



Kapitalmarktunion

Ambitioniertes Ziel, aber kaum schnelle Erfolge

8. Februar 2016

Autor

Orçun Kaya
+49 69 910-31732
orcun.kaya@db.com

Editor

Jan Schildbach

Deutsche Bank AG
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management
Ralf Hoffmann

Originalveröffentlichung in englischer Sprache:
2. November 2015

Nach Jahren umfassender neuer Regulierung, die sich auf die Reform des Bankensektors konzentrierte, verlagern Regulierungsbehörden und Politiker ihren Fokus jetzt auf die Schaffung eines Binnenmarktes für Kapital, um die Finanzierung der Realwirtschaft durch Banken in Europa zu ergänzen. Das wichtigste Projekt ist in dieser Hinsicht die Kapitalmarktunion (englisch Capital Markets Union, CMU), für die jedoch bisher keine umfassende quantitative Einschätzung vorliegt. Diese Studie analysiert deshalb die Aktien-, Anleihe- und Verbriefungsmärkte, um das Potenzial der Kapitalmarktunion zu eruieren.

In Bezug auf die Aktienmärkte gibt es enorme Größenunterschiede zwischen den USA und der EU. Gleichzeitig weisen die Liquiditäts- und IPO-Trends bemerkenswerte Parallelen auf. Die Integration der europäischen Aktienmärkte hat in den letzten Jahren jedoch an Schwung verloren und die Investitionen innerhalb des Euroraums sind zurückgegangen. Vor diesem Hintergrund sollte die CMU ihren Schwerpunkt auf Maßnahmen legen, die die Informationsasymmetrien und Transaktionskosten reduzieren, indem ein einheitlicher Rechtsrahmen für die Kapitalmärkte geschaffen wird. Durch die Harmonisierung von Vorschriften und Regelungen für Börsen könnte die Konsolidierung der Aktienmärkte relativ schnell an Fahrt gewinnen.

Die europäischen Märkte für Unternehmensanleihen sind ebenfalls relativ klein, konnten seit der Finanzkrise jedoch deutlich wachsen. Die Investorenbasis ist aber weiterhin eher begrenzt, was weitere Fortschritte erschwert. Eine Ausdehnung der Investorenbasis, z.B. über eine aktivere Beteiligung von Pensionsfonds – wie in den USA mit kapitalgedeckten beitragsorientierten Rentensystemen – könnte sich positiv auswirken. Zudem bietet die CMU eine gute Gelegenheit, Dopplungen und Überlappungen hinsichtlich der Offenlegungsvorschriften zu harmonisieren und die starre Abhängigkeit von Ratings zu reduzieren.

Im Vergleich zu den USA sind die europäischen Verbriefungsmärkte ebenfalls klein. Die Ausfallquoten in Europa waren jedoch wesentlich niedriger und die Verbriefung fungierte selbst während der Finanzkrise als wichtiges Finanzierungsinstrument. Die Investorennachfrage ist derzeit relativ gering, könnte jedoch durch eine weniger drastische Regulierung der Verbriefungsprodukte wiederbelebt werden. Insbesondere die Wiederbelebung des MBS-Segments wird eine wichtige Rolle für die Kreditvergabe an KMUs spielen. Eine Kreditrisiko-Datenbank für KMU-Kredite könnte dem SME-ABS-Segment neuen Auftrieb verleihen, indem sie zu einer größeren Standardisierung und höherer Transparenz führt.



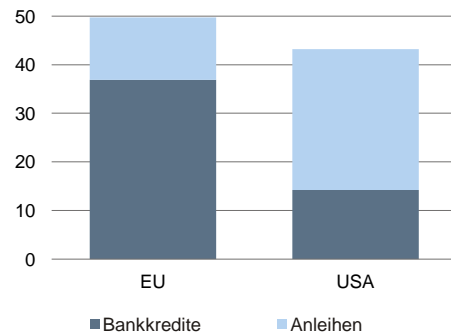
Kapitalmarktunion: Ambitioniertes Ziel, aber kaum schnelle Erfolge

I. Einleitung

Bilanzen nichtfinanzieller Unternehmen:
Bankkredite vs Anleihen

1

% vom BIP, Ende 2014



EU enthält 18 Euroländer, Dänemark, Schweden und Großbritannien

Quellen: Fed, Eurostat, EZB, Deutsche Bank Research

Politiker und Marktteilnehmer, die die Unternehmensfinanzierung in Europa beschreiben, vergleichen diese häufig mit einem „Flugzeug, das mit einem Triebwerk fliegt“. Es ist in der Tat richtig, dass die externe Finanzierung europäischer Unternehmen, ebenso wie ein Flugzeug mit nur einem Triebwerk, primär auf einer Säule basiert, den Bankkrediten (s. Grafik 1). So entspricht die Höhe der Bankkredite an Unternehmen in Europa ca. 37% des BIP, während sich die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen in den USA auf nur 14% des BIP beläuft. Die Tatsache, dass europäische Firmen derart auf Bankkredite angewiesen sind, erweist sich als problematisch, wenn die Banken ihre Kreditkonditionen verschärfen oder die Bilanzen schrumpfen. Vor diesem Hintergrund ist die Schaffung eines zweiten „Triebwerks“ – die Finanzierung der Unternehmen über die Kapitalmärkte – in den Mittelpunkt des Interesses gerückt.

Zur Förderung stärkerer und besser integrierter Kapitalmärkte in der EU hat die Europäische Kommission ein neues Grünbuch vorgelegt mit dem Ziel der Schaffung einer Kapitalmarktunion (CMU). Das Hauptziel der CMU ist es, Wachstum und Innovationen zu stärken und dadurch Arbeitsplätze in Europa zu schaffen. Um diese ambitionierten Ziele zu erreichen, strebt die CMU danach:

- das Finanzsystem in der EU stärker zu diversifizieren, indem neben die Bankfinanzierung auch andere Finanzierungsquellen – durch Investoren – treten;
- den Zugang zu Finanzierungen für alle Unternehmen in ganz Europa zu verbessern, insbesondere für Startups, innovative Firmen, kleine und mittlere Unternehmen (KMU) und langfristige Projekte; und
- grenzübergreifende Kapitalströme zu erleichtern, um Investoren und Kapitalnehmer effektiver zu vernetzen.¹

Die Grundidee einer CMU ist nicht vollkommen neu. Sie lässt sich auf das EU-Binnenmarktprogramm von 1985 und den Aktionsplan Finanzdienstleistungen (FSAP) von 1999 zurückführen. Mangelnde Finanzierungsmöglichkeiten für innovative Startups und Unternehmen in den ersten Jahren,² die Fragmentierung und geringe Größe der Kapitalmärkte³ sowie die zu sehr auf Bankfinanzierung konzentrierte Struktur der Unternehmensfinanzierung in der EU⁴ sind immer wiederkehrende Themen. Vor diesem Hintergrund ist das Ziel der CMU, die europäischen Kapitalmärkte stärker zu integrieren und effizienter zu machen, ein willkommener und notwendiger Schritt, um eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung zu fördern. Zum jetzigen Zeitpunkt ist die CMU-Debatte jedoch noch zu abstrakt und eine klare empirische Einschätzung fehlt.

Die Kapitalmärkte in der EU sind klein, verglichen mit denen anderer Volkswirtschaften ähnlicher Größenordnung. So sind z.B. die Aktien- und Unternehmensanleihemärkte in der EU nur halb so groß wie jene in den USA. Das Kernproblem der europäischen Kapitalmärkte ist jedoch nicht nur die mangelnde Größe oder der Zugang zu den traditionellen Unternehmensanleihe- und Aktienmärkten. Die europäischen Kapitalmärkte werden gleichermaßen durch andere Hindernisse wie z.B. die hohe Fragmentierung, den „Home Bias“ und eine eingeschränkte Investorenbasis beeinträchtigt. Außerdem sind die Firmen, die keinen Zugang zu Bankkrediten haben, nicht notwendigerweise die gleichen, für die eine Finanzierung über die Kapitalmärkte möglich wäre. Genaugenommen ist die Kapitalmarktfinanzierung insgesamt gar keine denkbare Option für viele

¹ Vgl. Europäische Kommission (2015).

² Eine ausführliche Analyse findet sich bei Europäische Kommission (2014).

³ Eine ausführliche Analyse findet sich bei AFME (2015).

⁴ Eine ausführliche Analyse findet sich bei ESRB (2014).



