/generalgood.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/insur/insen.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/pensions/447.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/pensions/507.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/pensions/856.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/pensions/pensions.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/media/infso/sign.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/smn/smn20/s20mn06.htm

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/speeches/spch114.htm

http://europa.eu.int/comm/trade/faqs/e_comm.htm

http://europa.eu.int/eur-lex/en/lif/dat/1998/en_392L0049.html

http://europa.eu.int/eur-lex/en/lif/dat/1998/en_392L0096.html

http://europa.eu.int/eur-lex/en/lif/dat/1998/en_398Y1214_02.html

http://europa.eu.int/eur-lex/it/lif/dat/1997/it_397R1310.html

http://europa.eu.int/eur-lex/it/lif/dat/1997/it_398R0447.html

http://europa.eu.int/eur-lex/it/lif/dat/1998/it_398L0078.html
<http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/lvb/l2403a.htm>
<http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/lvb/l24221>
<http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/lvb/l26007.htm>
<http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/lvb/l26014.htm>
<http://europa.eu.int/scadplus/leg/it/lvb/l26039.htm>
http://news.bbc.co.uk/hi/english/business/business_basics/newsid_366000/366797.stm
<http://strategis.ic.gc.ca/SSG/is10121e.html>
<http://traker.enetpep.co.uk/archive/000101book.html>
http://www.1999.cliffordchance.com/library/newsletters/inter_funds/section9.html
<http://www.bourse-de-paris.fr/indexgb.htm>
<http://www.cipe.org/pub/cee/hungary/vc.html>
<http://www.consumersinternational.org/campaigns/competition/competition5.html>
<http://www.cosatu.org.za/docs/1998/competbi.htm>, Competition Bill
http://www.eudel.com/eudel/newsletter4445/eu_risk_capital.htm
<http://www.euronext.com/em/euronextinfo/history/index.html>
http://www.europateam.cc.cec/eur-lex/en/lif/dat/1985/en_385L0611.html
http://www.europateam.cc.cec/eur-lex/en/lif/dat/1988/en_388L0220.html
http://www.europateam.cc.cec/eur-lex/en/lif/dat/1995/en_395L0026.html
http://www.europateam.cc.cec/eur-lex/en/lif/dat/1999/en_399Y1007_02.html
<http://www.europeanvc.com/perspective.htm>
http://www.exchange.de/INTERNET/EXCHANGE/mainpage_e.php3
<http://www.ft.com/ftsurveys/industry/sc22c26.htm>
Single market: Crucial for EU's competitiveness
http://www.globaltechnoscan.com/venture_capital_in_europe.htm
<http://www.growco.com/vencap.htm>
<http://www.hugheshubbard.com/data/whatnew/articles/highC.html>
http://www.iasc.org.uk/news/cen8_097.htm
http://www.ici.org/issues/eu_ucits_new2000.html
<http://www.isolaandisola.com/fiducits.html>
<http://www.itdd.co.uk/stats/value.htm>
<http://www.law.kuleuven.ac.be/icri/projects/report.data/execitive.htm>
<http://www.law.wisc.edu/newsletter/1997/Oct6/cross-border.htm>
http://www.lawinfo.com/forum/uci_1.html
<http://www.londonstockexchange.com>
<http://www.macfarlanes.com/bulletins/financial/98/autumn.html>
<http://www.msnbc.com/news/468474.asp?cp1=1>
<http://www.nasdaq.com>
http://www.nasdaqnews.com/news/pr2000/ne_section00_111.html
http://www.neweconomyindex.org/states/part5_page5.html

<http://www.nyse.com/content/articles/NT0005EF3E.html>
<http://www.nyse.com/content/articles/NT0005F632.html>
<http://www.nyse.com/regualtion/surveillance.html>
<http://www.oecs.org/dsti/sti/it/ec/prod/dismantl.htm>
<http://www.of.gov.uk/html/rsearch/sp-arch/speech37.htm>
<http://www.parliament.the-stationery-office.co.uk/pa/cm199899/cmstand.../91021s01.ht>
<http://www.pionline.com/pension/reports/story1.htm>
<http://www.pionline.com/pension/reports/story2.htm>
http://www.portugal.ue-2000.pt/uk/docmne_main02.htm
http://www.pwcglobal.com/lu/eng/about/press-rm/luxbus_ucits_0400.html
http://www.repubblica.it/europa.lex/politica/politica000.../politica000622_e_direttiva.htm
Risparmio, identica tuela nell'Unione europea
<http://www.repubblica.it/online/smau/rifkin/rifkin/rifkin.html>
"Il mondo? In affitto" La profezia di Rifkin.
<http://www.reuters.com/magazine/mayjun00/euro.htm>
<http://www.risk.ifci/ch/142660.htm>
http://www.sonpo.or.jp/english/eng_4909.html
<http://www.stern.nyu.edu/~mbloch/docs/roadtoec/ec.htm>
<http://www.abbl.lu/uk/opevm.htm>

Anhang 1

TABELLE 2: Ausgewählte Länder und Anmeldebestimmungen

Land	Anmeldebestimmung	Verfahren
Australien	Freiwilliges Anmeldesystem im Rahmen der Competition Policy Reform Bill von 1995.	Ein Antrag zur Genehmigung muss innerhalb von 14 Tagen nach Abschluss der Vereinbarung erfolgen.
Belgien*	Anmeldung vor Zusammenschluss erforderlich, wenn der weltweite Gesamtumsatz der Parteien im vorangegangenen Geschäftsjahr BEF 3 Mrd. (USD 82,7 Mio.) übersteigt und der gemeinsame Marktanteil der Firmen 25 % in einem relevanten Produktmarkt in Belgien überschreitet.	Anmeldung bei der Wettbewerbsbehörde per Formular CONC C/C-1 innerhalb einer Woche nach Unterzeichnung, Ankündigung, oder Übernahme der Kontrolle. Erstentscheidung wird innerhalb eines Monats getroffen; für weitere Untersuchungen stehen maximal 75 Tage zur Verfügung. Genehmigung vor Umsetzung erforderlich.
Brasilien	Das Gesetz von 1994 regelt eine freiwillige Anmeldung vor und eine verpflichtende Anmeldung nach Zusammenschluss. Eine Einreichungspflicht nach Zusammenschluss besteht, wenn: (i) eine der Transaktionsparteien einen jährlichen Umsatz in Brasilien von mehr als UFIR 100 Mio. hat (eine brasilianische Werteinheit, die auf einem vom brasilianischen Finanzministerium quartalsweise festgelegten Verbraucherindex beruht; etwa USD 88 Mio. zum aktuellen Wechselkurs) oder (ii) das gemeinsame Unternehmen einen Anteil von 20 % oder mehr an einem ordnungsgemäß definierten relevanten Produkt-/Dienstleistungsmarkt in Brasilien haben wird, in dem es eine Wettbewerbsüberlappung der Parteien gibt (d. h., aus einem Marktanteil von über 20 % eines einzigen Unternehmens ergibt sich keine Einreichungspflicht).	Anmeldung bei CADE (Conselho Administrativo de Defesa Economica) innerhalb von 15 Tagen nach Zusammenschluss.
Dänemark*	Anmeldung vor Zusammenschluss erforderlich, wenn dieser zur Bildung eines „beherrschenden Einflusses“ auf einen relevanten Markt oder zu einer erheblichen Einschränkung des Wettbewerbs führen wird oder kann. Da es keine festen Richtlinien gibt, was einen beherrschenden Einfluss darstellt, wird empfohlen, dass eine Anmeldung bei jedem Zusammenschluss erfolgt, der unter Umständen zu einem „beherrschenden Einfluss“ führen könnte.	Anmeldung des Zusammenschlusses muss binnen 14 Tagen nach Abschluss der Vereinbarung erfolgen. Erfolgt die Anmeldung nicht innerhalb des angegebenen Zeitraums, ist die Vereinbarung nichtig. Unter Umständen müssen informelle vorläufige Regelungen von der Wettbewerbsbehörde eingeholt werden.
Deutschland*	Vor Abschluss: Anmeldung erforderlich, wenn: (i) eine Partei einen weltweiten Umsatz von mehr als DEM 2 Mrd. (USD 1,13 Mrd.) erzielt oder (ii) jede von mindestens zwei Parteien einen weltweiten Umsatz von mehr als DEM 1 Mrd. (USD 564 Mio.) erzielt. Lokale „Auswirkungen“ erforderlich (siehe unten). Nach Abschluss: Anmeldung erforderlich, wenn der weltweite Gesamtumsatz der Parteien DEM 500 Mio. (USD 282 Mio.) übersteigt. Lokale „Auswirkungen“ erforderlich.	Wenn für eine Transaktion Anmeldepflicht besteht, erfolgt diese an das Bundeskartellamt. Wenn das Kartellamt nicht innerhalb eines Monats nach Anmeldung der Transaktion tätig wird, können die Parteien den Abschluss vollziehen.

