

Brexit: Was steht für den britischen Finanzsektor auf dem Spiel?

Von Jakob Miethe und David Pothier

Der Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union hat weitreichende Implikationen für die britische Finanzbranche. London ist die bisherige Finanzhauptstadt Europas. Dort ansässige Finanzinstitutionen können spezielle EU-Rechte nutzen, um Dienstleistungen im gesamten Binnenmarkt anzubieten. Das Vereinigte Königreich erfüllt somit gegenwärtig zwei Funktionen im europäischen Finanzsystem: Erstens ist es ein Knotenpunkt für Firmenkundengeschäfte großer europäischer Banken und zweitens fungiert das Land als Eintrittstor für Kapital aus Nicht-EU-Staaten in den Binnenmarkt. Verliert das Vereinigte Königreich im Zuge des EU-Austritts den Zugang zum europäischen Binnenmarkt, dürften beide Funktionen in weiten Teilen obsolet werden. Die vorliegende Analyse zeigt einige der möglicherweise weitreichenden Folgen auf. Unklar ist, inwieweit die britische Regierung Verwerfungen im Finanzsektor auffangen könnte. Eine Möglichkeit wäre, dass das Vereinigte Königreich seine Beziehungen zu Kronbesitzümern und Überseegebieten, die in vielen Fällen als Steuer-Oasen gelten, intensiviert. Im Kontext der Bemühungen der EU zur Eindämmung unkooperativer Steuerplanungspraktiken könnte dies als Bedrohung wahrgenommen werden und die Verhandlungen weiter verkomplizieren.

Am 23. Juni 2016 hat die Mehrheit der britischen Bevölkerung für den Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union (EU) gestimmt. Einen Tag nach dem Referendum kündigte der britische Premierminister David Cameron seinen Rücktritt an und das Pfund fiel gegenüber dem US-Dollar um zehn Prozent. Beides zeigt die allgemeine Unsicherheit in Bezug auf die zukünftige Beziehung des Vereinigten Königreichs zur EU. Diese wird das Ergebnis eines zweijährigen Verhandlungsprozesses sein, sollte sich die britische Regierung dazu entscheiden, nach Artikel 50 des Lissabonner Vertrags offiziell den Austritt aus der EU zu erklären.

Als Mitgliedstaat der EU hat das Vereinigte Königreich Zugang zum europäischen Binnenmarkt. Dieser garantiert den freien Verkehr von Waren, Dienstleistungen, Kapital sowie Arbeitskräften innerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums.¹ Ein wesentliches Element des freien Kapitalverkehrs im Europäischen Wirtschaftsraum sind sogenannte Finanzpassrechte. Diese erlauben es Finanzdienstleistern, die in einem EU-Mitgliedstaat Geschäfte betreiben, ohne weitere juristische oder regulatorische Bedingungen im gesamten Europäischen Wirtschaftsraum aktiv zu werden.

Zu den zentralen Zielen der Brexit-Kampagne gehörte die Begrenzung der Zuwanderung aus den restlichen EU-Ländern. Da diese Freizügigkeit jedoch ein integraler Bestandteil des Binnenmarkts ist, dürfte es zweifelhaft sein, ob das Vereinigte Königreich nach einem EU-Austritt noch Teil des Binnenmarkts sein wird. Ist das nicht der Fall und findet sich keine andere Lösung, wäre das Land auch vom freien EU-Kapitalverkehr abgeschnitten. Unilaterale Erklärungen seitens des neuen

¹ Der Europäische Wirtschaftsraum besteht aus den 28 EU-Mitgliedsländern sowie Norwegen, Liechtenstein und Island, die Mitglieder der Europäischen Freihandelsassoziation sind.

britischen Außenministers, dass die Finanzpassrechte sicher seien, sind momentan Wunschdenken.²

Das Vereinigte Königreich hat einen der größten und weltweit aktivsten Bankensektoren der Welt. Fast ein Fünftel der globalen Bankaktivität findet im Vereinigten Königreich statt.³ Ferner ist der Bankensektor seit dem EU-Beitritt des Vereinigten Königreichs im Jahr 1975 enorm gewachsen. Während die Aktiva des Bankensektors zum Zeitpunkt des Beitritts rund 100 Prozent des britischen Bruttoinlandsprodukts betragen, beliefen sie sich im Jahr 2013 auf etwa 450 Prozent des Bruttoinlandsprodukts.

Dieser Wochenbericht analysiert die Implikationen des Brexits für den britischen Finanzsektor unter dem Szenario, dass das Vereinigte Königreich die europäischen Finanzpassrechte verliert. Bei gleichzeitiger Ablehnung der Arbeitnehmerfreizügigkeit dürfte es dem Vereinigten Königreich schwerfallen, eine uneingeschränkte Kapitalverkehrsfreiheit durchzusetzen. Dadurch wird sich die Rolle des britischen Finanzsektors stark verändern. Um besser zu verstehen, was dabei auf dem Spiel steht, werden im Folgenden die gegenseitigen Kapitalverflechtungen verschiedener EU-Länder mit dem Vereinigten Königreich betrachtet. Ein besonderes Augenmerk liegt dabei auf den Funktionen des britischen Finanzsektors: Er fungiert als Zugangstor für Kapitalflüsse aus Nicht-EU-Ländern in die EU und wirkt als Finanzintermediär innerhalb der EU.

Was ist der europäische Finanzpass?

Durch den europäischen Finanzpass ist eine Finanzinstitution eines EU-Mitgliedslandes (das Herkunftsland, beispielsweise das Vereinigte Königreich) berechtigt, Dienstleistungen in anderen Mitgliedstaaten (dem Gastland) ohne weitere regulatorische Autorisierung anzubieten. Passrechte können sowohl auf Filial- als auch auf Dienstleistungsebene genutzt werden, also auch ohne physische Präsenz der Finanzinstitution im Gastland. Auch wenn die Aufsichtsinstitution des Gastlandes über die Aktivitäten benachrichtigt sein muss, verbleibt die Regulierungshoheit über die Institution im Herkunftsland.⁴

Die Finanzdienstleistungen, die von europäischen Passrechten profitieren, sind in einer Reihe von EU-Richtlinien festgelegt. Zwei zentrale Richtlinien für Bank- und Investitionsdienstleistungen sind die Eigenkapitalricht-

² Vgl. FAZ (2016): Johnson: Banken behalten EU-Pass. www.faz.net/aktuell/finanzen/boris-johnson-versichert-beibehaltung-von-eu-pass-nach-brex-14355697.html.

³ Bush, O. et al. (2014): Why is the UK banking system so big and is that a problem? Bank of England Quarterly Bulletin (2014/Q4).

⁴ Für das Vereinigte Königreich ist dies die „Prudential Regulation Authority“ der Bank of England (BoE).