Kapitalmarktunion: Ambitioniertes Ziel, aber kaum schnelle Erfolge

Die Bankenunion

2

Im Juni 2012 schlug die EU-Kommission die Schaffung einer **Bankenunion** (BU) vor, um die Aufsicht und das Abwicklungsregime für Banken im Euroraum zu zentralisieren. Das Hauptziel der Bankenunion besteht darin, mit Hilfe eines stärkeren, einheitlichen Regelwerks für die europäischen Banken ein stabiles und integriertes Finanzsystem zu schaffen und den Teufelskreis zwischen Bankenrisiken und Staatenrisiken zu durchbrechen.

Mit der ersten Säule der BU, der einheitlichen europäischen Bankenaufsicht (SSM), wurde der EZB die Hauptverantwortung für die Überwachung und Aufrechterhaltung der Finanzstabilität der größten Banken in den Teilnehmerländern übertragen (die Teilnahme ist freiwillig für EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums). Der SSM nahm im November 2014 seine Arbeit auf, und die EZB wurde die direkte Aufsichtsbehörde der 123 größten Banken des Euroraums. Die Aufsicht der über 3.400 kleineren Banken (von denen 1.600 deutsche Banken sind) obliegt im Wesentlichen den nationalen Behörden.

Die zweite Säule der BU, der Einheitliche Abwicklungsmechanismus (SRM), betrifft den Umgang mit angeschlagenen Banken. Ziel des SRM ist es, die Finanzstabilität in Europa zu bewahren und die Abhängigkeit von Steuerzahlergeldern zu minimieren. Gleichzeitig sollen Sparer bei einer möglichen, geordneten Restrukturierung oder Abwicklung einer angeschlagenen Bank geschützt werden. Dabei kann u.a. der Einheitliche Abwicklungsfonds in Anspruch genommen werden. Dieser Fonds wird von den Banken in der BU finanziert und ist seit Januar 2016 voll einsatzbereit.

Sowohl dem SSM als auch dem SRM liegt das „Single Rulebook“ zugrunde, welches ein einheitliches Regelwerk für alle EU-Banken ist. Diese Regeln zielen darauf ab, Bankinsolvenzen von vornherein zu verhindern und im Falle einer Abwicklung die Kunden zu schützen.

traditionelle KMUs – die ca. 58% der Bruttowertschöpfung und knapp 67% der privatwirtschaftlichen Beschäftigung in Europa ausmachen. Um das Potenzial der Kapitalmarktunion, ein zweites „Triebwerk“ für die Unternehmensfinanzierung in Europa zu schaffen, einschätzen zu können, sind eine eingehende quantitative Betrachtung und eine umfassende Ursachenanalyse der Stärken und Schwächen der europäischen Kapitalmärkte notwendig.

Dabei konzentriert sich diese Studie auf die Aktien-, Anleihe- und Vertriebungsmärkte in der EU. Unsere Analysen zeigen, dass zur Stärkung der **Aktienmärkte** der Fokus auf jene Maßnahmen gelenkt werden sollte, die Informationsasymmetrien abbauen und Transaktionskosten reduzieren. Um die **Märkte für Unternehmensanleihen zu stärken**, ist die *Verbreiterung der Investorenbasis durch eine aktivere Beteiligung institutioneller Investoren, wie z.B. Pensionsfonds und Versicherungsunternehmen, von großer Bedeutung*. Die **Vertriebungsmärkte** könnten durch eine *weniger drastische Regulierung vertriebener Produkte sowie eine größere direkte Rolle des Staates im Markt gestärkt werden*.

Die Studie gibt zunächst einen kurzen Überblick und legt den Zeitplan der Kapitalmarktunion dar. Anschließend diskutieren wir die wichtigsten Kanäle der Unternehmensfinanzierung über den Kapitalmarkt: die Aktien- und Anleihemärkte. Dabei konzentrieren wir uns im ersten Schritt auf die typischen Merkmale der europäischen Aktienmärkte, wie z.B. Größe, Bewertung und Liquidität. Im zweiten Schritt analysieren wir die Rolle der Eigenkapitalfinanzierung für europäische Firmen sowie die Aktienmarktintegration in Europa. Als nächstes betrachten wir den Anleihemarkt, wobei insbesondere die Finanzierung durch Anleihen während der letzten Jahre im Fokus der Analyse steht. Zudem untersuchen wir die Investorenbasis an den Anleihemärkten genauer. Im letzten Kapitel erörtern wir die Entwicklung an den Vertriebungsmärkten. Des Weiteren beleuchten wir, wie unterschiedlich dieses Marktsegment international abgeschnitten hat, und diskutieren das Potenzial der Verbriefung als Instrument für die Finanzierung der Realwirtschaft.

II. Die CMU kurz zusammengefasst

Am 26. November 2014 kündigte die EU-Kommission einen umfassenden Investitionsplan an, um das Wirtschaftswachstum und die Beschäftigung in Europa zu fördern.⁵ Hauptziel des Plans ist es, die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und die Finanzierungsbedingungen in allen 28 EU-Staaten durch die Schaffung einer Kapitalmarktunion zu verbessern. Im Februar 2015 veröffentlichte die Kommission ein Grünbuch, das Maßnahmen spezifiziert, um die ambitionierten Ziele der CMU zu erreichen. In dem Grünbuch formulierte die Kommission kurzfristige Prioritäten und nannte eine Reihe von Maßnahmen, von denen die Unternehmen relativ schnell profitieren könnten. Zu diesen Prioritäten zählen:

- 1) Erleichterung des Zugangs zu den Kapitalmärkten
- 2) Verbreiterung der Investorenbasis für KMU
- 3) Etablierung einer „nachhaltigen“ Verbriefung
- 4) Förderung langfristiger Investitionen
- 5) Entwicklung europäischer Märkte für Privatplatzierungen.⁶

Unter diesen kurzfristigen Zielen sind die ersten drei primär auf die Finanzierung bestehender Unternehmen über den Kapitalmarkt ausgerichtet, während es bei den letzten beiden eher um die Gründung neuer Firmen und vor allem innovati-

⁵ Europäische Kommission – Presseveröffentlichung vom 26. November 2014.

⁶ Am 9. Juli 2015 verabschiedete das Europäische Parlament seine erste Resolution zur Schaffung einer CMU.



Kapitalmarktunion: Ambitioniertes Ziel, aber kaum schnelle Erfolge

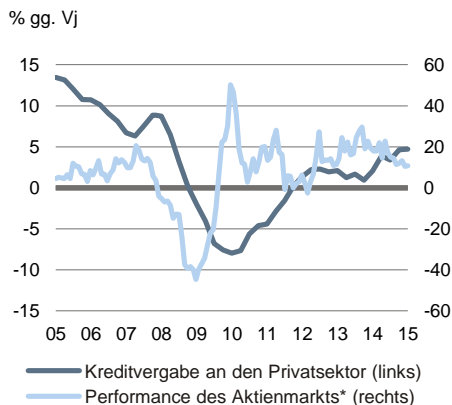
ver Startups geht. Unter Berücksichtigung der deutlichen Unterschiede zwischen den beiden Konzepten konzentrieren wir uns in dieser Studie auf die Finanzierung existierender Firmen über die Kapitalmärkte.⁷ Die Ziele der CMU sollen bis 2019 erreicht werden. Dann wird die EU-Kommission prüfen, ob eine Entwicklung der 28 nationalen Einzelmärkte hin zu einem einheitlichen, europäischen Kapitalmarkt zu beobachten ist.

Kurz gesagt besteht das oberste Ziel der CMU darin, das Kapitalangebot für Unternehmen in der EU zu verbessern und die Bankenunion (BU) zu ergänzen (s. Box 2). Das primäre Ziel der BU ist es, durch eine stärkere, einheitliche Aufsicht und Regulierung der europäischen Banken ein solideres Finanzsystem zu erreichen. Deshalb wurde im Zuge der BU die Zuständigkeit für die Bankenaufsicht im Euroraum an die Europäische Zentralbank (EZB) übertragen. Die CMU wiederum zielt insbesondere auf die Förderung der Unternehmensfinanzierung über die Kapitalmärkte ab. Genauer gesagt sollen mit der CMU größere und stärker diversifizierte Kapitalmärkte geschaffen werden, welche solide Rahmenbedingungen für die Unternehmensfinanzierung bieten, und diese somit resistent gegenüber ökonomischen Schocks machen. Anders als die BU deckt die CMU alle 28 EU-Länder ab und nicht nur den Euroraum.