Europäische Union und Europäischer Wirtschaftsraum	Bei allen Zusammenschlüssen mit einer gemeinschaftsweiten Bedeutung muss eine vorherige Anmeldung erfolgen. Die Kommission der Europäischen Gemeinschaften hat die alleinige Rechtsprechung bei Zusammenschlüssen mit einer gemeinschaftsweiten Bedeutung, die bestimmte Schwellenwerte überschreiten. Mit Wirkung vom 1. 3. 1998 unterliegen Konzentrationen einer Anmeldepflicht, wenn: (1) der weltweite Gesamtumsatz der Parteien mehr als 5 Mrd. ECU und (2) der gemeinschaftsweite Umsatz jeder von mindestens zwei Parteien mehr als ECU 250 Mio. beträgt (sofern nicht jede der beiden Parteien mehr als 2/3 ihres gemeinschaftsweiten Gesamtumsatzes in einem Mitgliedstaat erzielt). Anmeldepflichten gelten auch für Konzentrationen, bei denen: (1) der weltweite Gesamtumsatz der Parteien mehr als ECU 2,5 Mrd. beträgt, und (2) der gemeinschaftsweite Umsatz jeder von mindestens zwei Parteien ECU 100 Mio. übersteigt, und (3) in jedem von mindestens drei Mitgliedstaaten der Gesamtumsatz aller Parteien ECU 100 Mio. übersteigt und (4) in jedem von mindestens drei Mitgliedstaaten der Umsatz jeder von mindestens zwei Parteien ECU 25 Mio. übersteigt (sofern nicht jede der Parteien mehr als 2/3 ihres gemeinschaftsweiten Gesamtumsatzes in einem Mitgliedstaat erzielt).	Anmeldung muss an die Merger Task Force der Kommission auf Formular CO (24 Kopien) mit begleitender Dokumentation erfolgen. Die Kommission muss eine vorläufige Entscheidung binnen eines Monats nach Stichtag der Anmeldung treffen. Mit Wirkung vom 1. 3. 1998 beträgt die Frist sechs Wochen, innerhalb derer die Parteien Zusagen einreichen können, die als Grundlage für eine Genehmigungsentscheidung dienen sollen. Es gibt Regelungen für Folgeuntersuchungen, wenn es Fragen bezüglich der Marktbeherrschung geben sollte. Diese Folgeverfahren können maximal vier Monate dauern. Die Parteien dürfen die Transaktion erst umsetzen, wenn eine endgültige Entscheidung getroffen ist.
Frankreich*	Anmeldung vor Zusammenschluss ist freiwillig, aber empfohlen für Fusionen, bei denen: (i) der gesamte Umsatz aller Parteien in Frankreich mindestens FRF 7 Mrd. (USD 1,19 Mrd.) beträgt und jede von mindestens zwei Parteien in Frankreich einen Umsatz von mindestens FRF 2 Mrd. (USD 338,6 Mio.) hat oder (ii) der gemeinsame Marktanteil der Firmen in Frankreich mindestens 25 % in einem relevanten Produktmarkt beträgt.	Freiwillige Anmeldung empfohlen für geplante Zusammenschlüsse bzw. für Zusammenschlüsse, die seit weniger als 3 Monaten in Kraft sind.
Griechenland*	Anmeldung vor Zusammenschluss erforderlich, wenn: (i) die Parteien in Griechenland einen Marktanteil von mindestens 25 % haben werden oder (ii) der gesamte weltweite Umsatz mindestens dem Gegenwert von ECU 50 Mio. (USD 55,5 Mio.) in Drachmen entspricht und mindestens zwei der Firmen einen Umsatz auf dem griechischen Markt haben, der mindestens dem Gegenwert von ECU 5 Mio. (USD 5,5 Mio.) in Drachmen entspricht. Anmeldung nach Zusammenschluss erforderlich, wenn: (i) die Parteien einen Marktanteil in Griechenland von mindestens 10 % haben werden oder (ii) der Gesamtumsatz der Firmen mindestens dem Gegenwert von ECU 10 Mio. (USD 11,1 Mio.) in Drachmen entspricht.	Anmeldung vor Zusammenschluss muss innerhalb von zehn Arbeitstagen nach Abschluss der Vereinbarung an die Wettbewerbskommission erfolgen. Untersuchungszeitraum in der Regel ein Monat mit möglicher Verlängerung um zwei Monate. Umsetzung der Transaktion erst nach Entscheidung der Wettbewerbskommission gestattet.
Großbritannien	Keine Anmeldepflicht vor Zusammenschluss, aber Anmeldung empfohlen, wenn: (i) die gemeinsame Firma als Ergebnis des Zusammenschlusses einen Marktanteil in Großbritannien von mehr als 25 % hat oder (ii) das weltweite Anlagevermögen der Zielgesellschaft GBP 70 Mio. (USD 113 Mio.) übersteigt. Darüber hinaus sind „lokale“ Auswirkungen erforderlich: mindestens eine Partei muss in Großbritannien „geschäftlich tätig sein“.	Es gibt drei Arten der Anmeldung: rechtliche Genehmigung, informelle Genehmigung und vertrauliche Anweisung.
Irland*	Die gesetzlichen Schwellenwerte für Anmeldungen geben nicht an, ob sie sich auf den weltweiten oder nur den Umsatz der Parteien in Irland beziehen, und die irischen Behörden haben keine offizielle Position bekannt gegeben. Aus diesem Grund hat sich die folgende informelle, aber konsistente Praxis entwickelt: Anmeldung erforderlich, wenn: (i) jede von mindestens zwei Parteien ein weltweites Anlagevermögen von mehr als IEP 10 Mio. (USD 14,6 Mio.) besitzt oder jede von mindestens zwei Parteien einen weltweiten Umsatz von mehr als IEP 20 Mio. (USD 29,3 Mio.) erzielt und (ii) die Zielgesellschaft in Irland ein Anlagevermögen von mehr als IEP 10 Mio. (USD 14,6 Mio.) hat oder einen Umsatz in Irland von mehr als IEP 20	Jede der Parteien muss den Minister für Unternehmen, Handel und Beschäftigung schriftlich innerhalb eines Monats nach Unterbreitung eines annahmefähigen Angebots benachrichtigen. Nach der Anmeldung muss der Minister binnen drei Monaten eine Entscheidung über den Zusammenschluss treffen. Der Minister muss binnen 30 Tagen entscheiden, ob die Angelegenheit an die Wettbewerbsbehörde weitergeleitet wird. Falls eine Weiterleitung stattfindet, muss die Wettbewerbsbehörde dem Minister in der Regel binnen 30 Tagen

	Mio. (USD 29,3 Mio.) erzielt.	Bericht erstatten.
Italien*	Anmeldung erforderlich, wenn die Zielgesellschaft einen Umsatz in Italien von mehr als ITL 671 Mrd. (USD 390 Mio.) hat oder der gemeinsame Umsatz der Parteien in Italien ITL 67,1 Mrd. (USD 39 Mio.) übersteigt.	Nach Anmeldung muss die Behörde binnen 30 Tagen die Parteien informieren, ob eine Untersuchung bezüglich des Zusammenschlusses stattfindet. Wenn eine Untersuchung eingeleitet wird, muss die Behörde die Parteien binnen 45 Tagen über ihre Entscheidung in Kenntnis setzen.
Japan	Die im Antimonopolgesetz vorgesehene Anmeldepflicht vor Zusammenschluss gilt nur für „Übernahmen von Unternehmen“ zwischen japanischen Firmen, oder wenn die japanische Tochtergesellschaft einer ausländischen Firma mit einer japanischen Firma fusioniert.	
Kanada	Anmeldung vor Zusammenschluss erforderlich, wenn das gemeinsame Anlagevermögen der Parteien in Kanada oder der gemeinsame Umsatz der Parteien von Verkäufen in, aus oder nach Kanada CAD 400 Mio. (USD 288,6 Mio.) übersteigt und das kanadische Anlagevermögen der Zielgesellschaft oder ihr Umsatz in oder aus Geschäften mit Kanada CAD 35 Mio. (USD 25,3 Mio.) übersteigt. Hinweis: Eine Übersicht über die relevanten Regelungen im Canadian Competition Act und dem Investment Canada Act finden Sie im Memorandum von Stikeman, Elliott vom 14. Oktober 1997.	Wenn für eine Transaktion eine Anmeldepflicht besteht, dann muss diese bei der Wettbewerbsbehörde erfolgen.
Mexiko	Anmeldepflicht vor Zusammenschluss, wenn: (i) der Wert der Transaktion(en) mehr als das 12.000.000-Fache des im Bundesdistrikt geltenden täglichen Mindestlohns beträgt, (ii) die Transaktion(en) zur Akkumulation von mindestens 35 % des Anlagevermögens einer Organisation führt bzw. führen, deren Anlagevermögen oder Umsatz mehr als das 12.000.000-Fache des im Bundesdistrikt geltenden täglichen Mindestlohns beträgt bzw. betragen oder (iii) zwei oder mehr Organisationen beteiligt sind und ihr gemeinsames oder getrenntes Umsatzvolumen mehr als das 48.000.000-Fache des im Bundesdistrikt geltenden täglichen Mindestlohns beträgt und die Transaktion zur Akkumulierung eines Anlagevermögens führt, das mehr als das 48.000.000-Fache des im Bundesdistrikt geltenden täglichen Mindestlohns beträgt (Bundesgesetz für den wirtschaftlichen Wettbewerb, § 20).	Anmeldung an die Bundeswettbewerbskommission muss schriftlich erfolgen, und die Kommission kann zusätzliche Informationen anfordern. Die Kommission muss ihre Entscheidung über den Zusammenschluss binnen 45 Tagen nach Anmeldung bekannt geben. Falls keine Entscheidung getroffen wird, gilt der Zusammenschluss als genehmigt.
Niederlande*	Anmeldung vor Zusammenschluss erforderlich, wenn: (i) der weltweite Gesamtumsatz NLG 250 Mio. (USD 126 Mio.) übersteigt und (ii) mindestens zwei der Firmen jeweils einen Jahresumsatz von NLG 30 Mio. (USD 15 Mio.) in den Niederlanden erzielen.	Nach der Anmeldung müssen die Parteien vier Wochen auf eine Entscheidung warten; sollte aber eine Folgeuntersuchung eingeleitet werden, müssen die Parteien weitere 13 Wochen auf eine Entscheidung warten.
Österreich*	Anmeldung vor Zusammenschluss erforderlich, wenn die Parteien im Geschäftsjahr vor dem Zusammenschluss (i) einen weltweiten Gesamtumsatz von ATS 3,5 Mrd. (USD 282,5 Mio.) hatten und (ii) mindestens zwei Parteien einen Umsatz von ATS 5 Mio. (USD 0,4 Mio.) in Österreich hatten. Anmeldung nach Zusammenschluss erforderlich, wenn der gemeinsame weltweite Gesamtumsatz aller Parteien einer Konzentration mindestens ATS 150 Mio. (USD 12,1 Mio.), aber weniger als die eine Anmeldung vor Zusammenschluss erforderlich machenden Schwellenwerte für Umsatz oder Anlagevermögen beträgt.	Anmeldung bei der Kartellbehörde. Eine Konzentration kann erst erfolgen, wenn die Kartellbehörde Folgendes bestätigt hat: (1) Keine offizielle Stelle hat eine Überprüfung beantragt, (2) die 5-monatige Frist, in der die Kartellbehörde die Konzentration untersagen kann, ist abgelaufen oder (3) die Konzentration ist nicht untersagt. Die Konzentration gilt als genehmigt, wenn innerhalb von 4 Wochen nach der Anmeldung keine Untersuchung eröffnet wurde.
Portugal*	Anmeldung vor Zusammenschluss erforderlich, wenn als dessen Ergebnis: (i) die gemeinsame Firma in Portugal einen Marktanteil von 30 % oder mehr erreicht oder (ii) die gemeinsame Firma einen Umsatz in Portugal von mindestens PTE 30 Mrd. (USD 167 Mio.) erzielt.	Nach Anmeldung beim Minister kann dieser binnen 50 Tagen die Transaktion an den Wettbewerbsrat weiterleiten. Falls eine Weiterleitung erfolgt, muss der Wettbewerbsrat dem Minister innerhalb von