Kasten

Glossar

Clearinghäuser: Ein Clearinghaus vermittelt als zentrale Gegenpartei zwischen Geschäftspartnern: Das heißt, der Verkäufer verkauft Wertpapiere an das Clearinghaus und der Käufer kauft vom Clearinghaus. Zum Geschäftsschluss jedes Handelstages werden gegenseitige Forderungen und Verbindlichkeiten festgestellt und anschließend bereinigt (englisch: cleared). Clearinghäuser können weitere Aufgaben wahrnehmen und unter anderem Kreditrisiken absichern. Zahlungsausfälle von Marktteilnehmern können Clearinghäuser daher kurzfristig in Zahlungsschwierigkeiten bringen, weshalb die im vorliegenden Bericht erwähnten Sicherungsmechanismen geschaffen wurden.

Over-The-Counter-Geschäfte (OTC): OTC-Geschäfte bezeichnen den Wertpapierhandel zwischen zwei Finanzinstitutionen, ohne Beteiligung einer dritten Partei. OTC-Geschäfte sind daher oft nicht publik und unterliegen keiner Börsenaufsicht.

Swap-Linien: Zentralbanken können sich gegenseitig Liquidität in unterschiedlichen Währungen zur Verfügung stellen. Dies geschieht über sogenannte Swap- (englisch: Austausch-) Linien. Beispielsweise hat die US-amerikanische Notenbank während der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise einer Reihe von Notenbanken, unter anderem der Europäischen Zentralbank (EZB) oder der Schweizer Nationalbank, Swap-Linien zur Verfügung gestellt, damit sich europäische Bankhäuser Dollar-Liquidität direkt von ihren eigenen Zentralbanken besorgen konnten.¹ Swap-Linien spielen darüber hinaus auch im Wertpapierhandel eine Rolle: Wird der Handel eines in Euro notierten Wertpapiers über ein Clearinghaus in London abgewickelt, ist dies mit dem Aufbau von Forderungen

¹ Vgl. Board of Governors of the Federal Reserve System (2015): Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet. www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_liquidityswaps.htm.

linie (CRD; 2013/36/EU) und die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID; 2004/39/EC). Passrechte gelten ausschließlich für Finanzinstitutionen, die in Ländern des Europäischen Wirtschaftsraums niedergelassen sind.⁵ Es ist somit möglich, dass britische Finanz-

⁵ So profitieren die meisten Finanzinstitutionen der Schweiz – ein Mitglied der Europäischen Freihandelsassoziation, aber nicht des Europäischen Wirtschaftsraums – nicht von diesen Passrechten, da der Zugang der Schweiz zum europäischen Binnenmarkt durch eine Reihe bilateraler Abkommen mit der EU geregelt ist.

beziehungsweise Verbindlichkeiten verbunden, die in Euro zu begleichen sind. Kann ein Vertragspartner eine offene Forderung möglicherweise nicht erfüllen, benötigt das Clearinghaus zur Glättstellung seiner Positionen Euros. Da das Clearinghaus in London von der BoE reguliert wird, stellt die EZB der Bank of England (BoE) Swap-Linien zur Verfügung, mit deren Hilfe die BoE dem Clearinghaus direkt Euro-Liquidität bereitstellen kann.

Derivat: Ein Derivat ist ein Finanzprodukt, dessen Wert beispielsweise von einer Aktie, einer Währung oder einem Zinssatz abgeleitet (englisch: derived) wird. Derivate werden zur Absicherung finanzieller Risiken genutzt (und teilweise regulativ gefordert), können jedoch auch spekulativer Natur sein.

Ausländische Direktinvestitionen (FDI): In internationalen Statistiken wird eine Investition, bei der der Investor mindestens zehn Prozent eines Unternehmens erwirbt, als ausländische Direktinvestition bezeichnet.

Ausländische Portfolioinvestitionen (FPI): Eine ausländische Portfolioinvestition ist eine Investition, die weder als ausländische Direktinvestition, noch als Reservebestand klassifiziert werden kann. Sie wird üblicherweise als Maß für kurzfristige oder volatilere Investitionen genutzt.

Lokale Bankforderungen: In den internationalen Bankstatistiken der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)² wird unter anderem zwischen internationalen und lokalen Forderungen unterschieden. Dabei wird die Forderung einer Bank als lokal kategorisiert, wenn es sich um eine Forderung einer ihrer Auslandsniederlassungen gegenüber Ansässigen im Gastland handelt, die überdies in der Währung des Gastlandes ausgewie-

sen wird. Nimmt beispielsweise ein englisches Unternehmen einen Kredit in britischen Pfund bei der Filiale einer spanischen Bank in London auf, so wird diese Forderung als lokale Forderung in lokaler Währung („local in local“) einer spanischen Bank gegenüber einer britischen Gegenpartei kategorisiert.

Internationale Bankforderungen: In den Statistiken der BIZ wird zwischen internationalen und lokalen Forderungen unterschieden. Zum einen wird eine Forderung als international kategorisiert, wenn es sich dabei um eine grenzüberschreitende Forderung handelt (zum Beispiel der Kredit einer in Spanien ansässigen spanischen Bank an ein englisches Unternehmen). Zum anderen werden auch Forderungen von Auslandsniederlassungen gegenüber Ansässigen im Gastland als internationale Forderung kategorisiert, wenn diese nicht in der Währung des Gastlandes ausgewiesen werden (zum Beispiel ein Euro-Kredit einer in London ansässigen Niederlassung einer spanischen Bank an ein englisches Unternehmen). Tochter- und Muttergesellschaften werden für die Statistiken der BIZ zusammengerechnet und konsolidiert. Internationale Bankforderungen sind daher ein Maß für die internationale Aktivität und Exponiertheit der berichtserstattenden Banken gegenüber Gegenparteien in anderen Ländern.

Forderungen ausländischer Banken: In den Daten für das Vereinigte Königreich³ beinhaltet die Position *Forderungen ausländischer Banken* zudem Forderungen von im Vereinigten Königreich niedergelassenen Tochtergesellschaften ausländischer Banken gegenüber Gegenparteien in Drittländern (zum Beispiel die Forderung einer in London ansässigen Tochtergesellschaft einer deutschen Bank gegenüber einem französischen Unternehmen). Da solche Forderungen ebenfalls in den internationalen Forderungen Deutschlands gegenüber Frankreich auftauchen würden, fließen sie nicht in BIZ-Aggregate ein.

² Für Details siehe Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2015): Guidelines for reporting BIS international banking statistics. www.bis.org/statistics/bankstatsguide.htm.

³ Siehe dazu Abbildung 2 in diesem Bericht.

institutionen nach einem EU-Austritt ihre europäischen Passrechte verlieren.