Nach dem Ende der Konsultationsperiode im Mai 2015 verabschiedete die EU-Kommission im September eine Umsetzungsstrategie für die CMU auf Basis der erhaltenen Rückmeldungen. Sie legte einen Aktionsplan fest, einschließlich eines vorläufigen Zeitplans, der in den nächsten fünf Jahren realisiert werden soll. Der Aktionsplan geht mit neuen Gesetzesvorschlägen zur Kreditverbriefung und zu Solvency II einher. Er sieht weiterhin zwei öffentliche Anhörungen zu Venture-Capital und zu Covered Bonds vor. Die EU-Kommission holt ebenfalls konkretes Feedback ein zur Frage, inwiefern Regulierung die Finanzierung der Wirtschaft und das Wachstumspotenzial beeinflusst.

Kreditwachstum und Aktienmarktperformance in den USA

3



*S&P 500

Quellen: Bloomberg Finance LP, FDIC, Deutsche Bank Research

Die Überwindung der einseitigen Abhängigkeit von der Bankfinanzierung und die Etablierung eines stärker diversifizierten Finanzsystems ist zweifelsohne ein notwendiger Schritt für Europa. Ein Blick auf das Kreditwachstum und die Aktienmarktperformance in den USA offenbart das Potenzial der Kapitalmarktfinanzierung. Wie Grafik 3 zeigt, ist im Zuge der Finanzkrise nicht nur das Kreditwachstum, sondern auch der Aktienmarkt eingebrochen. Die Aktienmärkte haben sich jedoch viel rascher erholt und fungierten damit für einige Unternehmen, die möglicherweise keinen Zugang zu Bankkrediten hatten, sozusagen als zweites Triebwerk. Aufgrund der Erfahrungen in den USA hat die Idee, größere und effizientere Kapitalmärkte in Europa zu entwickeln, viele Unterstützer gewonnen. Insgesamt wird kaum in Frage gestellt, dass die vorgeschlagenen ersten Aktionsschritte des CMU-Projekts wohl durchdacht sind und so manche Ziele leicht erreicht werden könnten. Marktteilnehmer und Entscheidungsträger erkennen jedoch auch die Schwächen der CMU, auf den Gebieten unterschiedliche Regelungen zu überwinden, auf denen die Gesetzgebung bisher in der Kompetenz der Mitgliedstaaten lag. Ob die CMU die hoch gesteckten Erwartungen erfüllen kann, wird aufgrund der Langfristigkeit des Projekts ebenfalls mit Skepsis gesehen.

III. Aktienmärkte

Kernpunkt der CMU-Diskussion ist das Argument, dass die europäischen Kapitalmärkte im Vergleich zu Kapitalmärkten in Ländern ähnlicher wirtschaftlicher Größe unterentwickelt sind. Aus diesem Grund ist die Unternehmensfinanzierung stark von Bankkrediten abhängig. Um das Potenzial der CMU einschätzen zu können, ist folglich eine eingehende Analyse der Reife der europäischen

⁷ Eine ausführliche Analyse findet sich bei Beck und Levine (2000).



Kapitalmarktunion: Ambitioniertes Ziel, aber kaum schnelle Erfolge

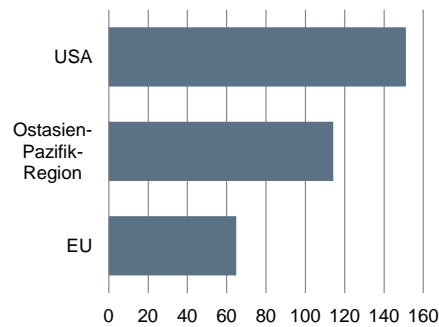
Kapitalmärkte unerlässlich. Wir beginnen die Analyse mit einem der Schwergewichte der Unternehmensfinanzierung, dem Aktienmarkt, auf dem Anteilsscheine von Unternehmen ausgegeben und gehandelt werden.

Geringe Größe des Aktienmarkts in der EU

Marktkapitalisierung börsennotierter Unternehmen

4

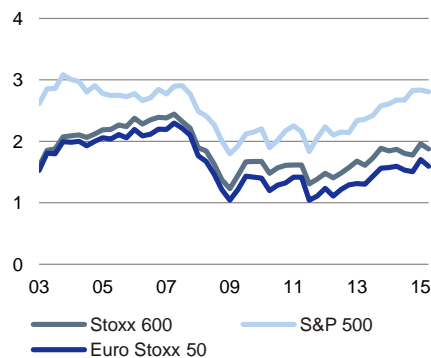
% vom BIP, Ende 2014



Quellen: WFE, Deutsche Bank Research

Kurs-Buchwert-Verhältnis ist in den USA höher

5

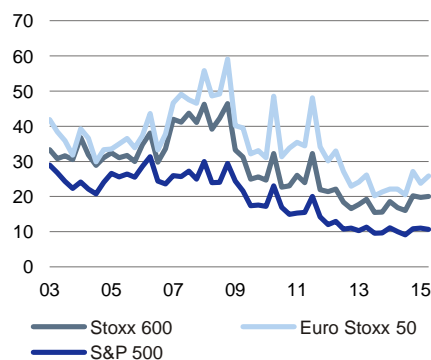


Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Abwärtstrend beim Umsatz am Aktienmarkt in EU und USA

6

Quartalsumsatz in % der Marktkapitalisierung



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Um die Größe der Aktienmärkte zu messen, wird häufig der Marktwert börsennotierter Unternehmen in Relation zum BIP, d.h. der Wert des handelbaren Eigenkapitals, herangezogen. Wie Grafik 4 verdeutlicht, sind die Aktienmärkte in den USA mit Abstand am größten, mit einer Marktkapitalisierung in Relation zum BIP von ca. 150%. Auf die USA folgt die Region Asien-Pazifik mit einer Marktkapitalisierung von 114%. Mit ca. 65% des EU-BIP bleibt die Marktkapitalisierung in Europa hinter Volkswirtschaften ähnlicher Größenordnung zurück. Darüber hinaus sind innerhalb der EU sehr große Unterschiede festzustellen. Während die Quote in Großbritannien z.B. 127% beträgt, liegt die Marktkapitalisierung in Relation zum BIP in Frankreich, den Niederlanden, Belgien und Portugal zusammengenommen bei ca. 74%. Polen und Österreich hingegen finden sich mit 31% und 22% am anderen Ende der Skala. Auch das ökonomische Schwergewicht der EU, Deutschland, hat eine Marktkapitalisierung von nur 46%. Dies ist ein recht geringer Wert, insbesondere unter Berücksichtigung der Tatsache, dass es für die vielen mittelständischen Unternehmen in Deutschland nur wenige größenbedingte Hürden bei der Inanspruchnahme der Kapitalmärkte geben dürfte. Insgesamt sind bezüglich der Aktienmarktgröße enorme Unterschiede zwischen den USA und der EU festzustellen, wobei die Aktienmärkte des Euroraums besonders klein sind.

Eine weitere Kennzahl der Aktienmarktentwicklung ist die Bewertung umlaufender Aktien. Ein guter Indikator des Bewertungsniveaus ist das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV). Grafik 5 zeigt das KBV von drei Benchmark-Indizes: dem S&P 500 für die USA, dem Stoxx 600 für die EU und dem Euro Stoxx 50 für den Euroraum. Wie aus der Grafik hervorgeht, sind die Bewertungstrends für europäische und US-Aktien ähnlich. Die Bewertungen waren im Zeitraum vor der Finanzkrise hoch, bevor es im Jahr 2008 zu einer starken Korrektur kam; von 2009 bis 2011 folgte eine Seitwärtsbewegung, und in den letzten Jahren kam es schließlich zu einer Erholung. Allerdings sind Aktien in Europa verglichen mit den USA weiterhin relativ niedrig bewertet. So wurden, gemessen am KBV, europäische Aktien zur Jahresmitte 2015 mit einem Abschlag von knapp 50% gegenüber US-Aktien gehandelt. Im Euroraum sind Aktien sogar noch niedriger bewertet als im europäischen Durchschnitt und weisen einen Abschlag von 75% auf. Es gibt mehrere Ansätze, die eine plausible Erklärung für das niedrige KBV liefern. Diese umfassen Unterschiede u.a.: i) in den Rechnungslegungsvorschriften, ii) in der Gewichtung des Finanzsektors (der normalerweise ein niedrigeres KBV aufweist) in einem Index, iii) in den Erwartungen der Investoren bezüglich der strukturellen Wachstumsaussichten bestimmter Aktienmärkte, iv) in der Profitabilität und/oder v) in der Kapitalintensität der zugrundeliegenden Unternehmen (d.h. je mehr in Maschinen und Ausrüstung investiert wird, desto niedriger ist tendenziell das KBV) etc.⁸ Eine umfassende Analyse der niedrigen Aktienbewertung im Euroraum würde den Rahmen dieser Publikation sprengen. Es ist jedoch festzuhalten, dass die vergleichsweise günstigen Aktien zu der geringeren Marktkapitalisierung hierzulande beitragen.