		30 Tagen Bericht erstatten. Sobald der Minister vom Wettbewerbsrat unterrichtet worden ist, muss er binnen weiterer 15 Tage eine Entscheidung treffen. Die Transaktion ist bis zur Genehmigung nichtig.
Russland	Anmeldung vor Zusammenschluss an die Antimonopol-Bundesbehörde ist bei Übernahmen erforderlich, wenn das Nettoanlagevermögen der übernehmenden Gesellschaft mehr als das 100.000-Fache des monatlichen Mindestlohns beträgt oder die übernehmende Gesellschaft im staatlichen Verzeichnis von Monopolunternehmen als „beherrschend“ aufgeführt ist – d. h., dass ihr Marktanteil mehr als 35 % beträgt.	Anmeldung binnen 15 Tagen nach Anmeldung der Transaktion erforderlich. Ohne Genehmigung vollzogene Transaktionen werden von der Antimonopol-Bundesbehörde für nichtig erklärt. Antragsteller wird binnen 15 Tagen nach Antragstellung über die Genehmigung der Transaktion informiert.
Schweden*	Anmeldung vor Zusammenschluss erforderlich, wenn die Parteien einen weltweiten Gesamtumsatz von mehr als SEK 4 Mrd. (USD 527 Mio.) erzielen. Das Gesetz gilt für jeden Zusammenschluss, bei dem mindestens eine Partei in Schweden geschäftlich tätig oder ein in Schweden geschäftlich tätiges Unternehmen betroffen ist.	Anmeldung bei der Wettbewerbsbehörde. Nach einer vollständigen Anmeldung muss die Wettbewerbsbehörde binnen 30 Tagen entweder eine Entscheidung über den Zusammenschluss treffen oder eine gesonderte Untersuchung einleiten.
Südkorea	Anmeldepflicht nach Zusammenschluss laut Artikel 7 (4) des Gesetzes über Monopolverordnungen und lauterer Wettbewerb, wenn das Eigenkapital des gemeinsamen Unternehmens KRW 5 Mrd. (USD 5,5 Mio.) oder sein Anlagevermögen KRW 20 Mrd. (USD 22 Mio.) übersteigt und die gemeinsame Tätigkeit den Wettbewerb in einem relevanten Markt deutlich beschränkt.	Die Parteien müssen die koreanische Kommission für lauterer Wettbewerb binnen 30 Tagen nach Entscheidung des Board, Teilhaberbeschluss usw. benachrichtigen. Laut Artikel 12 muss die Kommission die Transaktion innerhalb von 60 Tagen prüfen. Maximaler gesetzlicher Zeitraum ist 90 Tage.
Tschechische Republik	Anmeldung vor Zusammenschluss erforderlich, wenn ein Marktanteil in einem relevanten Markt 30 % übersteigt. Beträgt der Anteil knapp 30 %, wird eine Benachrichtigung empfohlen.	Antrag erfolgt an das Ministerium für Wirtschaftswettbewerb. In schwierigen Fällen muss das Ministerium binnen 60 Tagen eine Entscheidung treffen.
Ungarn	Anmeldung vor Zusammenschluss ist erforderlich, und die zu fusionierenden Parteien müssen einen gemeinsamen Antrag an das Büro für Wirtschaftswettbewerb stellen, wenn: (i) die Parteien einen gemeinsamen Anteil von mehr als 30 % auf dem relevanten Markt haben werden oder (ii) der Gesamtumsatz der Parteien HUF 10 Mrd. (etwa USD 51,1 Mio. im Jahr 1996) im Jahr übersteigt.	Nach Anmeldung muss der Wettbewerbsrat innerhalb von 90 Tagen über den Antrag auf Zusammenschluss entscheiden; die Frist kann jedoch einmal auf bis zu 6 Monate ausgedehnt werden. Wenn der Wettbewerbsrat die Fristen nicht einhalten kann, gilt die Genehmigung für den Zusammenschluss als erteilt.
USA	Laut Hart-Scott-Rodino Act ist eine Anmeldung vor Zusammenschluss erforderlich.	

Quelle: Hubbard, H., Reed LLP, „The high cost of cross-border merger reviews“

Anhang 2

TABELLE 3: Staatliche Alterssicherung in Form einer Regelsicherung

Land	Art des Systems/ der Systeme	Umlagefinanziert/kapitalgedeckt Anteile am Beitrag	Rente: Einheitliche Grundrente/einkommensabhängige Rente	Rente: Verbindung zur zweiten Säule
1. Belgien	Staatliche Pflichtversicherung für alle Arbeitnehmer, Selbstständigen und Beamten.	Umlagefinanziert: durch Beiträge des Arbeitgebers (8,86 % des Jahresentgelts), des Arbeitnehmers (7,5 %) und einen staatlichen Zuschuss (2,2 %).	Je nach Beitragsbetrag.	Keine
2. Dänemark	1. Staatliche Pflichtversicherungsrente. 2. Ergänzende gesetzliche Altersversorgung (ATP).	1. Umlagefinanziert: keine direkten Beiträge, Finanzierung durch direkte Steuern. 2. Beitragshöhe für Arbeitnehmer und -geber abhängig von der Wochenarbeitszeit der Arbeitnehmer.	1. Einheitliche Grundrente plus zusätzliche Beiträge aus Renten im Zusammenhang mit anderen Einkommensformen. 2. Je nach Höhe und Dauer der Beitragsleistung.	1. Ja, ergänzende Altersversorgung aus der zweiten oder dritten Säule kann den staatlichen Rentenbetrag verringern. 2. Keine
3. Deutschland	Staatliche Regelsicherung mit Pflichtversicherung.	Umlagefinanziert: Arbeitgeber und Arbeitnehmer zahlen jeweils 9,75 % des Arbeitsentgelts.	Je nach Höhe der eingezahlten Beiträge und Dauer der Beitragsleistung.	Keine
4. Finnland	Staatliche Pflichtversicherung.	Umlagefinanziert: Finanzierung durch Beiträge des Arbeitgebers (2,4 – 4,9 % des Jahresentgelts).	Je nach Höhe des Beitrags, Familienstand, Aufenthaltsdauer und Wohnort im Land.	Ja, andere Renten können den staatlichen Rentenbetrag verringern.
5. Frankreich	Staatliche Pflichtversicherung	Umlagefinanziert: finanziert durch Beiträge des Arbeitgebers (9,8 % des Jahresentgelts) und des Arbeitnehmers (6,55 %).	Je nach Höhe der Beitragsleistung.	Keine
6. Griechenland	1. Nationale Rentenpflichtversicherung. Gesetzliche Grundversorgung (Allgemeines System und Sondersysteme) für abhängig Beschäftigte, Selbstständige, Beamte u. ä. Kategorien, Seeleute und Landwirte. 2. Zusätzliche gesetzliche Pflichtversicherungssysteme für abhängig Beschäftigte, Selbstständige, Beamte u. ä. Kategorien.	Umlagefinanziert: Arbeitnehmerbeitrag 6,67 % des Jahresentgelts, Arbeitgeberbeitrag 13,33 %. Für Personen, die dem System nach dem 01.01. 1993 beigetreten sind, hat der Staat einen zusätzlichen Beitrag in Höhe von 10 % zu entrichten..	Je nach Höhe der Beitragsleistung. Die Höhe der Zusatzrente richtet sich nach der Zahl der Beitragsjahre und der Zahl der Unterhaltsberechtigten.	Keine
7. Irland	Staatliche Pflichtversicherung.	Steuerfinanziertes Umlageverfahren.	Einheitliche Grundrente mit Zuschlägen.	Keine
8. Italien	Staatliche Pflichtversicherung	Umlagefinanziert: die Beiträge belaufen sich auf 32,70 % des Jahresentgelts, davon werden 8,89 % von den Arbeitnehmern gezahlt.	Die Leistungen sind das Produkt aus den Beiträgen und den entsprechend dem Alter des Rentenempfängers	Keine