London war bisher die Finanzhauptstadt Europas

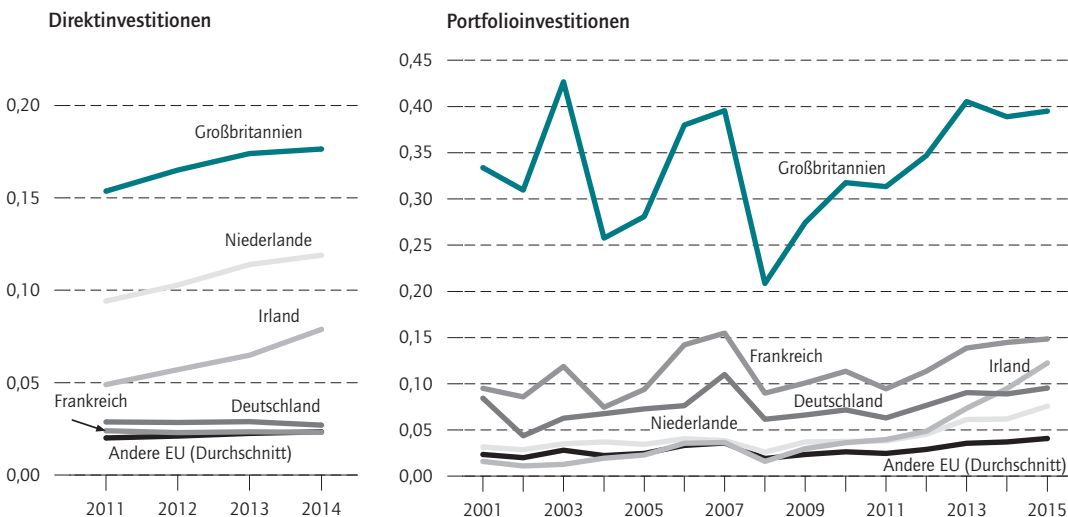
Finanzpassrechte gelten nicht nur für europäische Finanzinstitute, sondern auch für solche aus Nicht-EU-Ländern, die in einem der Mitgliedstaaten niedergelassen sind. Auch aus diesem Grund fungiert der hochentwickelte Finanzmarkt des Vereinigten Königreichs als

Eintrittstor für Kapitalflüsse in die EU. Ein Vergleich der US-Direkt- und -Portfolioinvestitionen (Kasten) in EU-Ländern zeigt die besondere Bedeutung des Vereinigten Königreichs. Gemessen am Bruttoinlandsprodukt sind zwar auch Deutschland, Frankreich, Irland und die Niederlande beliebte Investitionsziele, das Vereinigte Königreich ist jedoch mit Abstand das wichtigste Ziel (Abbildung 1). In absoluten Zahlen sind Portfolioinvestitionen aus den USA ins Vereinigte Königreich anderthalb mal so groß und Direktinvestitionen dreimal so groß wie die nach Deutschland und Frankreich zusammen.

Abbildung 1

Investitionen der USA in der Europäischen Union

In Prozent des Bruttoinlandsprodukts des Empfängerlandes



Quellen: OECD; Internationaler Währungsfonds.

© DIW Berlin 2016

Direktinvestitionen aus den USA fließen vor allem in das Vereinigte Königreich.

Dies wirft die Frage auf, wie sich diese Positionen entwickeln werden, falls das Vereinigte Königreich seinen privilegierten Zugang zum europäischen Kapitalmarkt verliert. Da die ausländischen Investitionen in die EU nach dem Brexit nicht versiegen, sondern sich andere Wege suchen werden, läuft London Gefahr, seine Position als Finanzintermediär einzubüßen. Die relativ hohen direkten Positionen der USA in den Niederlanden und Irland zeigen bereits, dass es alternative Zugangspunkte für Kapitaltransfers in die EU gäbe.

Das Vereinigte Königreich spielt auch eine bedeutende Rolle innerhalb des Finanzsystems der EU: Der Bestand an ausländischen Direktinvestitionen und ausländischen Portfolioinvestitionen von EU-Ländern im Vereinigten Königreich ist ebenfalls sehr hoch. Zehn Prozent der weltweiten Direktinvestitionen werden gegenüber dem Vereinigten Königreich gehalten, davon 52 Prozent von EU-Ländern. Bei weltweiten Portfolioinvestitionen sind es 8,8 Prozent, davon gut 45 Prozent aus EU-Ländern. Zwei Sonderfälle innerhalb der EU sind Irland und Luxemburg, die dank ihrer engen finanziellen Verflechtung mit dem Vereinigten Königreich überproportional hohe Positionen halten (so hält Irland mehr britische Portfolioaktiva als Deutschland oder Frankreich).

Das Vereinigte Königreich ist finanziell eng mit anderen EU-Ländern verflochten

Die negativen Auswirkungen durch einen Verlust der Finanzpassrechte wären substantiell. Ausländische Banken, einschließlich vieler großer europäischer Banken, halten fast die Hälfte aller Aktiva des britischen Bankensektors.⁶ Banken aus Deutschland und Frankreich, den beiden größten Volkswirtschaften der EU, verzeichnen die höchsten Forderungen gegenüber Gegenparteien (Individuen, Banken oder Unternehmen, die im Vereinigten Königreich registriert sind) im Vereinigten Königreich (Abbildung 2). Im Folgenden werden solche Forderungen als „Forderungen von Deutschland gegenüber dem Vereinigten Königreich“ bezeichnet. Die Forderungen von Banken in den Niederlanden sind allerdings weit aus größer als die von Banken aus Ländern ähnlicher wirtschaftlicher Größe wie Belgien.⁷

Die Kapitalpositionen des Vereinigten Königreichs in EU-Ländern sind gleichermaßen ausgeprägt und folgen einem ähnlichen Muster. So sind Deutschland und Frankreich die größten Schuldner von Banken im Ver-

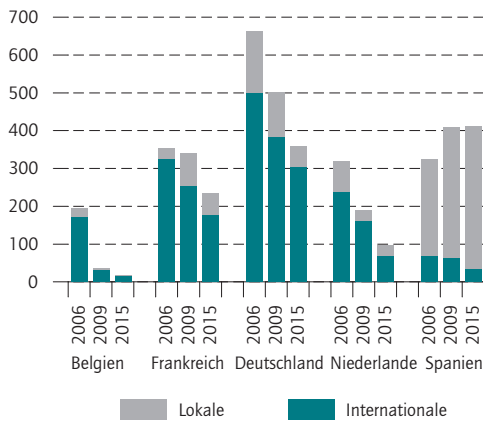
6 Bush, O. et al. (2014), a. a. O.