Weiterhin ist zu beachten, dass es sich bei der Marktkapitalisierung und dem KBV um aggregierte Maße der Aktienmarktgröße und -bewertung handelt. Sie sagen wenig aus über Liquidität und die Fähigkeit einzelner Firmen, Aktien zu emittieren. Voraussetzung für einen gut funktionierenden und effizienten Aktienmarkt ist, dass die umlaufenden Aktien leicht handelbar sind. Um dies ge-

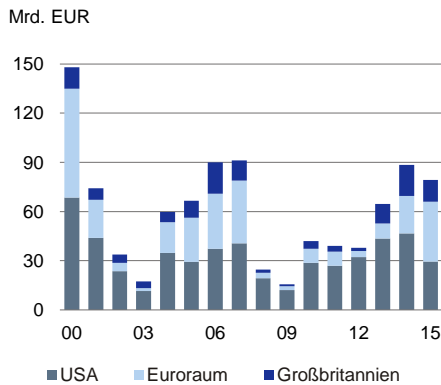
⁸ Weitergehende Informationen finden sich in den grundlegenden Arbeiten von Fama und French (1992) und Fama und French (1995).



Kapitalmarktunion: Ambitioniertes Ziel, aber kaum schnelle Erfolge

IPOs im Zeitablauf

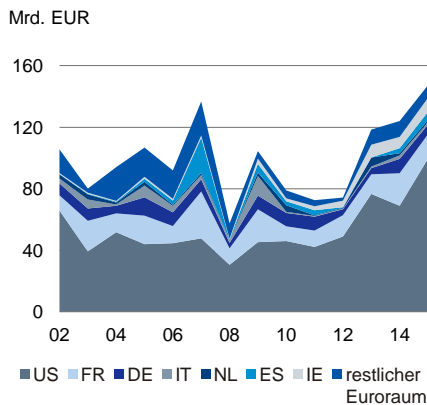
7



Quellen: Dealogic, Deutsche Bank Research

Nichtfinanzielle Unternehmen: Aktienemissionen in den USA und im Euroraum

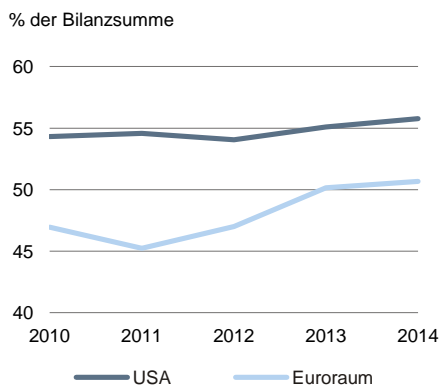
8



Quellen: Fed, EZB, Deutsche Bank Research

Eigenkapitalfinanzierung ist für Firmen im Euroraum von großer Bedeutung

9



Quellen: Fed, Eurostat, Deutsche Bank Research

nauer zu untersuchen, wird das Umsatzvolumen als ergänzender Indikator für den Entwicklungsgrad des Marktes herangezogen, der zeigt, ob Größe auch mit Liquidität einhergeht (s. Grafik 6). In den letzten Jahren sind die Umsätze auf den Aktienmärkten (in Relation zur Marktkapitalisierung) ebenso wie das KBV in Europa und den USA einem ähnlichen Trend gefolgt. In beiden Regionen kam es nach der Finanzkrise zu Umsatzrückgängen (in den Boomjahren zuvor waren die Umsätze in Europa stark gestiegen, während sie in den USA nahezu unverändert blieben). Im Euroraum, wie auch in der gesamten EU, litten die Aktienmärkte unter einem deutlichen Liquiditätsrückgang und die Umsätze fielen zwischen 2008 und 2012 um ca. 50%. Dennoch entsprechen die allgemeinen Liquiditätstrends im Euroraum weitgehend denjenigen in den USA – tatsächlich ist der relative Umsatz in Europa sogar höher. Zusammengefasst stellt die geringe Marktgröße also nicht notwendigerweise ein Hindernis dar für die Handelsaktivität an den Aktienmärkten im Euroraum.

Eigenkapitalfinanzierung spielt auch im Euroraum eine zentrale Rolle für Unternehmen

Marktgröße und Umsatz sind nur bedingt geeignet, um die Bedingungen für neue Aktienemissionen wirklich zu beurteilen. Ein besserer Indikator für die Offenheit der Aktienmärkte dürften Börsengänge (IPOs) sein. Grafik 7 illustriert die IPO-Trends in den USA, dem Euroraum und Großbritannien im Zeitablauf und zeigt, dass sich die IPOs auf beiden Seiten des Atlantiks weitgehend parallel bewegt haben. Im Jahr 2000 erreichten sie mit einem Wert von EUR 69 Mrd. in den USA und knapp EUR 66 Mrd. im Euroraum einen Höchststand (hinzu kamen noch EUR 13 Mrd. aus Großbritannien). 2007 war der Höhepunkt eines weiteren IPO-Booms, bevor die Börsengänge angesichts des Ausbruchs der Finanzkrise einen starken Einbruch erlitten. In den letzten Jahren stiegen die IPO-Volumina in den USA wieder an und erreichten 2015 EUR 30 Mrd. Ein ähnlicher Trend war in Großbritannien zu verzeichnen, wo IPOs ein Volumen von EUR 13 Mrd. erreichten. Auch im Eurogebiet war ein deutlicher Anstieg festzustellen und der Gesamtwert belief sich 2015 auf EUR 37 Mrd.

Eine vergleichbare und ebenso aufschlussreiche Kennziffer (Grafik 8) ist das gesamte Aktienemissionsvolumen (die Summe aus IPOs und den Platzierungen am Sekundärmarkt). Von 2002 bis 2008 konnten sich nichtfinanzielle US-Unternehmen durch Neuemissionen Kapital in Höhe von EUR 324 Mrd. beschaffen. Im gleichen Zeitraum war das Aktienemissionsvolumen im Euroraum mit EUR 349 Mrd. sogar höher. Nach der Krise erholten sich die Eigenkapital-emissionen in den USA relativ schnell und erreichten 2015 einen Gesamtwert von EUR 100 Mrd. – das beste Ergebnis des letzten Jahrzehnts. Im Euroraum war die Entwicklung etwas gedämpfter; hier erreichte das Emissionsvolumen 2015 ca. EUR 48 Mrd., davon stammten EUR 16 Mrd. aus Frankreich und EUR 6 Mrd. aus Deutschland. Insgesamt sind die Aktienemissionen aber auch in der EU seit der Krise deutlich angestiegen, obwohl sie weiterhin unter dem Niveau in den USA liegen.

Um genauer zu analysieren, welche Rolle die Emission von Aktien in der Unternehmensfinanzierung spielt, lohnt ein Blick auf den Anteil des Eigenkapitals an der Bilanzsumme nichtfinanzieller Unternehmen. Wie Grafik 9 zeigt, ist die Eigenkapitalfinanzierung sowohl im Euroraum als auch in den USA von herausragender Bedeutung. So macht Eigenkapital ca. 50% der Bilanzsumme der nichtfinanziellen Unternehmen im Euroraum aus, ein leicht geringerer Wert als in den USA. Außerdem ist der Anteil des Eigenkapitals in den letzten Jahren gestiegen. Natürlich enthält Eigenkapital nicht nur das kumulierte Aktienemissionsvolumen, sondern auch andere Komponenten wie z.B. einbehaltene Gewinne. Jedoch unterscheiden sich auch die intern generierten Mittel der Unternehmen in den USA und im Euroraum wahrscheinlich nur leicht. Im Jahr 2014 lag der



Kapitalmarktunion: Ambitioniertes Ziel, aber kaum schnelle Erfolge

Nettobetriebsüberschuss der nichtfinanziellen Unternehmen in den USA bei knapp unter 10% des US-BIP. Beim Nettobetriebsüberschuss handelt es sich um ein Maß für die Profitabilität und damit die intern generierten Mittel. Im Euroraum hatte diese Kennziffer einen Wert von 14%. Alles in allem deuten die verfügbaren Daten darauf hin, dass die Finanzierung über Aktien trotz der geringen Größe des Aktienmarkts eine wichtige Säule der Unternehmensfinanzierung im Euroraum darstellt – zumindest für jene Firmen, die groß genug sind, um Aktien zu emittieren.