9. Luxemburg	Staatliche Pflichtversicherung: nur für Personen, deren Arbeitsentgelt unter der Bemessungsgrenze der Sozialversicherung liegt.	Umlagefinanziert: Arbeitnehmer, Arbeitgeber und Staat leisten jeweils Beiträge in Höhe von 8 % des Jahresentgelts.	berechneten versicherungstechnischen Koeffizienten. Je nach Höhe der Beitragsleistung.	Ja, wenn die zusätzlichen Einkünfte oder Zusatzrenten eine bestimmte Grenze übersteigen, kann sich der Betrag der Altersrente verringern.
10. Niederlande	Staatliche Pflichtversicherung	Umlagefinanziert: lediglich der Arbeitnehmer zahlt Beiträge in Höhe von 17,9 % des Jahresentgelts bis maximal EUR 22.233.	Je nach Anzahl der Aufenthaltsjahre im Land.	Keine
11. Österreich	Staatliche Altersvorsorge mit Pflichtversicherung für alle Arbeitnehmer, Selbstständigen und Beamten.	Umlagefinanziert: Arbeitgeberbeitrag 12,55 %, Arbeitnehmerbeitrag 10,25 % des Jahresentgelts.	Je nach Höhe der Beitragsleistung.	Keine
12. Portugal	Staatliche Pflichtversicherung	Umlagefinanziert: der Arbeitnehmer zahlt 11 % und der Arbeitgeber 23,75 % des Jahresentgelts.	Je nach Durchschnittsverdienst in den zehn besten Beitragsjahren der letzten fünfzehn Jahre und je nach den Beitragszeiten.	Keine
13. Schweden	1. Basisversorgungssystem 2. Vorfinanziertes Altersversorgungssystem	1. Umlagefinanziert: Finanzierung aus einem Beitrag von 16 % des Einkommens. 2. Durch einen Beitrag von 2,5 % des Einkommens individuell finanziertes System.	1. Je nach Lebenseinkommen und Zahl der Beschäftigungsjahre (wegen des jährlichen Höchstbetrags). 2. Je nach eingezahlten Prämien.	1. Keine 2. Keine
14. Spanien	Staatliche Pflichtversicherung	Umlagefinanziert: die Rentenversicherungsbeiträge belaufen sich auf 6,4 % des Jahresarbeitsentgelts für den Arbeitnehmer und 30,8 % für den Arbeitgeber.	Je nach Durchschnittsentgelt in den letzten 15 Jahren vor dem Ruhestand.	Keine
15. Vereinigtes Königreich	1. Staatliche Basispflichtversicherung 2. SERPS: ergänzende Altersversorgung für Arbeitnehmer mit mehr als EUR 98,95 Wochenverdienst, die nicht aus dem staatlichen Versorgungssystem ausgeschieden sind.	Umlagefinanziert: der Arbeitnehmer zahlt 10 % des Wocheneinkommens zwischen EUR 98,95 und EUR 749,60 und der Arbeitgeber 12,2 % der Wocheneinkommen seiner Arbeitnehmer über EUR 124,43 Beitrag.	1. Einheitliche Grundrente: abhängig von den Beitragsjahren und einer Mindestzahl von Beitragsjahren. 2. Abhängig vom Verdienst während des Erwerbslebens zwischen Unter- und Obergrenzen.	Ja, zusätzliche Versorgungssysteme, die bestimmte Voraussetzungen erfüllen, können aus SERPS ausscheiden.

Quelle: *Untersuchung über die Altersversorgungssysteme in den Mitgliedstaaten der Europäischen Union, Mai 2000.*

TABELLE 4: Betriebliche Altersversorgung

Land	Art des Systems/ der Systeme	Anbieter von Versorgungsleistungen/ Produkten	Anteile am Beitrag	Art der Rente: Leistungszusage/ Beitragszusage/ Mischform
1. Belgien	Teilweise freiwillig: Jeder nach Schaffung des Rentensystems eingestellte Arbeitnehmer muss ihm beitreten. Gibt es ein solches System nicht, hat der Arbeitnehmer die Wahl. 31 % der Erwerbsbevölkerung sind in derartigen Systemen erfasst.	Pensionskassen, Lebensversicherer. Rückstellungsbildung unter den Passiva der Bilanz ist nicht zulässig.	Keine allgemeingültige Regelung. Feste Beiträge bei privater Altersvorsorge. Beiträge werden individuell für jedes Programm festgelegt.	Kapitaldeckungsverfahren; Bei den meisten Systemen beitragsbestimmt.
2. Dänemark	Obligatorisch – über Tarifvereinbarungen. 80 % der Erwerbsbevölkerung sind in einer betrieblichen Altersversorgung erfasst.	Pensionskassen, Lebensversicherer und Banken.	Beitrag des Arbeitnehmers beträgt durchschnittlich 12 %.	Kapitaldeckungsverfahren; zumeist beitragsbestimmt.
3. Deutschland	Freiwillig. Beruht auf der Bereitschaft der Arbeitgeber. Eine betriebliche Altersversorgung besteht für rd. 50 % der Erwerbsbevölkerung.	Unternehmen durch Rückstellungsbildung, Unterstützungskassen (jeweils Insolvenzsicherungspflicht). Pensionskassen, Lebensversicherungsgesellschaften.	Keine allgemeingültige Regelung; jeweils in Abhängigkeit vom Versorgungssystem festgelegt.	Kapitaldeckungsverfahren. (Außer bei Unterstützungskassen). Definierte Leistung.
4. Finnland	1. Gesetzlich vorgeschrieben: Der Arbeitgeber ist zur Einrichtung einer Betriebsrentenregelung, der Arbeitnehmer zur Mitgliedschaft verpflichtet (erste Säule). 2. Zusätzliche freiwillige Systeme (2. Säule)	1. Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen. Systeme mit weniger als 300 Mitgliedern: Abwicklung über eine Versicherungsgesellschaft. Bei mehr als 300 Mitgliedern kann der Arbeitgeber eine eigene Pensionskasse einrichten. 2. Freiwillige zusätzliche Pensionsfonds müssen mindestens 30 Mitglieder und Pensionskassen mindestens 300 Mitglieder haben.	1. Durchschnittlicher Beitrag beträgt 21,5 %. Der Arbeitnehmer zahlt 4,7 % (im Jahr 2000), der Arbeitgeber den verbleibenden Anteil. 2. Die Prämien werden fast ausschließlich von den Arbeitgebern bezahlt, obwohl einige Rentenregelungen auch einen Arbeitnehmerbeitrag vorsehen (meistens 0-3 % des Jahresentgelts).	1. Je nach Branche umlagefinanziert oder kapitalgedeckt; definierte Leistung. 2. In der Regel Kapitaldeckungsverfahren und definierte Leistung.