7 Da Daten bilateraler Bankforderungen von EU-Ländern gegenüber dem Vereinigten Königreich nicht umfassend vorhanden sind, fehlen in Abbildung 1 dieses Berichts wichtige Finanzpartner, vor allem Irland und Luxemburg.

Abbildung 2

Bankforderungen von EU-Ländern gegenüber dem Vereinigten Königreich

In Milliarden US-Dollar



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.

© DIW Berlin 2016

Die Forderungen der Niederlande gegenüber dem Vereinigten Königreich sind gemessen an der Wirtschaftskraft überproportional hoch.

einigten Königreich (Abbildung 3). Die Rolle des Vereinigten Königreichs als ein Zentrum für Firmenkunden- und Derivatgeschäfte zeigt sich auch in den hohen Forderungen, die von ausländischen Tochtergesellschaften gehalten werden, vor allem gegenüber den großen europäischen Volkswirtschaften. Forderungen gegenüber Spanien entsprechen in etwa dessen ökonomischem Gewicht. Allerdings sind die Forderungen gegenüber Irland und den Niederlanden überproportional hoch.

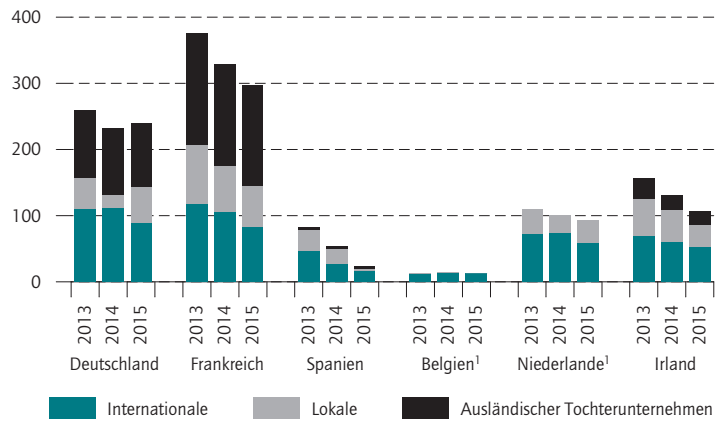
In Bezug auf die finanzielle Verflechtung mit dem Vereinigten Königreich gibt es einen wichtigen Unterschied zwischen Deutschland und Frankreich auf der einen sowie Irland, Luxemburg und den Niederlanden auf der anderen Seite. Die hohen Positionen zwischen Deutschland, Frankreich und dem Vereinigten Königreich reflektieren hohe Handelsvolumina und die schiere Größe dieser Volkswirtschaften. Sie sind Partner, aber auch potentielle Konkurrenten und werden in den bevorstehenden Verhandlungen entsprechend agieren. Der Premierminister Frankreichs versucht bereits, Unternehmen aus London abzuwerben und spricht von Paris als „Finanzhauptstadt der Zukunft“.⁸

⁸ Vgl. The Guardian (2016): France makes strong bid for banking business poised to leave London. www.theguardian.com/world/2016/jul/06/france-strong-bid-banking-business-poised-to-leave-london-paris-brexit-manuel-valls.

Abbildung 3

Bankforderungen des Vereinigten Königreichs gegenüber EU-Ländern

In Milliarden US-Dollar



¹ Keine Daten für ausländische Tochterunternehmen.

Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.

© DIW Berlin 2016

Gemessen an der Wirtschaftskraft halten Banken des Vereinigten Königreichs besonders viele Forderungen gegenüber niederländischen und irischen Institutionen.

Die Niederlande und Irland sowie auch Luxemburg auf der anderen Seite sind gemessen an ihrem ökonomischen Gewicht finanziell überproportional stark mit dem Vereinigten Königreich verwoben. Ein Grund dafür könnte die Bedeutung dieser Länder für die Steueroptimierung großer multinationaler Unternehmen sein. Da diese Länder auf Unternehmensgewinne vergleichsweise niedrige Steuersätze erheben und einige regulatorische Schlupflöcher zulassen, transferieren Konzerne finanzielle Mittel zwischen dort niedergelassenen Tochtergesellschaften und solchen im Vereinigten Königreich. Dadurch entstehen hohe bilaterale Positionen. Dies verdeutlicht, dass Irland, Luxemburg und die Niederlande viel zu verlieren hätten, sollte London seine Rolle als Finanzzentrum Europas verlieren. Entsprechend dürfte davon auszugehen sein, dass diese Länder in den anstehenden Austrittsverhandlungen eher für ein kooperatives, an den Status Quo angelegtes Ergebnis werben.

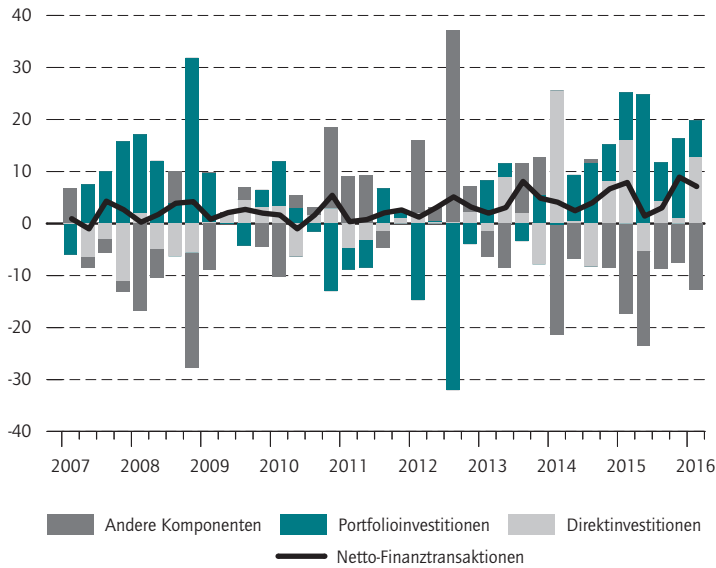
Handelsbilanzdefizit verstärkt Abhängigkeit des Vereinigten Königreichs vom Finanzsektor

Die aggregierte Kapitalbilanz des Vereinigten Königreichs bestätigt das Bild der bilateralen Positionen. Sie wird von Portfolioinvestitionen und Direktinvestitionen bestimmt (Abbildung 4). Dieser Kapitalimport finanziert ein Handelsbilanzdefizit von zuletzt 6,9 Prozent des

Abbildung 4

Kapitalbilanz des Vereinigten Königreichs

In Prozent des Bruttoinlandsprodukts



Quelle: Office for National Statistics.