Finanzzentren der EU verlieren an Bedeutung

Finanzzentren der EU verlieren an Bedeutung **10**

Rang	GFCI 2015	GFCI 2007
London	1	1
Frankfurt	14	6
Luxemburg	19	26
Wien	30	35
Stockholm	32	29
Amsterdam	36	23
Paris	37	11
München	40	-
Mailand	65	30
Madrid	79	28

GFCI: Global Financial Centres Index 18 für 2015

Quellen: Z/Yen, Deutsche Bank Research

Die Emission und der Handel von Aktien profitieren, wenn sie an großen und internationalen Finanzplätzen stattfinden. Internationale Finanzzentren ziehen ausländische Investitionen an, was wiederum in den lokalen Märkten zu einer Erweiterung der Investorenbasis führt. Außerdem sind Finanzzentren für Börsengänge ausländischer Unternehmen attraktiv und erhöhen damit das Spektrum der angebotenen Aktien auf den lokalen Märkten.⁹

Europa besitzt wichtige Finanzzentren, die etabliert und renommiert sind. Ihre Bedeutung ist jedoch rückläufig und sie verlieren an Einfluss. Ein Ranking der Finanzzentren, das den Entwicklungsgrad des Finanzsektors und die Infrastruktur sowie zusätzliche Faktoren berücksichtigt, offenbart diesen Trend deutlich (s. Tabelle 10). Im Jahr 2015 ist London das einzige europäische Finanzzentrum von globalem Rang. Von den wichtigsten Finanzzentren des Euroraums liegt Frankfurt weltweit nur auf Rang 14 (gegenüber Platz 6 2007) und Paris auf Rang 37 (gegenüber Platz 11 2007). Insgesamt haben die Finanzzentren des Euroraums seit der Krise an Wettbewerbsfähigkeit verloren und scheinen ihre traditionell starke Rolle einzubüßen. Dies dürfte bedeuten, dass es den europäischen Finanzzentren heute schwerer fällt, internationale Investoren und Unternehmen anzulocken, als dies vor der Krise der Fall war. Die schwindende Rolle der großen europäischen Finanzplätze wirkt sich negativ auf den Aufbau starker Netzwerke für Kapitaltransaktionen sowie die Liquidität der Aktienmärkte aus. Sie könnte es Regulierern und Aufsichtsbehörden sogar erschweren, Krisen effizient zu managen, da die Marktfragmentierung die regulatorische Überwachung behindern könnte.

Die wichtigsten Börsen in der EU **11**

Börse	Marktkapitalisierung in Mrd. USD
London SE Group	4013
NYSE Euronext	3319
Deutsche Börse	1739
NASDAQ OMX Nordic	1197
BME Spanish Exchanges	993
Warsaw Stock Exchange	169
Irish Stock Exchange	143
Wiener Börse	97
Luxembourg Stock Exchange	63
Athens Exchange	55
Zagreb Stock Exchange	26
Prague Stock Exchange	25
Bucharest Stock Exchange	21
Budapest Stock Exchange	15
Bulgarian Stock Exchange	6
Bratislava Stock Exchange	5

Stand: Ende 2014

Quellen: WFE, FESE, ZSE, Deutsche Bank Research

Aktienmarktintegration im Euroraum stagniert

Gleichermaßen wirken sich international integrierte Märkte positiv auf Neuemissionen am Aktienmarkt aus. Stärker integrierte Kapitalmärkte ermöglichen den freien Kapitalfluss zwischen Ländern. Das erleichtert Unternehmen den Zugang zu ausländischem Kapital und ermöglicht es gleichzeitig Investoren, ihre Portfolios zu diversifizieren. In den letzten fünfzig Jahren war die EU relativ erfolgreich darin, Standards festzulegen und zu harmonisieren sowie einen einheitlichen Markt auf verschiedenen Ebenen zu schaffen. Die EU verfügt jedoch trotz einer erheblichen Konsolidierung in den letzten Jahren weiterhin über 16 verschiedene, unabhängige Börsen in den einzelnen Mitgliedstaaten (s. Tabelle 11). Verglichen mit den USA, die zwei nationale Börsenplätze hat, scheint die Zahl der Börsen in der EU unangemessen hoch. Diese Vielfalt von Börsen in Europa muss nicht unbedingt ein Hindernis sein für bereits börsennotierte Unternehmen, denn Mehrfachnotierungen an verschiedenen Finanzplätzen sind möglich. Außerdem könnte der Wettbewerb zwischen den Börsen die Gebühren reduzieren und den Service für die Emittenten verbessern. Allerdings finden IPOs normalerweise an inländischen Börsen statt und besonders kleinere Unternehmen tendieren dazu, den lokalen Aktienmarkt in Anspruch zu nehmen. Deshalb könnte die Börsenvielfalt die Investorenbasis bei IPOs und bei Aktien kleinerer

⁹ Eine ausführliche Erörterung findet sich bei Kern (2010).

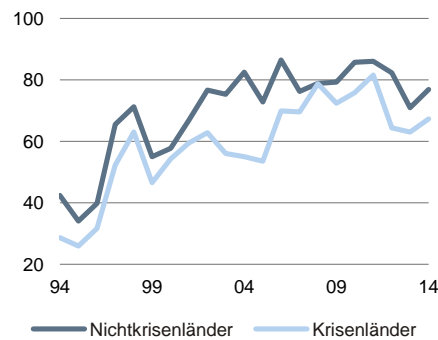


Kapitalmarktunion: Ambitioniertes Ziel, aber kaum schnelle Erfolge

Aktienmarktintegration im Euroraum

12

Index in %, 100% entspricht vollkommener Integration



Nichtkrisenländer: Österreich, Belgien, Estland, Finnland, Frankreich, Deutschland, Luxemburg, Malta, Niederlande und Slowakei
Krisenländer: Zypern, Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Slowenien und Spanien

Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Unternehmen einschränken.¹⁰ Die hohe Anzahl von nationalen Börsen in Europa ist historisch gewachsen. Dass die Börsenlandschaft in der EU nach über 50 Jahren der Integration auf den verschiedensten Gebieten heute immer noch derart fragmentiert ist, erstaunt dennoch.

Wie hat sich die Marktintegration im Euroraum aus Sicht der Finanzmärkte entwickelt? Hierüber können u.a. die Renditen am Aktienmarkt Aufschluss geben. Bei integrierten Märkten sollten die einzelnen Renditen in der Tat relativ robust gegenüber landesspezifischen Schocks sein, dafür jedoch eine enge Korrelation untereinander aufweisen. Die Performance sollte im Wesentlichen von denselben Faktoren beeinflusst sein. Anders gesagt: Da die finanziellen und wirtschaftlichen Verflechtungen zwischen den EU-Ländern im Laufe der Zeit intensiver geworden sind, wäre mit der Zeit eine zunehmende Synchronisierung der Aktienmarktentwicklung zu erwarten. Inwieweit es tatsächlich zu dieser Parallelbewegung gekommen ist, dazu gibt ein Index der EZB Auskunft, der auf einer Hauptkomponentenanalyse für Krisen- und Nichtkrisenländer des Euroraums beruht (s. Grafik 12). Aus diesem wird eine ausgeprägte Integrationstendenz unter den (z.Z.) stabilen Ländern in den letzten 20 Jahren ersichtlich. Genaugenommen erklären die gemeinsamen Faktoren im Durchschnitt 75% der Bewegungen der Aktienmärkte in den stabilen Ländern im Zeitraum von 2000 bis 2008. Wenn auch weniger ausgeprägt, so ist auch in den (z.Z.) angeschlagenen Volkswirtschaften des Euroraums eine deutliche Zunahme der Aktienmarktintegration festzustellen, wobei die gemeinsamen Faktoren hier ca. 60% der Kursveränderungen an den Aktienmärkten erklären. Allerdings fehlt es in beiden Ländergruppen seit dem Beginn der Finanzkrise an Schwung bei der weiteren Integration. Erst im Jahr 2014 war die Performance der verschiedenen Aktienmärkte wieder stärker gleichläufig. Es wird voraussichtlich noch etwas dauern, bis die europäischen Aktienmärkte wieder auf dem vor Ausbruch der Krise erreichten Integrationsniveau sind.