5. Frankreich	1. Zugehörigkeit zu den Versorgungssystemen ARRCO und AGIRC gesetzlich vorgeschrieben. 100 % der Erwerbsbevölkerung sind somit in einer betrieblichen Altersversorgung erfasst. Diese Systeme fallen ab 01.01.2000 unter den Geltungsbereich der Gemeinschaftsverordnung zur Anwendung der Systeme der Sozialen Sicherheit. 2. Freiwilliger Beitritt zu Zusatzversicherungen möglich.	1. Die Pensionseinrichtungen (die Mitglied der ARRCO oder AGIRC sind) werden von den Sozialpartnern verwaltet. 2. Die freiwilligen Rentensysteme werden von den Lebensversicherern verwaltet.	1. Beiträge im Rahmen der ARRCO: Arbeitgeber 3,7 %, Arbeitnehmer 2,5 % des Jahresentgelts. Beiträge zur AGIRC etwas höher. 2. Keine allgemeingültige Regelung für die private Altersvorsorge.	1. Pflichtversicherung; umlagefinanziert (ARRCO/AGIRC). 2. Der über die gesetzliche Mindestrente hinausgehende Rentenbetrag wird nach dem Kapitaldeckungsverfahren finanziert.
6. Griechenland	Freiwillig auf Vorschlag des Arbeitgebers. 5 % der Erwerbsbevölkerung ist in einer betrieblichen Altersversorgung erfasst.	Größtenteils Lebensversicherer; in geringerem Maße Pensionskassen.	Keine allgemeingültige Regelung. Beiträge für die private Altersvorsorge festgelegt.	Kapitaldeckungsverfahren. Definierte Leistung.
7. Irland	Freiwillig: 50 % der Erwerbsbevölkerung sind in einer betrieblichen Altersversorgung erfasst.	Investmentfonds (Pensionskassen).	Keine allgemeingültige Regelung: jeweils durch das einzelne System geregelt, jedoch Begrenzung für Höchstrenten durch Steuerbehörden.	Kapitalgedeckt. (Beamte: umlagefinanziert). Vorwiegend definierte Leistung.
8. Italien	Freiwillig für Arbeiter. Zugang von Firmen ist an die jeweiligen Arbeitsverträge geknüpft.	Pensionskassen. Neu gegründete Einrichtungen müssen die Kapitalanlagen von professionellen Managern verwalten lassen (Banken, Versicherungen, Wertpapierhäuser, Kapitalanlagegesellschaften) und die Auszahlung von Renten durch Versicherungsgesellschaften.	Keine allgemeingültige Regelung. Steuerregeln sind ein bedeutender Faktor bei der Bemessung der Beiträge.	Kapitaldeckungsverfahren. Neu gegründete Systeme sind Beitragszusagen. Alte Systeme sind Leistungszusagen und Mischformen.
9. Luxemburg	Freiwillig. Diesem Versicherungssystem können nur Personen angehören, deren Einkommen über der Bemessungsgrenze für die Sozialversicherung liegt; 30 % der Erwerbsbevölkerung sind von einer solchen betrieblichen Altersversorgung erfasst.	Lebensversicherer, Pensionskassen oder Unternehmen durch Rückstellungsbildung auf der Passivseite der Bilanz (keine Insolvenzversicherungspflicht).	Keine allgemeingültige Regelung. Beiträge jeweils einzeln festgelegt.	Kapitaldeckungsverfahren. Definierte Leistung.
10. Niederlande	Teilweise freiwillig: Das Ministerium für Sozialwesen ist berechtigt, ein System auf Antrag der Sozialpartner zum Pflichtsystem zu erklären. 91 % (1991) der Erwerbsbevölkerung sind in einer betrieblichen Altersversorgung erfasst.	Betriebliche Kassen, Branchen-Pensionskassen oder Lebensversicherer.	Keine allgemeingültige Regelung: jeweils durch das einzelne System geregelt.	Kapitalgedeckt. In der Regel definierte Leistung.
11. Österreich	Freiwillig – keine Pflicht für Arbeitnehmer oder –geber. Einbezogen sind 11 % der Erwerbsbevölkerung.	Lebensversicherer, Pensionskassen und Unternehmen durch Rückstellungsbildung (nur	Keine allgemeingültige Regelung, jeweils in Abhängigkeit vom	Die Versorgungssysteme über Pensionskassen und

		begrenzt absetzbar, Insolvenzsicherung in bestimmtem Ausmaß).	steuerlich in	Versorgungssystem festgelegt.	Lebensversicherer finanzieren sich nach dem Kapitaldeckungsverfahren; die Renten, die über Rückstellungen finanziert werden, teilweise nach dem Kapitaldeckungsverfahren. Üblich sind sowohl Pensionen mit definiertem Beitrag als auch Pensionen mit definierter Leistung. Kapitalgedeckt. Leistungszusagen.
12. Portugal	Freiwillig: 15 % der Erwerbsbevölkerung sind in einer betrieblichen Altersversorgung erfasst.	Pensionskassen unter Regie von Lebensversicherern oder Pensionskassen-Verwaltungsgesellschaften.		Keine generelle Regelung: jeweils durch das einzelne System geregelt.	Kapitalgedeckt. Definierte Leistung. (Die Systeme für den öffentlichen Dienst sind umlagefinanziert).
13. Schweden	Obligatorisch: über Tarifvereinbarungen. 90 % der Erwerbsbevölkerung sind in einer betrieblichen Altersversorgung erfasst.	Unternehmen über Pensionsrückstellungen (mit obligatorischer Kreditversicherung, staatlicher Bürgschaft oder Kommunalbürgschaft), Pensionsfonds und Lebensversicherungsgesellschaften.		Keine generelle Regelung: jeweils durch das einzelne System geregelt.	Kapitalgedeckt. Definierte Leistung. (Die Systeme für den öffentlichen Dienst sind umlagefinanziert).
14. Spanien	Freiwillig: 15 % der Erwerbsbevölkerung sind in einer betrieblichen Altersversorgung erfasst.	Lebensversicherungsunternehmen, Pensionsfonds, Pensionsversicherungsvereine auf Gegenseitigkeit (in der Regel ist die Rückstellungsbildung unter den Passiva der Bilanz nicht zulässig).		Keine allgemeingültige Regelung: feste Beiträge bei privater Altersvorsorge.	Kapitaldeckungsverfahren. Mischform.
15. Vereinigtes Königreich	Freiwillig: etwa 46 % der Erwerbstätigen sind Mitglieder betrieblicher Altersversorgungssysteme. (Wie in Abschnitt 15.2.1 erläutert, ist SERPS jedoch für Arbeitnehmer praktisch Pflicht.)	Die Mehrzahl der Versorgungssysteme ist derzeit auf Grund des Treuhandgesetzes eingerichtet. Banken, Versicherungsgesellschaften, Vermögensverwalter, Angehörige der steuer- und wirtschaftsberatenden Berufe, versicherungsmathematische Berater und Bausparkassen können Rentenleistungen anbieten.		Keine generelle Regelung: jeweils durch das einzelne System geregelt.	Kapitalgedeckt (Einkommenshöchstgrenze von EUR 115.929 für kapitalgedeckte betriebliche Altersversorgungssysteme. Umlagefinanzierte betriebliche Altersversorgungssysteme gibt es für Personen oberhalb der festgelegten Einkommensgrenze) In der Regel definierte Leistung.

Quelle: *Untersuchung über die Altersversorgungssysteme in den Mitgliedstaaten der europäischen Union, Mai 2000*

TABELLE 5: Aufsichtsbehörden und Aufsichtsgrundsätze

Land	Aufsichts- und Regulierungsbehörde	Aufsichtsgrundsätze – Pensionskassen
1. Belgien	Aufsichts- und Regulierungsbehörde für Lebensversicherungsgesellschaften und Pensionskassen sind das Ministerium für Wirtschaft und das Aufsichtsamt für das Versicherungswesen.	Die Beaufsichtigung der Pensionskassen erfolgt anhand von Unterlagen. Inspektionen vor Ort sind zwar möglich, finden jedoch selten statt.
2. Dänemark	Aufsichts- und Regulierungsbehörde für Lebensversicherungsgesellschaften und Pensionskassen ist das Finanzaufsichtsamt.	Das Finanzaufsichtsamt nimmt Inspektionen vor Ort und Buchprüfungen auf der Grundlage der Jahresabschlüsse, des Revisionsbuchs, des Anlagenbewertungsberichts usw. vor.
3. Deutschland	Zuständige Regulierungsbehörde für die Lebensversicherungsgesellschaften und Pensionskassen ist das Bundesministerium der Finanzen. Zuständig für die Beaufsichtigung ist das Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen oder die jeweilige Landesaufsichtsbehörde.	Die Beaufsichtigung der Pensionskassen erfolgt durch Prüfung und ggf. Genehmigung der einzureichenden Unterlagen. Dazu gehören die Satzung, die Allgemeinen Versicherungsbedingungen, der technische Geschäftsplan mit den Grundsätzen für die Berechnung der Prämien und Deckungsrückstellungen einschließlich der verwendeten Rechnungsgrundlagen und mathematischen Formeln nebst den turnusgemäß durchgeführten, konkreten Berechnungen sowie sämtliche externen und internen Rechnungslegungsunterlagen. Örtliche Prüfungen des gesamten Geschäftsbetriebs der Pensionskassen sind möglich. Änderungen der Satzung, der Allgemeinen Versicherungsbedingungen und des technischen Geschäftsplans sind vorab zu prüfen und vor Wirksamwerden zu genehmigen.
4. Finnland	Aufsichtsbehörde für Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen ist die Versicherungsaufsichtsbehörde. Das Ministerium für Sozial- und Gesundheitswesen ist jedoch dafür zuständig, Versicherungsinstitute betreffende Entwürfe für Rechtsvorschriften abzufassen, sowie für zwischenstaatliche Fragen in diesem Zusammenhang.	Die Aufsicht über die Pensionskassen erfolgt auf der Grundlage der Jahresabschlüsse, des Aktuarsberichts sowie der alljährlich eingehenden statistischen Daten. Die Versicherungsaufsichtsbehörde hat das Recht, jederzeit Inspektionen von Pensionskassen vorzunehmen und an bestimmten Zusammenkünften als Beobachter teilzunehmen.
5. Frankreich	Regulierungsbehörde für die Lebensversicherungsgesellschaften ist das Finanzministerium. Zuständig für die Beaufsichtigung der Lebensversicherungsgesellschaften ist die Versicherungsaufsichtsbehörde (Commission de contrôle des assurances). Für die Vorsorgewerke und die dem Code de la mutualité unterliegenden Versicherungsvereine auf Gegenseitigkeit ist die zuständige Regulierungsbehörde der Minister für Sozialwesen und die Aufsichtsbehörde ist die Commission de contrôle des mutuelles et des institutions de prévoyance. Die Regulierung der Zusatzrentensysteme obliegt dem Minister für Sozialversicherung und ihre Beaufsichtigung dem Rechnungshof (Cour des Comptes) und dem Aufsichtsamt für Sozialwesen (Inspection générale des Affaires Sociales).	Da die Pensionskassen nach dem Umlageverfahren finanziert werden, gelten für sie andere aufsichtsrechtliche Vorschriften und Modalitäten als für die nach dem Kapitaldeckungsverfahren finanzierten betrieblichen Altersversorgungen.
6. Griechenland	Aufsichts- und Kontrollbehörde für die Lebensversicherungsgesellschaften und Pensionskassen ist das Ministerium für Entwicklung.	Die Beaufsichtigung erfolgt anhand von Unterlagen, Inspektionen vor Ort sind möglich.
7. Irland	Aufsichts- und Regulierungsbehörde für Lebensversicherungsgesellschaften und Pensionskassen ist das Ministerium für Unternehmen, Handel und Beschäftigung. Betriebliche Altersversorgungssysteme unterliegen der Regulierung durch das Pensions Board.	Beaufsichtigung der Lebensversicherungsgesellschaften gemäß versicherungsrechtlichen Gesetzen und Bestimmungen. Beaufsichtigung der Pensionskassen gemäß Rentengesetz.