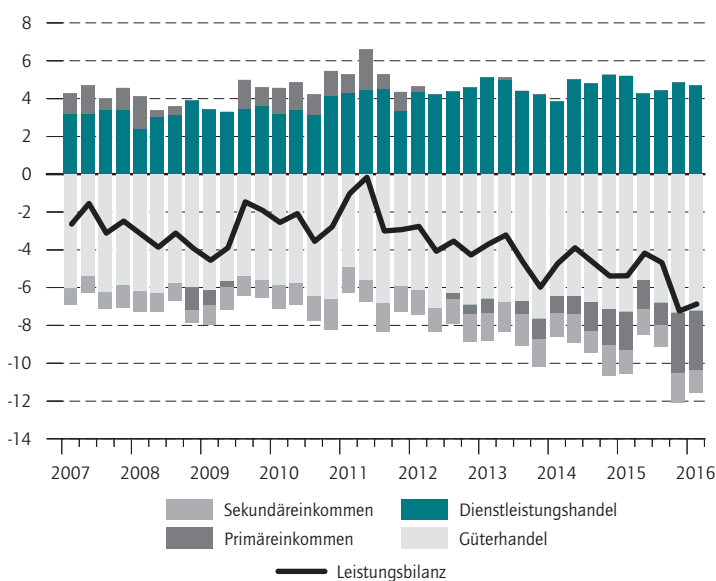
© DIW Berlin 2016

Kapital fließt ins Vereinigte Königreich vor allem in Form ausländischer Direkt- und Portfolioinvestitionen.

Abbildung 5

Leistungsbilanz des Vereinigten Königreichs

In Prozent des Bruttoinlandsprodukts



Quelle: Office for National Statistics.

© DIW Berlin 2016

Mit Ausnahme des Dienstleistungshandels ist die Leistungsbilanz des Vereinigten Königreichs mit der EU negativ.

Bruttoinlandsprodukts (1. Quartal 2016).⁹ Im Detail betrachtet zeigt sich eine deutliche Diskrepanz zwischen einem hohen Überschuss im Dienstleistungshandel und einem hohen Defizit im Warenhandel (Abbildung 5).

Der Dienstleistungshandel ist gleichzeitig der einzige Teil der Handelsbilanz des Vereinigten Königreichs, der nicht negativ ins Gewicht fällt. Der größte Teil des Überschusses geht auf die Finanzdienstleistungen zurück, gefolgt von Versicherungs- und Pensionsdienstleistungen und Dienstleistungen anderer Unternehmen – die sich hauptsächlich aus juristischen, buchhalterischen und Managementdienstleistungen zusammensetzen und somit wiederum eng mit dem Finanzsektor verwoben sind (Abbildung 6). Die positive Nettobilanz im Dienstleistungsbereich ist daher fast ausschließlich auf den Export von Dienstleistungen zurückzuführen, die in enger Verbindung zu Londons Finanzsektor stehen.

Ein Verlust des Finanzpasses könnte daher die ohnehin schon stark negative Handelsbilanz des Vereinigten Königreichs von zwei Seiten weiter unter Druck setzen. Erstens könnten die Kapitalzuflüsse zurückgehen, falls London als Finanzstandort für Investoren an Attraktivität verlieren sollte. Zweitens könnte sich das Handelsbilanzdefizit deutlich ausweiten, wenn die finanznahen Dienstleistungen als einzige Komponente mit positiver Nettobilanz weniger attraktiv für Unternehmen und Banken in der EU werden.

Dies unterstreicht, wie viel für das Vereinigte Königreich auf dem Spiel steht und wie sehr es an einer Lösung interessiert sein dürfte, die vom gegenwärtigen Status so wenig wie möglich abweicht. Gleichzeitig gibt es aufgrund etwaiger negativer Übertragungseffekte, die eine Finanz- oder Zahlungsbilanzkrise im Vereinigten Königreich auslösen würde, auch für die EU gute Gründe, dem Vereinigten Königreich in den Verhandlungen ein Stück weit entgegenzukommen.

Euro-Wertpapierhandel könnte zu großen Teilen in Euroraum verlagert werden

Nur etwa die Hälfte aller Aktiva von Banken des Vereinigten Königreichs sind Kredite an Nicht-Banken (beispielsweise nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften und Haushalte). Dieser Anteil ist bei ausländischen Tochterunternehmen von Banken niedriger, deren Aktiva zu 60 Prozent aus Derivaten und anderen strukturierten

⁹ Die Handels- und Kapitalbilanz des Vereinigten Königreichs mit der EU ist proportional zu der mit der gesamten Welt. Wo vergleichbar, findet etwa die Hälfte aller Transaktionen mit der EU statt, wobei der Dienstleistungsexport niedriger ist. Diese Daten sind jedoch nur für die aggregierte Handelsbilanz verfügbar, weswegen Abbildungen 4 bis 6 weltweit aggregierte Bilanzen zeigen.

Produkten bestehen.¹⁰ Beides spiegelt die zentrale Rolle Londons in der Vermittlung von Kapital für Firmenkundengeschäfte und den Wertpapierhandel wider, wie auch das hohe Volumen von Aktiva ausländischer Banktöchter.

Der Finanzsektor des Vereinigten Königreichs sticht auch in seiner Bedeutung für in Euro gehandelte Wertpapiere hervor. Nach Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) aus dem Jahr 2013 werden 45 Prozent aller in Euro gezeichneten Devisenderivate und 70 Prozent aller in Euro gezeichneten Zinsderivate im Vereinigten Königreich abgerechnet (Abbildung 7). Die entspricht einem täglichen Umsatz von etwa einer Billion Euro.

Dass sich die größten Clearinghäuser (Kasten) für Transaktionen in Euro im Vereinigten Königreich befinden, sorgte bereits vor dem Brexit-Referendum für Probleme, da das Vereinigte Königreich nicht Teil des Euroraums ist. Um die Stabilität des Finanzsektors zu erhöhen, führten Regulierungsbehörden auf beiden Seiten des Atlantiks nach der globalen Finanzkrise der Jahre 2007 bis 2009 Abrechnungspflichten ein. In Europa schreibt die *Verordnung zu Over-The-Counter-Derivaten (OTC), zentralen Gegenparteien und Transaktionsregistern (EMIR)* den Finanzinstitutionen vor, bestimmte Arten von OTC-Derivaten durch zentrale Gegenparteien (*central counterparties* oder CCPs) abrechnen zu lassen. In diesem Zusammenhang einigte sich das Forum für Finanzstabilität im Jahr 2012 darauf, über die Zentralbanken Liquidität für prinzipiell kreditwürdige CCPs mit temporären Zahlungsschwierigkeiten zur Verfügung zu stellen.¹¹ Dies bedeutet, dass die Europäische Zentralbank (EZB) für Clearinghäuser innerhalb ihres Zuständigkeitsbereichs effektiv als Kreditgeber letzter Instanz agiert.