Grenzübergreifende Investitionen innerhalb des Euroraums nach der Krise gesunken

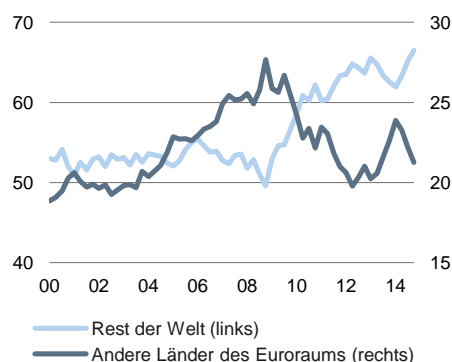
Dass Investoren trotz der potenziellen Vorteile durch internationale Diversifizierung dazu neigen, zu viele inländische und zu wenig ausländische Aktien zu halten, wird in der Literatur als „Home-Bias“ bezeichnet.¹¹ Der Home-Bias wird häufig als inverser Indikator der Finanzmarktintegration herangezogen. Seine Höhe ist ein grobes Maß für Transaktionskosten sowie für die Kosten, die durch Informationsasymmetrien am Aktienmarkt entstehen.¹² Sind solche Friktionen ausgeprägt, haben Investoren eine klare Präferenz für Aktien aus ihren Heimatländern, so dass nationale Grenzen Kapitalmarktinvestitionen de facto einschränken.

Bei Aktienanlagen können Investoren aus Euroland zwischen drei Alternativen wählen: inländische Aktien, solche aus dem übrigen Euroraum oder aus dem Nicht-Euroraum. Betrachtet man diese drei Optionen, so würde ein Anstieg der Investitionen in inländische Anteilsscheine einen zunehmenden Home-Bias bedeuten, ein Anstieg der Investitionen im übrigen Euroraum dagegen einen rückläufigen Home-Bias im Eurogebiet. Die EZB stellt Daten bereit, die zeigen, welchen Anteil Aktien des Euroraums (ohne den Heimatmarkt) und Aktien aus dem Rest der Welt am Portfolio von Investmentfonds haben. Anhand dieser Daten können grenzüberschreitende Aktienbestände institutioneller Investoren quantifiziert werden (s. Grafik 13). Wie aus der Grafik hervorgeht, stieg der Anteil von Aktien aus dem übrigen Euroraum im Portfolio von Investmentfonds vor

Anteil der Aktien aus anderen Ländern am Portfolio von Investmentfonds im Euroraum

13

Anteil in %



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

¹⁰ Eine ausführliche Erörterung findet sich bei Pagano, Röell und Zechner (2002).

¹¹ Eine detaillierte Analyse findet sich bei S. Tesar und Werner (1995) und French und James (1991).

¹² Eine ausführliche Erörterung findet sich bei S. Kang und Stulz (1997).



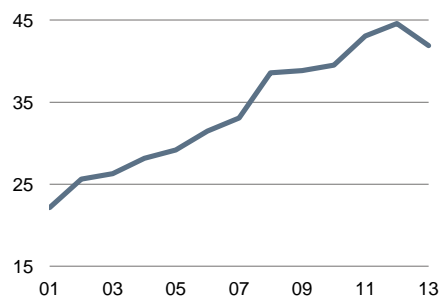
Kapitalmarktunion: Ambitioniertes Ziel, aber kaum schnelle Erfolge

der Krise um 8%-Punkte an, von 19% im Jahr 2000 auf 27% Ende 2008. In der Tat ist einer der Gründe für den Home-Bias das Wechselkursrisiko, welches jedoch in Euroland seit der Einführung des Euro nicht mehr besteht. Im gleichen Zeitraum blieben die grenzüberschreitenden Aktienbestände aus der übrigen Welt mit einem Anteil von ca. 50% weitgehend unverändert. Mit Beginn der Finanzmarktkrise kehrte sich der Trend, vermehrt in Aktien des Euroraums zu investieren, jedoch um. Die später zunehmenden Befürchtungen eines möglichen Zusammenbruchs der Eurozone verstärkten diese Entwicklung zusätzlich. Per 2014 war der grenzüberschreitende Besitz von Aktien aus dem Euroraum durch institutionelle Anleger auf 21% gefallen. Dagegen gewannen die Aktieninvestitionen der institutionellen Investoren außerhalb des Euroraums nach 2008 an Dynamik. Ihr Anteil stieg um knapp 16 Prozentpunkte an und erreichte im Jahr 2014 66%. Zusammengefasst lassen die verfügbaren Daten nicht notwendigerweise auf einen Anstieg des Home-Bias bei institutionellen Investoren schließen. Vielmehr lassen die Zahlen einen Rückzug aus den anderen Euroländern vermuten. Eine solche Portfoliodiversifizierung institutioneller Investoren weg von Aktien des Euroraums hin zu internationalen Vermögenswerten aus Nicht-Euro-Ländern ist an sich keine negative Entwicklung. Sie könnte jedoch indirekt einen gewissen Druck auf die Aktienmärkte der Mitgliedstaaten zur Folge haben, da institutionelle Investoren einen Großteil der Liquidität an den Finanzmärkten bereitstellen. Zu geringe Liquidität an den Märkten erschwert Market-Making-Aktivitäten sowie eine effiziente Preisbildung. Dies könnte die Kosten der Emission von Aktien für nichtfinanzielle Firmen erhöhen.

Innerhalb des Euroraums ist der grenzüberschreitende Aktienbesitz gesunken

14

Anteil der im Euroraum emittierten Aktien im Besitz von Investoren aus dem übrigen Euroraum (in %)



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Institutionelle Investoren kommen mit Informationsasymmetrien und Transaktionskosten tendenziell besser zurecht als Kleinanleger. Deshalb spiegelt ihre Portfolioallokation nicht notwendigerweise die Investitionsentscheidungen aller Marktteilnehmer wider. Ein repräsentativerer Indikator für den Home-Bias ist deshalb der Anteil der Aktien von Unternehmen des Euroraums, der in einem anderen Land des Euroraums gehalten wird (s. Grafik 14). Dieser Indikator zeigt, in welchem Maße sowohl institutionelle als auch nicht-professionelle Investoren des Euroraums in Aktien aus anderen Euroländern investieren. Ebenso wie in Grafik 13 zeigt auch dieser Indikator einen bemerkenswerten Aufwärtstrend seit Einführung des Euro, mit einer nur kurzen Abschwächung als Reaktion auf die Finanzkrise. Nur im Jahr 2013 kam es zu einem deutlichen Rückgang der grenzüberschreitenden Aktieninvestitionen innerhalb des Eurogebiets (für die vergangenen beiden Jahre ist eine Analyse zum jetzigen Zeitpunkt mangels Daten noch nicht möglich).

Insgesamt zeigen die verfügbaren Daten, dass die Aktienmarktintegration im Euroraum seit der Einführung des Euros kontinuierlich fortgeschritten ist. Der Integrationsprozess hat jedoch in den letzten Jahren an Tempo verloren. Auch wenn dies nicht per se auf einen Anstieg des Home-Bias hindeutet, könnte es eine geringere Bereitschaft der Marktteilnehmer signalisieren, mit Aktien aus anderen Euroländern zu handeln. Die geringere Nachfrage nach Aktien aus dem Euroraum dürfte die Marktliquidität beeinträchtigen und in der Zukunft zu einer erhöhten Volatilität der Aktienkurse führen. Zusätzlich zu der ohnehin abnehmenden Bedeutung der europäischen Finanzzentren wird sich dies voraussichtlich nachteilig auf die Effizienz der europäischen Aktienmärkte auswirken.

Was kann die CMU für die europäischen Aktienmärkte erreichen?

Die Finanzierung über den Aktienmarkt ist sowohl in Europa als auch in den USA von großer Bedeutung für die Unternehmensfinanzierung insgesamt. Vor dem Hintergrund der jüngsten Abschwächung bzw. sogar des partiellen Rückgangs grenzübergreifender Aktieninvestitionen lautet die entscheidende Frage: *„Könnte die CMU die Aktienmarktintegration in der EU fördern und innereuropäische Investitionen wieder erhöhen?“*



Kapitalmarktunion: Ambitioniertes Ziel, aber kaum schnelle Erfolge

Ein einheitliches Regelwerk ist ein sehr langfristiges Ziel

Die Aktienmarktintegration und Ausweitung innereuropäischer Investitionen sind eng mit dem Rechtssystem verbunden, in welchem sich Emittenten und Investoren bewegen. Deshalb hängt der Erfolg der CMU davon ab, ob es ihr gelingt, rechtliche und regulatorische Hindernisse für die europäischen Aktienmärkte zu überwinden. Dies könnte mit Hilfe einheitlicher Regeln für die Kapitalmärkte geschehen, die die Unternehmens-, Wertpapier- und Insolvenzgesetzgebung harmonisieren, sowie durch die Beseitigung von Hindernissen in anderen übergreifenden Bereichen, wie z.B. dem Steuerrecht. Und in der Tat besteht eines der Hauptziele der CMU darin, ein solches einheitliches Regelwerk zu schaffen, einen harmonisierten Regulierungsrahmen für die Kapitalmärkte. Eine Harmonisierung der Vorschriften, die nationaler Gesetzgebung unterliegen, hat sich in der Vergangenheit jedoch als extrem schwierig erwiesen. In dieser Hinsicht bleibt die Umsetzung eines einheitlichen Regelwerks weiterhin ein sehr langfristiges Ziel und die Erwartungen könnten sich leicht als zu optimistisch erweisen. Ein einheitliches Regelwerk könnte tatsächlich durch die politischen Ziele einzelner Länder gefährdet werden. Nichtsdestotrotz dürfte es den Prozess beschleunigen, wenn eine supranationale Institution mit der Entwicklung eines einheitlichen Regelwerks beauftragt wird. Dies würde voraussichtlich auch zu einer effektiven Umsetzung und einheitlichen Durchsetzung der Regeln beitragen.