8. Italien	Aufsichtliche Befugnisse sind aufgeteilt zwischen dem Arbeitsministerium, dem Finanzministerium und der Aufsichtsbehörde für Pensionskassen (COVIP). COVIP überwacht selbstständige betriebliche Einrichtungen und offene Fonds; teilweise Überschneidungen in der Zuständigkeit mit der Bank von Italien, ISVAP und Consob. Nicht-selbstständige betriebliche Einrichtungen, die von Banken und Versicherungen betrieben werden, werden von der Bank von Italien bzw. ISVAP beaufsichtigt. Versicherungen werden von ISVAP beaufsichtigt.	Das Betreiben von neuen Pensionseinrichtungen und Umstrukturierungen müssen genehmigt werden. Alle Bereiche der Aktivitäten der Fonds werden untersucht durch regelmäßige Berichtspflichten und Sitzungen mit dem verantwortlichen Personal. Örtliche Prüfungen sind ebenfalls möglich
9. Luxemburg	Regulierungs- und Aufsichtsbehörde für Lebensversicherungsgesellschaften und Pensionskassen ist das Amt für Versicherungswesen.	Die Beaufsichtigung der Pensionskassen erfolgt anhand von Unterlagen; Inspektionen vor Ort sind möglich.
10. Niederlande	Regulierungsbehörde für Lebensversicherungsgesellschaften ist das Ministerium der Finanzen und für Pensionskassen das Ministerium für Sozialwesen und Beschäftigung. Aufsichtsbehörde für Lebensversicherungsgesellschaften und Pensionskassen ist das Aufsichtsamt für das Versicherungswesen.	Die Beaufsichtigung der Pensionskassen erfolgt anhand der Akten, aber auch über Inspektionen vor Ort.
11. Österreich	Die Aufsichts- und Regulierungsbehörde für Lebensversicherungsgesellschaften ist das Bundesministerium für Finanzen, Gruppe V/D und für Pensionskassen das Bundesministerium für Finanzen, Abteilung V/14.	Die Beaufsichtigung erfolgt anhand von Unterlagen auf der Grundlage der Jahresberichte, der versicherungsstatistischen Unterlagen und der statistischen Angaben, die periodisch bzw. jährlich eingehen. Vor-Ort-Inspektionen erfolgen bei Lebensversicherungsgesellschaften regelmäßig, bei Pensionskassen sind sie möglich, aber nicht üblich.
12. Portugal	Aufsichts- und Regulierungsbehörde für Lebensversicherungsgesellschaften und Pensionskassen ist das Instituto de Seguros de Portugal.	Die Beaufsichtigung der Pensionskassen erfolgt anhand von Unterlagen. Inspektionen vor Ort sind möglich.
13. Spanien	Aufsichts- und Regulierungsbehörde für Lebensversicherungsgesellschaften, Sozialversicherungsvereine auf Gegenseitigkeit und Pensionskassen ist das Finanzministerium (Abteilung Versicherungen).	Die Beaufsichtigung der Pensionskassen erfolgt anhand von Unterlagen. Inspektionen vor Ort sind möglich.
14. Schweden	Aufsichts- und Regulierungsbehörde für Lebensversicherungsgesellschaften und offene Investmentgesellschaften ist das Finanzaufsichtsamt. Pensionsfonds werden vom Gemeinderat der Region beaufsichtigt, in der der Pensionsfonds ansässig ist.	Die Beaufsichtigung der Versicherungsgesellschaften und offenen Investmentgesellschaften erfolgt anhand von Unterlagen. Inspektionen vor Ort sind möglich. Die Beaufsichtigung von Pensionsfonds erfolgt überwiegend anhand des Jahresabschlusses.
15. Vereinigtes Königreich	Regulierungsbehörde für betriebliche Altersversorgungssysteme ist das Regulierungsamt für Betriebsrenten (Occupational Pensions Regulatory Authority, Opra) und für Lebensversicherungsgesellschaften das Amt für Finanzdienstleistungen (Financial Services Authority, FSA).	Als Regulierungsbehörde ist das Opra vor allem damit befasst, die Einhaltung der Rechtsvorschriften über ihre Tätigkeit durch die bestehenden Systeme sicherzustellen und als Registerstelle der betrieblichen und individuellen Altersversorgungssysteme ein diesbezügliches Register zu führen. Prüfungen vor Ort können auch vorgenommen werden.

Quelle: *Untersuchung über die Altersversorgungssysteme in den Mitgliedstaaten der Europäischen Union, Mai 2000*

TABELLE 6: Aufsichtsrecht für Pensionskassen und steuerliche Behandlung der Betriebsrenten

Land	Aufsichtsrecht	Steuerliche Behandlung
1. Belgien	Die Pensionskassen unterliegen keinen besonderen Anforderungen in Bezug auf die Solvenzspanne. Ein Verordnungsentwurf schreibt den Pensionskassen jedoch unter bestimmten Bedingungen die Einhaltung einer Solvenzspanne vor. Nach den für Pensionskassen geltenden Vorschriften sind das maximal 15 % an dem Unternehmen, das die Pensionskasse gegründet hat, maximal 40 % an Immobilien und 10 % an Einlagen. Die Buchforderungen müssen auf dieselbe Währung wie die Verpflichtungen oder auf eine konvertible Währung lauten.	EET-System (Kapitalauszahlungen werden mit 16,5 % besteuert, für Leibrenten gilt der übliche Einkommenssteuersatz).
2. Dänemark	Pensionskassen unterliegen ebenso wie Lebensversicherungsgesellschaften den in den Lebensversicherungs-Richtlinien festgelegten Regelungen. Daher gelten für diese Unternehmen in Bezug auf Solvenzspanne und versicherungstechnische Deckungsrückstellungen dieselben Vorschriften. Was die Anlagenbeschränkungen angeht, so dürfen maximal 40 % in „risikoreiche Anlagen“ investiert werden. Hierzu gehören inländische und ausländische Aktien und Freiverkehrswerte. Darüber hinaus dürfen maximal 20 % in Auslandsaktiva, 40 % in Immobilienkredite und Investmentfondsbeteiligungen sowie 60 % in Anleihen der öffentlichen Hand investiert werden. Gefordert werden mindestens 80 % Währungskongruenz. Im Falle einer EU-Währung können bis zu 50 % der Verpflichtungen durch ein Euro denominiertes Deckungsstockvermögen bedeckt werden. Eigeninvestitionen sind nicht zulässig.	EET-System (Realszinssteuer auf Erträge aus Anleihen, 5 % Steuer auf Aktienerträge (ab 2000: 26 % Pensionsertragssteuer auf Erträge aus Anleihen und 5 % Pensionsertragssteuer auf Aktienerträge). Zeitrentenzahlungen werden wie normales Einkommen, die Zahlung der einheitlichen Grundrente mit 40 % besteuert).
3. Deutschland	Ab 1999 müssen die Pensionskassen insbesondere die gleichen Solvenzanforderungen erfüllen wie die übrigen Lebensversicherungsgesellschaften. Die Solvenzspanne beträgt dann bis zu 4 % der Deckungsrückstellung oder 0,3 % des riskierten Kapitals, sofern der Mindestgarantiefonds überschritten ist. Eine Reihe von Vermögenswerten, die das Gesetz als Anlagen mit höherem Risiko einstuft, dürfen nur bis zu einem bestimmten Prozentsatz zu den von Beschränkungen betroffenen Vermögenswerten gehören. Für Beteiligungen an Unternehmen mit Sitz in der EG gilt eine Obergrenze von 30 %, die sich unter Inanspruchnahme einer speziellen Öffnungsklausel um weitere 5 % auf maximal 35 % erhöhen kann. Soweit die Öffnungsklausel damit ausgeschöpft ist, kann sie für weitere Anlagen nicht mehr herangezogen werden. Für auf ein Unternehmen bezogene Beteiligungen besteht eine spezifische Quote von 10 %. Für Grundstücke und Immobilienfonds gilt eine Quote von 25 %, für Anlagen in Drittstaaten gelten die Quoten von 6 % für Nicht-EU-Beteiligungen und 5 % für Nicht-EU-Rentenwerte. Soweit das gebundene Vermögen versicherungstechnische Rückstellungen aus in der Europäischen Gemeinschaft belegenen Risiken oder aus dort abgeschlossenen Lebensversicherungsverträgen bedeckt, dürfen maximal 5 % der Bestände des sog. Deckungsstocks (gesonderter Teil des gebundenen Vermögens) und 20 % des übrigen gebundenen Vermögens in Staaten außerhalb der Europäischen Gemeinschaft belegen sein. Grundsätzlich besteht eine Verpflichtung zur währungskongruenten Bedeckung. Dies gilt nicht, soweit das anzulegende Deckungsstockvermögen und das anzulegende übrige gebundene Vermögen jeweils die Quote von 20 % der Verpflichtungen in einer bestimmten Währung nicht übersteigt.	TTE/EET
4. Finnland	Für Pensionskassen gelten keine Solvenzspannen oder Deckungsquoten. Es gibt gewisse Vorschriften für die Vermögensanlage.	EET-System
5. Frankreich	In Frankreich gibt es keine eigentlichen Pensionskassen.	Steuerrechtlich unterliegen die Renten der normalen Einkommenssteuer.
6. Griechenland	Die Pensionskassen unterliegen keinen besonderen Anforderungen in Bezug auf die Solvenzspanne. Für Anlagen bestehen keinerlei Einschränkungen. Gleichwohl dürfen Pensionskassen nicht mehr als 20 % ihrer Vermögenswerte in Sammelanlagefonds anlegen, die zu Investitionen in ausländische Vermögenswerte berechtigt sind. Es gibt keine Vorschriften dafür, auf welche	Steuerrechtlich unterliegen die Renten der normalen Einkommenssteuer.