Vor dem Hintergrund der zunehmenden Bedeutung von Clearinghäusern veröffentlichte die EZB im Jahr 2011 einen *Rahmen für die Überwachungs politik des Eurosystems (Eurosystem Oversight Policy Framework)*. Institutionen, die ihre Geschäfte in Euro abwickeln, sollen demzufolge innerhalb des Euroraums angesiedelt sein.¹² Dieser Überwachungsrahmen wurde vom Vereinigten Königreich massiv kritisiert und mit dem Argument, dass solche Standortanforderungen die Kapitalfreiheit innerhalb des gemeinsamen europäischen Binnenmarkts verletzen, vor den Europäischen Gerichtshof gebracht. Im März 2015 folgte das Gericht dieser Argumentation.

¹⁰ Vgl. Bush, O. et al. (2014), a. a. O.

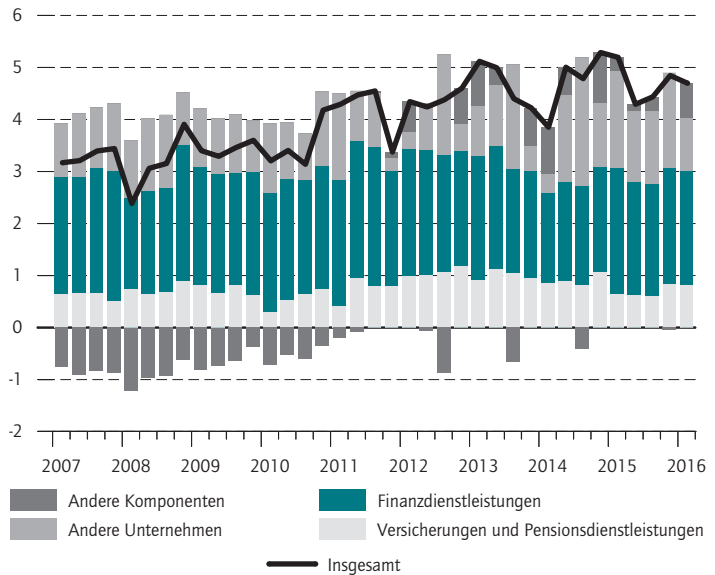
¹¹ Vgl. Financial Stability Board (2012): OTC Derivatives Market Reforms – Third Progress Report on Implementation. www.fsb.org/2012/06/third-implementation-progress-report-on-over-the-counter-otc-derivatives-market-reforms/.

¹² Vgl. Europäische Zentralbank (2011): Eurosystem Oversight Policy Framework. www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eurosystemoversightpolicyframework2011.en.pdf.

Abbildung 6

Dienstleistungshandelsbilanz des Vereinigten Königreichs

In Prozent des Bruttoinlandsprodukts



Quelle: Office for National Statistics.

© DIW Berlin 2016

Der Dienstleistungshandelsüberschuss des Vereinigten Königreichs ist hauptsächlich auf finanznahe Dienstleistungen zurückzuführen.

Es urteilte, dass die EZB laut Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union keine Kompetenz besitze, Standortanforderungen für wertpapierabrechnende CCPs einzuführen.¹³ Als Reaktion auf diese Entscheidung kündigten die EZB und die Bank of England (BoE) an, ihre Zusammenarbeit auszuweiten, sodass CCPs im Vereinigten Königreich im Rahmen sogenannter Swap-Linien zwischen EZB und BoE Liquidität in Euro direkt von der BoE erhalten können.¹⁴

Sollte das Vereinigte Königreich den Europäischen Wirtschaftsraum verlassen (müssen), wäre es nicht mehr an die EMIR-Verordnung gebunden. Dementsprechend müsste der Derivathandel im Vereinigten Königreich auch nicht länger der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) gemeldet werden. Es erscheint unwahrscheinlich, dass die europäischen Institutionen derart hohe Transaktionen in Euro außerhalb ihrer regulatorischen Zuständigkeit tolerieren. Abgesehen davon ist fraglich, ob die letztjährige Entscheidung zur Standortfrage von Clearinghäusern nach einem EU-

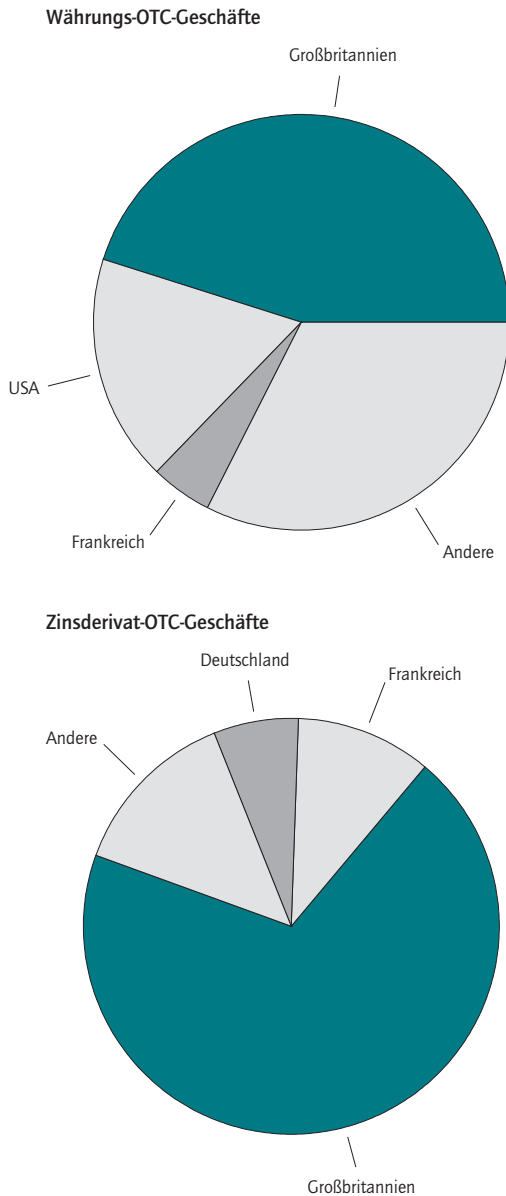
¹³ Vgl. Gericht der Europäischen Union (2015): Pressemitteilung Nummer 29/15, curia.europa.eu/jcms/jcms/P_154437/fr/.

¹⁴ Vgl. Europäische Zentralbank (2015): Pressemitteilung vom 29.03.2015, www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB_Pressemitteilung/2015/2015_03_29_ezb_und_boe.pdf?__blob=publicationFile.

Abbildung 7

Umsatz mit OTC-Geschäften

Anteil am Gesamtumsatz (April 2013, Tagesdurchschnitte)



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.

© DIW Berlin 2016

Das Vereinigte Königreich setzt den Großteil der Zins- und Wechselkurstransaktionen um.