Eine Konsolidierung der Börsen ist machbar

Allerdings ließen sich schnell und leicht einige Fortschritte erzielen, wenn Ineffizienzen beseitigt würden. Durch die Vereinheitlichung von Regeln und Vorschriften für Börsen könnte die Konsolidierung der Aktienmärkte weiter an Fahrt gewinnen. Heute unterliegen Börsenbetreiber, die in mehr als einem EU-Land operieren, nicht nur einheitlichen Vorschriften wie der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID), sondern auch nicht vereinheitlichten Regeln, welche nur in den jeweiligen nationalen Märkten Anwendung finden. Würden diese harmonisiert (was wahrscheinlich einige Zeit in Anspruch nähme, jedoch innerhalb des CMU-Zeitrahmens machbar wäre), könnte die CMU die operativen Kosten reduzieren und Anreize für eine weitere Konsolidierungswelle unter den Börsen schaffen. Dadurch könnten europäische Finanzplätze wieder an Bedeutung gewinnen und die Marktliquidität steigen. Die erhöhte Liquidität und eine effizientere Preisfindung würden wiederum die Kosten für die Marktteilnehmer reduzieren und mehr Flexibilität bei der Aktienemission ermöglichen.

IV. Anleihenmärkte

Theoretischen Modellen der Kapitalstruktur zufolge sind Unternehmen unter idealen Marktbedingungen indifferent zwischen der Emission von Aktien und Anleihen. Nach dem Modigliani-Miller-Theorem (M-M)¹³ haben Veränderungen in der Kapitalstruktur eines Unternehmens in einer Welt ohne Steuern, Informationsasymmetrien usw. keinen Einfluss auf dessen fundamentalen Wert und deshalb sind die Gesamtkosten der Finanzierung unabhängig vom Verschuldungsgrad. Somit ist nach M-M der Firmenwert in einem vollkommenen Markt unabhängig von der Finanzierungsstruktur des Unternehmens. Folglich ändern sich die Kapitalkosten nicht, egal ob sich eine Firma über Aktien oder Anleihen finanziert. Es gibt jedoch beträchtliche, wohlbekannte Friktionen an den Märkten, die den M-M-Annahmen widersprechen. Sogar Miller selbst meinte, dass „die M-M Thesen ex ante-Thesen sind und sich mit einer Situation befassen, in der Eigenkapital vorhanden ist, und nicht damit, dass frisches Kapital aufgenommen werden soll.“¹⁴ So können im Gegensatz zu den Dividendenzahlungen an die Aktionäre Zinszahlungen an die Anleihebesitzer vom zu versteuernden Einkommen abgezogen werden. Außerdem könnten Investoren aufgrund von

¹³ Vgl. Modigliani und Miller (1958).

¹⁴ Vgl. Miller (1995).

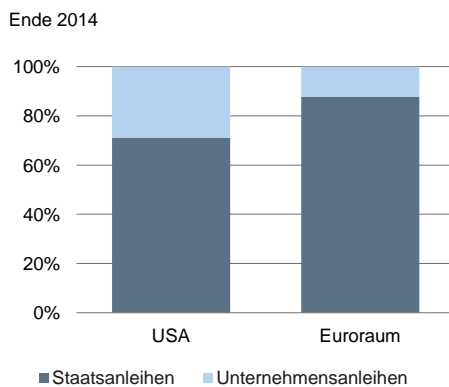


Kapitalmarktunion: Ambitioniertes Ziel, aber kaum schnelle Erfolge

Informationsasymmetrien an den Finanzmärkten Aktienemissionen nicht ohne Grund als negatives Signal interpretieren (das sogenannte Zitronenproblem¹⁵ oder Problem der Adversen Selektion). Alles in allem geben größere Unternehmen mit guten Ertragsaussichten – und wenn sie in der Lage sind, die Fixkosten der Inanspruchnahme des Fremdkapitalmarkts zu tragen – typischerweise Unternehmensanleihen den Vorzug gegenüber Aktienemissionen.

Der Unternehmensanleihenmarkt im Euroraum ist klein

Staatsanleihemarkt und Unternehmensanleihemarkt im Vergleich 15

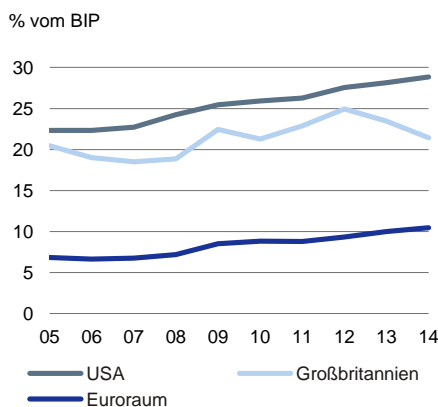


Unternehmensanleihemarkt enthält nur nichtfinanzielle Unternehmen

Quellen: Fed, EZB, Deutsche Bank Research

Nichtfinanzielle Unternehmen können den Kapitalmarkt nutzen und Unternehmensanleihen emittieren, um zu expandieren und um ihr operatives Geschäft langfristig zu finanzieren. Der langfristige Finanzierungsbedarf nichtfinanzieller Unternehmen unterscheidet sich von Firma zu Firma stark. Vor diesem Hintergrund sind Unternehmensanleihen üblicherweise sehr heterogen und haben z.B. unterschiedliche Emissionsvolumina, Vertragsstrukturen, Laufzeiten und Kupons.¹⁶ Staatsanleihen hingegen werden tendenziell als risikofreie Instrumente betrachtet und sind weitgehend standardisiert. Deshalb werden Staatsanleihen oftmals ähnlich wie Bargeld betrachtet. Außerdem ist ihr Marktvolumen riesig, während der Markt für Unternehmensanleihen sowohl in den USA als auch im Euroraum deutlich kleiner ist (s. Grafik 15). In den USA liegt das Verhältnis bei ca. 3:1; im Euroraum ist es mit ca. 7:1 sogar noch höher. Zudem werden Unternehmensanleihen seltener als Staatsanleihen gehandelt. Zahlen der Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) zeigen, dass das tägliche Handelsvolumen von US-Staatsanleihen 21 mal so hoch ist wie das von US-Unternehmensanleihen.

Ausstehendes Unternehmensanleihevolumen 16



Quellen: Fed, EZB, Deutsche Bank Research

Ähnlich wie der Aktienmarkt ist auch der Markt für Unternehmensanleihen in den USA im internationalen Vergleich sehr groß (s. Grafik 16). Das Gesamtvolumen ausstehender Unternehmensanleihen ist in den USA in den letzten 10 Jahren um 7%-Punkte auf zuletzt ca. 30% des BIP gestiegen. Trotz eines Rückgangs in der letzten Zeit ist der Unternehmensanleihenmarkt in Großbritannien mit einem Wert von ca. 21% des BIP (2014) ebenfalls groß. Die Anleihemärkte des Euroraums sind mit nur 10% des BIP (gg. 7% im Jahr 2005) dagegen deutlich kleiner. Die empirische Literatur zu Anleihemärkten spricht dem Einfluss der Marktgröße auf die Liquidität eine zentrale Bedeutung zu und stellt fest, dass der Markt umso liquider wird, je größer er ist.¹⁷ Außerdem lässt sich beobachten, dass Illiquidität an den Anleihemärkten zu höheren Renditen führt und damit die Kapitalkosten für Emittenten erhöht.¹⁸ Zudem stellen ein kleiner Markt und geringe Umsätze sowohl ein Hindernis bei der Ermittlung des „fairen Preises“ am Primärmarkt als auch bei der Anpassung des Preises an neue Informationen dar. Neben der im allgemeinen geringen Liquidität an den Unternehmensanleihenmärkten könnte die geringe Größe dieses Marktes im Euroraum, verglichen mit den USA (oder auch Großbritannien), die effektive und effiziente Finanzierung nichtfinanzieller Unternehmen behindern.