7. Irland	<p>Währung die Vermögenswerte lauten müssen.</p> <p>Die Verordnungen für den Versicherungssektor beruhen auf den EU-Richtlinien zur Lebensversicherung und den für das Lebensversicherungsgeschäft im allgemeinen niedergelegten Vorschriften zur Streuung der Anlagen, zur sorgfältigen Bewertung von Vermögenswerten und Pensionsverpflichtungen sowie zur Einhaltung einer Solvenzspanne.</p>	<p>EET-System (Die Zahlung der einheitlichen Grundrente ist bis zu einer gewissen Höhe steuerfrei, alle anderen Renten werden wie normales Einkommen besteuert.</p>
8. Italien	<p>Für neu gegründete Pensionskassen bestehen keine Eigenmittelvorschriften, da es sich hierbei um Beitragszusagen handelt und die Auszahlung der Renten den Versicherungsunternehmen obliegt. Diese Fonds können Ihre Kapitalanlagen nicht direkt verwalten, sondern müssen Manager berufen (Banken, Versicherungen, Wertpapierfirmen oder Kapitalanlagegesellschaften). Anwendung des generellen „Grundsatzes der Sorgfaltspflicht“ für die Kapitalanlage, aber Anwendung quantitativer Obergrenzen zur Erreichung einer ausreichenden Streuung und Begrenzung der Anlage im Trägerunternehmen. Aufsichtsrechtliche Beschränkungen für die Anlage in Wertpapiere, die nicht auf regulierten Märkten gehandelt werden, und in Wertpapiere von Emittenten aus nicht OECD-Ländern.</p>	<p>Die Besteuerung der Pensionskassen wurde kürzlich reformiert. Ein neues Steuergesetz, das bis 2001 umgesetzt werden muss, wurde kürzlich verabschiedet. Es enthält folgende wesentliche Bestimmungen: Geleistete Beiträge werden bis zu einer bestimmten Höhe nicht besteuert; Einkünfte (einschließlich der Kapitalerträge) werden mit 11 % versteuert; in einer Summe ausgezahlte Leistungen werden getrennt besteuert, Rentenzahlungen werden wie Einkommen besteuert auf progressiver Basis.</p>
9. Luxemburg	<p>Die Pensionskassen unterliegen keiner besonderen Anforderung in Bezug auf die Solvenzspanne. Eine Reihe von Vorschriften bestehen indessen für die Anlage der Vermögenswerte, die gestreut werden müssen. Außerdem gibt es einige Einschränkungen für die Lokalisierung der Vermögenswerte. Es besteht auch keine besondere Vorschrift dafür, auf welche Währung die Anlagen lauten müssen.</p>	<p>Arbeitnehmerbeiträge nur in geringem Maße steuerlich absetzbar. Für Kapitalauszahlungen gilt eine steuerliche Vorzugsbehandlung.</p>
10. Niederlande	<p>Es gibt keine gesetzlich vorgeschriebene Solvenzspanne für Pensionskassen. Dennoch müssen Pensionskassen kapitalvorgedeckt sein, d.h. die Vermögenswerte müssen zumindest die versicherungstechnische Rückstellungshöhe erreichen. Die Pensionskassen in den Niederlanden unterliegen einer Eigeninvestitionsgrenze von 5 %. Bei der Anlage der Mittel muss dem „Grundsatz der Sorgfaltspflicht“ Genüge getan werden. Eine Forderung nach Währungskongruenz besteht nicht.</p>	<p>EET-System.</p>
11. Österreich	<p>Für Pensionskassen gilt eine Solvenzspanne. Diese ist im Pensionskassengesetz festgeschrieben und beträgt 1 % der Deckungsrückstellung. Vermögensanlagen bei Pensionskassen sind gesetzlich geregelt. Mindestens 40% des Kapitals müssen in Pfandbriefen, Staatsanleihen und Schuldverschreibungen, die auf Euro laufen, angelegt werden. Dieser Kategorie sind auch Kapitalfonds zuzurechnen, die mehr als die vorstehend genannten Vermögenswerte anlegen. Höchstens 40 % des Kapitals dürfen in Aktien und anderen Wertpapieren angelegt werden. Innerhalb dieses Limits dürfen maximal 25 % des Kapitals in Wertpapieren angelegt werden, wenn diese auf Fremdwährung lauten. Anlagen in Immobilien sind bis maximal 20 % des Kapitals zulässig. Innerhalb dieses Limits dürfen 10 % des Kapitals in Auslandsimmobilien angelegt werden. Hinzu kommen weitere Obergrenzen für spezifische Einzelrisiken. Eine kongruente Deckung ist nicht vorgeschrieben.</p>	<p>EET-System für Beiträge des Arbeitnehmers sind nur begrenzt absetzbar, die Leistungen daraus sind bei der Besteuerung nur zu 25 % zu erfassen.</p>
12. Portugal	<p>Die Pensionskassen unterliegen den gleichen Anforderungen in Bezug auf die Solvenzspanne wie Lebensversicherungsgesellschaften.</p>	<p>Beiträge zu Rentensystemen sind bis zu einer bestimmten Höhe steuerlich abzugsfähig.</p>
13. Spanien	<p>Pensionskassen müssen eine Solvenzspanne von 4 % der Deckungsrückstellungen und 0,3 % des riskierten Kapitals für Invaliditäts- und Sterberisiken einhalten. Darüber hinaus gilt für Systeme mit festen Leistungen eine „Mindestsolvenzspanne“ von EUR 224.148, wenn die Risiken vom Fonds selbst und nicht von einem Versicherungsunternehmen getragen werden. Bei der Anlagepolitik der Pensionsfonds ist der allgemeine Grundsatz der</p>	<p>Renten werden ebenso besteuert wie andere Einkommen.</p>