Austritt des Vereinigten Königreichs überhaupt noch anwendbar wäre.

Sollten die Finanzinstitutionen des Vereinigten Königreichs ihren Finanzpass verlieren, ist es also durchaus

möglich, dass ein substantieller Anteil des in Euro getätigten Wertpapierhandels in den Euroraum abwandert. Einige der vier Clearinghäuser im Vereinigten Königreich (CME Clearing Europe, ICE Clear Europe, LCH. Clearnet und LME Clear) verfügen bereits über Niederlassungen innerhalb des Euroraums (LCH. Clearnet beispielsweise in Paris). Ein signifikanter Teil der Aktivitäten dieser CCPs dürfte in Länder des Euroraums verlagert werden, wenn die EU Standortbedingungen einführt. Selbst wenn diese ausbleiben, ist es wahrscheinlich, dass Clearinghäuser aufgrund von Unsicherheiten im Hinblick auf die Verfügbarkeit von Liquidität durch EZB-BoE-Swap-Linien freiwillig einen Teil ihrer Aktivitäten in den Euroraum verlagern.

Reagiert das Vereinigte Königreich mit einer Verschärfung des Steuerwettbewerbs?

Der Zugang zum EU-Kapitalmarkt ist zentral für Londons Finanzsektor und dieser Sektor ist wiederum zentral für die britische Volkswirtschaft. Einige Kommentatoren haben bereits die Befürchtung geäußert, dass das Vereinigte Königreich auf eine Flaute in diesem Sektor mit einer Verschärfung des Steuerwettbewerbs reagieren könnte, um seine Wettbewerbsfähigkeit sowohl im Unternehmens- als auch im Finanzsektor zu erhalten.

Das Vereinigte Königreich ist historisch bedingt mit einer Reihe von Offshore-Finanzplätzen verknüpft, von denen viele als Steuer-Oasen gelten, teilweise mit Unternehmen- und Einkommensteuersätzen von null Prozent. Die Finanzminister der EU haben sich darauf geeinigt, eine Liste „nicht kooperativer Jurisdiktionen“ zu erstellen, um den Missbrauch von Steuerabkommen zu unterbinden.¹⁵ Einige Mitgliedstaaten listen bereits Kandidaten auf.¹⁶ Alle drei Kronbesitztümer (Jersey, Guernsey, Isle of Man) sowie zehn der 14 Überseegebiete des Vereinigten Königreichs stehen auf der Liste mindestens eines EU-Mitgliedslands. Unter ihnen sind die Cayman-Inseln, Bermuda oder die Britischen Jungferninseln.¹⁷ Die finanziellen Positionen zwischen dem Vereinigten Königreich und diesen Territorien sind ausgesprochen

¹⁵ Vgl. Europäischer Rat (2016): Schlussfolgerungen des Rates zu einer externen Strategie im Bereich Besteuerung und zu Maßnahmen zur Bekämpfung des Missbrauchs von Steuerabkommen. www.consilium.europa.eu/de/press/press-releases/2016/05/25-conclusions-tax-treaty-abuse/.

¹⁶ Vgl. Europäische Kommission (2015): Verantwortungsvolles Handeln im Steuerwesen weltweit aus der Sicht von EU-Ländern. ec.europa.eu/taxation_customs/taxation/gen_info/good_governance_matters/lists_of_countries/index_de.htm.

¹⁷ Die 14 Überseegebiete sind Anguilla, Bermuda, das Britische Antarktiktterritorium, das Britische Territorium im Indischen Ozean, die Britischen Jungferninseln, die Cayman-Inseln, die „Sovereign Base Areas“ von Akrotiri und Dekelia auf Zypern, die Falkland-Inseln, Gibraltar, Montserrat, die Pitcairn-Inseln, Saint Helena; Ascension und Tristan da Cunha, Südgeorgien und die Südlichen Sandwich-Inseln sowie die Turks- und Caicos-Inseln, siehe www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/14929/ot-wp-0612.pdf.

hoch. In einigen dieser Jurisdiktionen sind Direktinvestitionen aus dem Vereinigten Königreich in absoluten Zahlen sogar mit denen Deutschlands vergleichbar (Abbildung 8). Ähnliches gilt für Direktinvestitionen dieser Länder im Vereinigten Königreich.

Diese Summen, wie auch die historischen Verbindungen zwischen dem Vereinigten Königreich und diesen Territorien, erklären den Widerstand des Vereinigten Königreichs in Bezug auf die oben genannte Liste nicht-kooperativer Jurisdiktionen.¹⁸ Dies wiederum begründet die Sorge, wonach das Vereinigte Königreich die Verbindungen zu diesen Territorien nach einem EU-Austritt weiter ausbauen könnte. Auf der anderen Seite verlieren die Offshore-Zentren mit dem Vereinigten Königreich auch einen wichtigen Partner innerhalb der EU, was die Möglichkeiten der verbleibenden Mitgliedstaaten stärken könnte, unkooperative Jurisdiktionen besser zu regulieren und ungebremsten Steuerwettbewerb zu vermeiden.

Fazit

Das Brexit-Referendum könnte zu wichtigen Änderungen in der Finanzgeographie Europas führen. Der Finanzsektor des Vereinigten Königreichs spielt in doppelter Hinsicht eine herausragende Rolle im europäischen Finanzsystem: Er ist erstens ein Knotenpunkt für Firmenkundengeschäfte großer europäischer Banken und zweitens ein Hauptzugangspunkt für Kapital aus Nicht-EU-Ländern in den europäischen Binnenmarkt. Sollten Verhandlungen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich in Zukunft dazu führen, dass britische Finanzinstitutionen ihre Finanzpassrechte verlieren, stehen beide Funktionen in Frage.