<p>14. Schweden</p>	<p>Diversifizierung zu beachten. Die Anlagen dürften 5 % der im Umlauf befindlichen Wertpapiere des betreffenden Unternehmens nicht überschreiten. 90% der Aktiva von Pensionsfonds müssen in börsennotierten Wertpapieren, Bankeinlagen, Immobilien oder Hypothekarkrediten angelegt sein. Mindestens 1 % der Aktiva muss in Sichteinlagen oder auf dem Geldmarkt angelegt werden. Es besteht keine besondere Vorschrift dafür, auf welche Währung die Aktiva lauten müssen.</p> <p>Der Gesamtbetrag der Anlagen eines Fonds in Aktien eines bestimmten Unternehmens und der Risiken, die vom Fonds aufgrund der an dieses Unternehmen gewährten oder von diesem garantierten Kredite eingegangen werden, darf 10 % der Finanzaktiva des Fonds nicht überschreiten. Diese Begrenzung gilt auch für Kredite, die von verschiedenen Unternehmen der gleichen Gruppe aufgenommen oder garantiert werden, sowie für von diesen Unternehmen ausgegebene Wertpapiere. Diese Grenzen gelten nicht nur für bestimmte Emittenten wie den Staat.</p> <p>Die Pensionskassen unterliegen keinerlei Anforderungen in Bezug auf die Solvenzspanne. Die Verpflichtungen der Pensionsfonds werden anhand von Modellen der Finanzaufsichtsbehörde berechnet. Abgesehen von einer gesetzlichen Regelung, wonach das Kapital in zufriedenstellender Weise zu investieren ist (d.h., dass der größte Teil der Anlagen in Form von Anleihen, Darlehen und retroversen Anleihen für Beitragszahler getätigt werden sollte), gibt es keine besonderen Festlegungen für Kapitalanlagen von Pensionsfonds. Eine Forderung nach Währungskongruenz besteht nicht. Versicherungsvereine auf Gegenseitigkeit können sich freiwillig den Regelungen der Versicherungsrichtlinien unterwerfen. Anderenfalls müssen sie sich nach nationalen Gesetzen richten, die den Regelungen gleichen und im Mutual Benefit Societies Act fixiert sind.</p>	<p>Pensionsfonds sind auf der Grundlage eines Pro-Forma-Einkommens, das als risikofreier Ertrag des angelegten Kapitals berechnet wird, steuerpflichtig.</p>
<p>15. Vereinigtes Königreich</p>	<p>Die meisten im privaten Sektor bestehenden leistungsbestimmten betrieblichen Altersversorgungssysteme auf Treuhandbasis unterliegen einer gesetzlichen Mindestkapitaldeckungen – über eine Prüfung der Situation im Falle der Geschäftsaufgabe soll den Mitgliedern der betreffenden Kasse eine angemessene Sicherheit geboten werden, dass das System die erworbenen Anwartschaften auch bei etwaiger Insolvenz des Trägerunternehmens zu bedienen vermag. Die Vermögensanlage erfolgt in betrieblichen Altersversorgungssystemen gemäß dem Grundsatz der Sorgfaltspflicht des Treuhänders in Vermögensfragen. Abgesehen von sehr kleinen Versorgungssystemen sind Eigeninvestitionen im Trägerunternehmen auf 5 % begrenzt. Eine Forderung nach Währungskongruenz besteht nicht.</p>	<p>EET-System (Vorzugsbehandlung bei Zahlung einheitlicher Grundrenten).</p>

Quelle: *Untersuchung über die Altersversorgungssysteme in den Mitgliedstaaten der Europäischen Union, Mai 2000*

TABELLE 7: Individuelle Altersvorsorge durch Privatversicherung/Einzelverträge

Land	Anbieter/Verwalter privater Renten	Steuerliche Behandlung
1. Belgien	Lebensversicherungsgesellschaften und Banken.	Prämien unter bestimmten Voraussetzungen absetzbar.
2. Dänemark	Lebensversicherungsgesellschaften und Pensionskassen	Prämien unter bestimmten Voraussetzungen absetzbar.
3. Deutschland	Lebensversicherungsgesellschaften	Die Lebensversicherer bieten kapitalgedeckte Finanzdienstleistungen für die Alters-, Invaliditäts- und Hinterbliebenenversorgung an. Beiträge zu Lebensversicherungen sind steuerlich abzugsfähig, wenn die Laufzeit des Versicherungsvertrages mindestens 12 Jahre beträgt. Die Ablaufleistungen werden nicht versteuert. Bei Leibrenten wird während des Bezugszeitraumes der Rente nur der Ertragsanteil pauschal versteuert.
4. Finnland	Lebensversicherungsgesellschaften.	Prämien sind nicht steuerlich absetzbar (außer bei Rentenpolicen, die bestimmte Kriterien erfüllen). Die nach Abzug der Prämien vom fälligen Kapitalbetrag verbleibenden Erlöse aus der Versicherung werden als steuerpflichtige Kapitalerträge betrachtet. Der verbleibende Betrag wird mit 28 % besteuert.
5. Frankreich	Lebensversicherungsgesellschaften.	Bei Lebensversicherungsverträgen mit periodischer Prämienzahlung, die streng abgegrenzt sind, stehen natürlichen Personen Steuererleichterungen auf die Prämien zu.
6. Griechenland	Lebensversicherungsgesellschaften.	Bis zu 15 % der jährlich gezahlten Prämien können von der Einkommenssteuer abgesetzt werden.
7. Irland	Lebensversicherungsgesellschaften	Prämien sind unter bestimmten Bedingungen steuerlich absetzbar.
8. Italien	Lebensversicherungsgesellschaften	Die Prämien für Lebensversicherungsverträge werden mit 2,5 % ihres Betrages versteuert. 19 % der Gesamtsumme bis zu einer Höchstgrenze von EUR 1.241.142 pro Jahr sind steuerlich absetzbar.
9. Luxemburg	Lebensversicherungsgesellschaften.	Prämien unter bestimmten Voraussetzungen absetzbar.
10. Niederlande	Lebensversicherungsgesellschaften	Prämien unter bestimmten Voraussetzungen absetzbar.
11. Österreich	Lebensversicherungsgesellschaften.	Prämien unter bestimmten Voraussetzungen absetzbar.
12. Portugal	Lebensversicherungsgesellschaften und Pensionsfonds-Verwaltungsgesellschaften.	Prämien und Beiträge unter bestimmten Voraussetzungen absetzbar.
13. Spanien	Lebensversicherungsgesellschaften und Verwaltungsgesellschaften von Altersvorsorgefonds.	Prämien nicht steuerlich absetzbar. Die Beiträge zu Pensionsplänen sind absetzbar.
14. Schweden	Hauptsächlich Lebensversicherungsgesellschaften und Banken.	Prämien sind unter bestimmten Bedingungen steuerlich absetzbar. Renten werden als Einkommen besteuert. Das Policenkapital wird aufgrund einer besonderen Ertragsteuer innerhalb des Versicherungsunternehmens besteuert.
15. Vereinigtes Königreich	In der Regel durch Versicherungsgesellschaften angeboten, sie können aber auch durch Banken, Bausparkassen, Unterstützungskassen und Investmentgesellschaften angeboten werden.	Prämien sind unter bestimmten Bedingungen steuerlich absetzbar.

Quelle: Untersuchung über die Altersversorgungssysteme in den Mitgliedstaaten der Europäischen Union, Mai 2000

DIE JÜNGSTEN VERÖFFENTLICHUNGEN IN DER REIHE WIRTSCHAFTSFRAGEN

Diese Publikationen sind durchweg in gedruckter Form erhältlich. Zum Teil sind sie auch über folgende INTERNET-Adresse abrufbar:

<http://www.europarl.eu.int/dg4/wkdocs/catalog/en/catecon.htm>

Die Reform der Besteuerung in den Mitgliedstaaten der EU

(ECON 127, Juli 2001, En, Fr, De)

Die Wirtschaftslage in der Europäischen Union und die Perspektiven für 2001-2002

(ECON 126, Januar 2001, En, Fr, De)

Steuerkoordinierung in der Europäischen Union

(ECON 125, März 2001, En, Fr, De)

Ein Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen: Auswirkungen auf Wachstum, Beschäftigung und die reale Wirtschaft

(ECON 124, Mai 2001, En, Fr, De)

Verbesserungen des grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs im Eurowährungsgebiet

(ECON 123, November 2000, En, Fr, De)

Strategien für die EU-Wirtschaft

(ECON 122, März 2000, En, Fr, De)

Verbraucherschutzaspekte der UCIT/OGAW Änderungsrichtlinien vom 17.7.1998

(ECON 121, November 1999, En, Fr, De)

Wechselkurs und Geldpolitik

(ECON 120, August 2000, En, Fr, De)

Arbeitsweise und Beaufsichtigung der internationalen Finanzinstitutionen

(ECON 118, Januar 2000, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen)

WWU und Erweiterung: ein Überblick über strategische Fragen

(ECON 117, Januar 2000, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen)

Die Bestimmung der Zinssätze

(ECON 116, Dezember 1999, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen)

Optionen für die Wechselkurspolitik der EZB

(ECON 115, September 1999, En, Fr, De)

Der Euro als „Parallelwährung“, 1999-2002

(ECON 114, September 1999, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen)

Öffentliche und private Investitionen in der Europäischen Union

(ECON 113, Mai 1999, En, Fr, De)

Die Geldpolitik der EZB gemäß Artikel 105 des Unionsvertrags

(ECON 112, Mai 1999, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen)

Arbeitskosten und Lohnpolitik in der EWU

(ECON 111, April 1999, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen)

Geldpolitische Übertragungsmechanismen im Euro-Gebiet

(ECON 110, April 1999, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen)

Prognose der Entwicklung von Haushaltsdefiziten

(ECON 109, April 1999, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen)

Die Machbarkeit einer internationalen "Tobin-Steuer"

(ECON 107, März 1999, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen)

WWU: Beziehungen zwischen "Ins" und "Outs"

(ECON 106, Oktober 1998, En, Zusammenfassung in allen Sprachen)

Steuerwettbewerb in der Europäischen Union

(ECON 105, Oktober 1998, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen)

Absorption asymmetrischer Schocks

(ECON 104, September 1998, En, Fr, De)

Bankenaufsicht vor dem Hintergrund der WWU

(ECON 102, rev.1. März 1999, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen)

Änderungen im MWS-System und die sozialen Folgen

(ECON 103, April 1998, En, Zusammenfassung in allen Sprachen)

Die Rolle des Euro als internationale Währung

(ECON 101, Februar 1998, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen).

Die sozialen und wirtschaftlichen Folgen der Abschaffung des "steuerfreien Handels" innerhalb der Europäischen Union

(W 30, Oktober 1997, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen)

Die Koordinierung der nationalen Finanzpolitiken im Zusammenhang mit der Währungsunion

(E 6, Oktober 1996, De, En, Fr, Zusammenfassung in allen Sprachen)