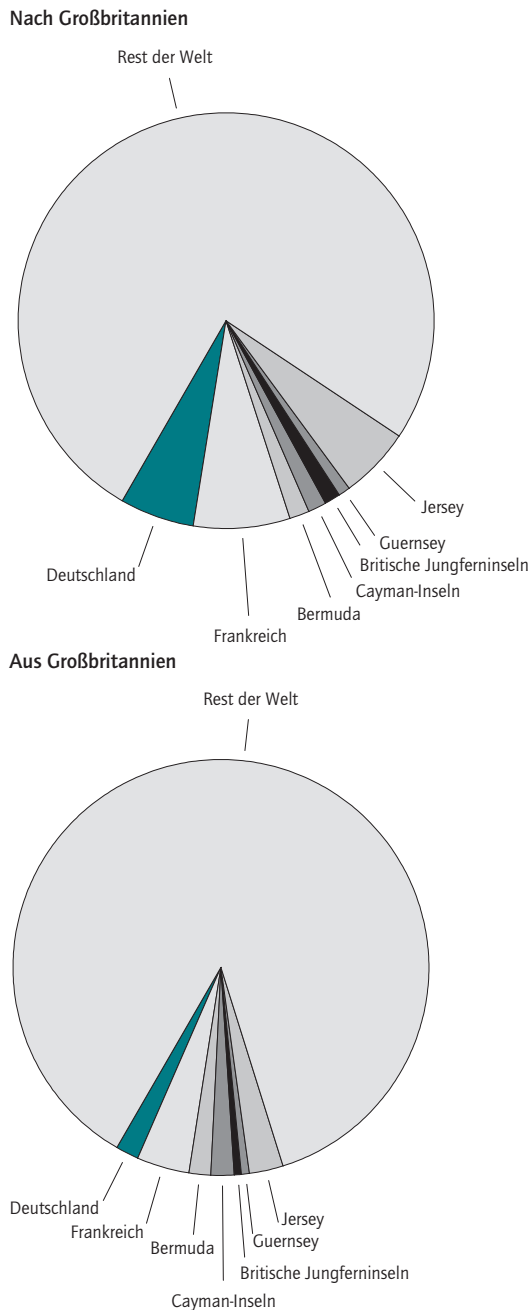
Intra-europäische Kapitalpositionen in das Vereinigte Königreich zeigen, dass nicht alle 27 Mitgliedstaaten gleichermaßen betroffen wären. Irland, Luxemburg und die Niederlande weisen eine besonders starke finanzielle Verflechtung mit dem Vereinigten Königreich auf, könnten aber als neue Zugangspunkte für Nicht-EU-Kapital in den Binnenmarkt fungieren und damit sogar vom Brexit profitieren. Auch Frankreich und Deutschland könnten versuchen, ihren Einfluss auszuspielen, um den in Euro denominierten Wertpapierhandel, der momentan von Clearinghäusern in London kontrolliert wird, nach Berlin oder Paris umzuleiten.

Die Abhängigkeit des Vereinigten Königreichs vom Export von Finanzdienstleistungen dürfte dessen Position in den anstehenden Verhandlungen mit der EU schwächen. Da die Kosten für das Vereinigte Königreich im Fal-

Abbildung 8

Direktinvestitionen ausgewählter Länder mit dem Vereinigten Königreich

Anteil an den jeweils gesamten Direktinvestitionen im Jahr 2014



Quelle: Internationaler Währungsfonds.

© DIW Berlin 2016

¹⁸ Vgl. The Guardian (2016): Britain under pressure to end opposition to tax haven blacklist. www.theguardian.com/news/2016/apr/06/britain-under-pressure-opposition-tax-haven-blacklist.

Die finanzielle Verflechtung des Vereinigten Königreichs mit Kronbesitztümern und Überseegebieten entspricht der mit Deutschland und Frankreich.

le eines Verlusts des Finanzpasses massiv wären, wird es schwer fallen, den verbleibenden EU-Mitgliedsländern größere Zugeständnisse abzurufen. Allerdings besteht durch den Brexit die Gefahr, dass die Regierung des Vereinigten Königreichs regulatorische Lücken schafft, um Finanzinstitutionen anzulocken. So könnte die enge Verflechtung des Vereinigten Königreichs mit Offshore-Finanzzentren weiter ausgebaut werden. Die EU täte

gut daran, dies bei den Verhandlungen über zukünftige Verträge mit dem Vereinigten Königreich nicht außer Acht zu lassen.¹⁹

19 Die kürzlich aufgetretenen Streitigkeiten in Bezug auf eine Absenkung der Unternehmensteuer deuten an, dass EU-Entscheidungsträger diese Gefahr sehen, siehe [next.ft.com/content/77a20970-474c-11e6-b387-64ab0a67014c](https://www.ft.com/content/77a20970-474c-11e6-b387-64ab0a67014c).

Jakob Miethé ist Doktorand in der Abteilung Weltwirtschaft am DIW Berlin | jmieth@diw.de

David Pothier ist wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung für Makroökonomie am DIW Berlin | dpothier@diw.de

BREXIT: WHAT'S AT STAKE FOR THE FINANCIAL SECTOR?

Abstract: The United Kingdom's exit from the European Union will have far-reaching implications for the British financial sector. London is currently the financial capital of Europe, and the UK's financial institutions benefit from passport rights that allow them to provide their services throughout the Single Market. The UK plays two key roles in the European financial system: the first as a major hub for wholesale banking activities conducted by large European banks, and the second as a major entry point for non-European capital entering the Single Market. If the

UK were to lose its financial passport rights, both of these roles would be significantly diminished. This Economic Bulletin analyzes some of the potential consequences of the UK losing its financial passport. One possibility is that the UK will push for greater integration with offshore financial centers in its Crown dependencies and overseas territories in order to compensate for the costs of Brexit. Such a move would run counter to the EU's objectives to prevent "aggressive tax planning," and may further complicate negotiations between the EU and the UK.

JEL: F21, F32, F36

Keywords: Brexit, European Union, Financial Sector

This report is also available in an English version as DIW Economic Bulletin 31/2016:

www.diw.de/econbull





DIW Berlin – Deutsches Institut
für Wirtschaftsforschung e.V.
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin
T +49 30 897 89 -0
F +49 30 897 89 -200
83. Jahrgang

Herausgeberinnen und Herausgeber

Prof. Dr. Pio Baake
Prof. Dr. Tomaso Duso
Dr. Ferdinand Fichtner
Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.
Prof. Dr. Peter Haan
Prof. Dr. Claudia Kemfert
Dr. Kati Krähnert
Prof. Dr. Lukas Menkhoff
Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.
Prof. Dr. Jürgen Schupp
Prof. Dr. C. Katharina Spieß
Prof. Dr. Gert G. Wagner

Chefredaktion

Sabine Fiedler
Dr. Critje Hartmann
Dr. Wolf-Peter Schill

Redaktion

Renate Bogdanovic
Dr. Franziska Bremus
Prof. Dr. Christian Dreger
Sebastian Kollmann
Dr. Peter Krause
Ilka Müller
Miranda Siegel
Dr. Alexander Zerrahn

Lektorat

Karl Brenke
Dr. Philipp König

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice
Postfach 74
77649 Offenburg
leserservice@diw.de
Tel. (01806) 14 00 50 25
20 Cent pro Anruf
ISSN 0012-1304
ISSN 1860-8787 (Online)

Gestaltung

Edenspiekermann

Satz

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –
auch auszugsweise – nur mit Quellen-
angabe und unter Zusendung eines
Belegexemplars an die Serviceabteilung
Kommunikation des DIW Berlin
(kundenservice@diw.de) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.