Ein direkter Vergleich der Volumina ausstehender Unternehmensanleihen, die in der Vergangenheit aufgebaut worden sind, könnte jedoch dazu führen, dass wichtige Veränderungen und aktuelle Trends übersehen werden. In dieser Hinsicht können die Emissionsvolumina eher Aufschluss über die Entwicklung der Anleihemärkte des Euroraums geben. Grafik 17 zeigt das Bruttoemissionsvolumen in den einzelnen EWU-Ländern. Dabei ist ein deutlicher Boom in den größten Mitgliedstaaten während der letzten Jahre zu erkennen. Das gesamte Emissionsvolumen stieg von EUR 78 Mrd. im Jahr 2008 auf ein Rekordhoch von EUR 165 Mrd. im Jahr 2009 an. Zudem lag das durchschnittliche Emissionsvo-

¹⁵ Vgl. Akerlof (1970).

¹⁶ Siehe IOSCO (2014) für eine ausführliche Erörterung.

¹⁷ Vgl. Gyntelberg, Ma und Remolona (2005).

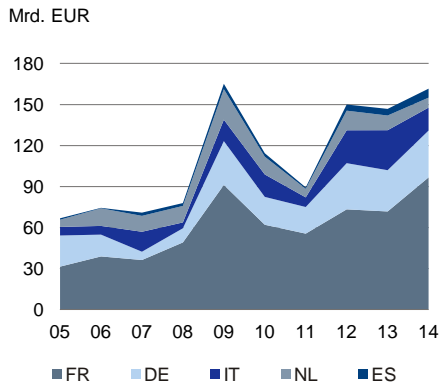
¹⁸ Vgl. Amihud und Mendelson (1991) und Chen, Lesmond und Wei (2007).



Kapitalmarktunion: Ambitioniertes Ziel, aber kaum schnelle Erfolge

Bruttoemissionsvolumen der Unternehmensanleihen im Euroraum

17



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

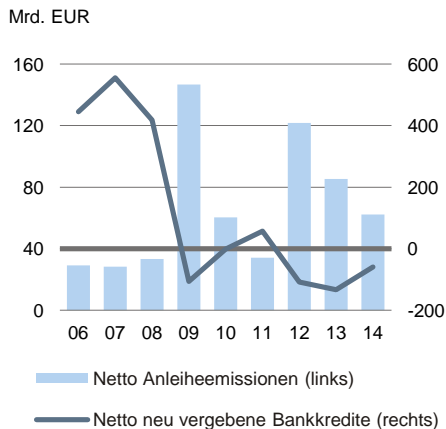
lumen ab 2012 bei ca. EUR 150 Mrd. pro Jahr. Die europäischen Unternehmen machen sich offensichtlich das in den letzten Jahren gestiegene Interesse der Investoren zunutze, das durch das extrem niedrige Zinsumfeld angetrieben wird. Die Emissionsvolumina unterscheiden sich zwischen den einzelnen Mitgliedstaaten jedoch deutlich. Frankreich und Deutschland haben mit 50% und 20% den Löwenanteil am gesamten Emissionsaufkommen im Euroraum. Dies zeigt, dass selbst so manche große Volkswirtschaft der Eurozone ein sehr geringes Emissionsvolumen relativ zu ihrem BIP hat. Dennoch ist der jüngste starke Anstieg der Anleiheemissionen nicht nur auf die Entwicklung in Frankreich zurückzuführen. Die relative Veränderung in Deutschland, Italien, Spanien und den Niederlanden zusammengenommen (Jahresdurchschnitt +115% von 2005-08 bis 2012-14) ist ebenfalls beeindruckend.

Strukturelle Veränderung im Gange

Auf den ersten Blick lässt das bemerkenswerte Wachstum an den Fremdkapitalmärkten auf eine strukturelle Verschiebung hin zu diesen Märkten schließen. Angesichts des anhaltenden Bilanzumbaus im Bankensektor und der damit einhergehenden geringeren Kapazitäten der Banken in der Kreditvergabe an die übrige Volkswirtschaft scheint dieser Schluss durchaus angebracht. Ein Vergleich der netto neu vergebenen Bankkredite mit den Nettoanleiheemissionen¹⁹ verdeutlicht diese Entwicklung in Zahlen (Grafik 18). Aus Sicht der Unternehmen kompensiert die Kapitalaufnahme durch Anleihen in Höhe von EUR 269 Mrd. den Rückgang bei Bankkrediten im Umfang von EUR 300 Mrd. zwischen 2012 und 2014 weitgehend. Damit scheint ein Substitutionseffekt zwischen der Kreditvergabe der Banken und der Finanzierung über den Fremdkapitalmarkt offensichtlich. Diese zunehmende Bedeutung der Anleihefinanzierung dürfte sowohl für die nichtfinanziellen Unternehmen als auch die Banken von Vorteil sein. Während die Unternehmen ihre Finanzierungsstruktur diversifizieren können, können (Universal- oder Investment-)Banken Provisionseinnahmen aus Anleiheplatzierungen generieren, ohne ihre Bilanzen auszuweiten oder mehr Risiken einzugehen.

Allmähliche Verlagerung von Bankkrediten hin zu Unternehmensanleihen im Euroraum

18



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Die obigen Zahlen könnten infolge der außergewöhnlich positiven Bedingungen für Anleiheemittenten durch vorbeugende oder opportunistische Maßnahmen der Unternehmen aufgebläht sein. Außerdem ist es wichtig zu erwähnen, dass nur eine relativ geringe Anzahl von Firmen in Europa Unternehmensanleihen begibt (in den letzten 15 Jahren waren es weniger als 1.000 verschiedene Firmen in den 5 größten EWU-Ländern). Dies liegt daran, dass die Unternehmen eine gewisse Größe haben müssen, um die Fixkosten der Emission von Fremdkapitalinstrumenten tragen zu können. Deshalb sind Firmen, die Probleme haben, sich über Bankkredite zu finanzieren, auch nicht unbedingt die gleichen Firmen, die Kapital am Anleihemarkt aufnehmen können. Anders ausgedrückt sind die klassischen KMU in der Regel nicht in der Lage, sich am Fremdkapitalmarkt zu finanzieren. Größere Firmen werden jedoch wahrscheinlich weiterhin Kapital an den Anleihemärkten aufnehmen, solange diese günstigere Konditionen als die Banken bieten.

Andere Investorenbasis an den Anleihemärkten

Es gibt große Unterschiede zwischen Aktien und Anleihen in Bezug auf Auszahlungs- und Laufzeitstrukturen. Deshalb kann die Investorenbasis in Abhängigkeit von den Anlagestrategien und Kriterien wie z.B. der Cash Flow-

¹⁹ Wir verwenden Nettovolumina, um eine potenzielle Verlagerung zu kürzeren Laufzeiten und damit höhere Tilgungen und Bruttoemissionsvolumina zu berücksichtigen.

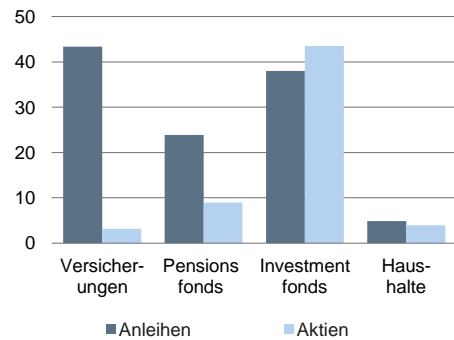


Kapitalmarktunion: Ambitioniertes Ziel, aber kaum schnelle Erfolge

Anleihen- und Aktienbestände der Investoren im Euroraum

19

% der gesamten Finanzanlagen 2014



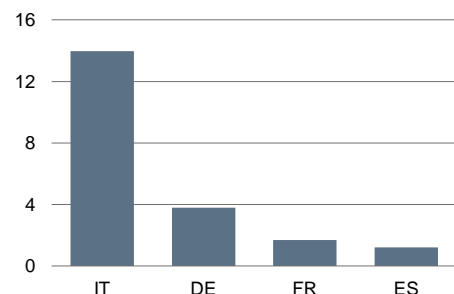
Aktien enthalten nur börsennotierte Unternehmen.

Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Direkter Anleihebesitz der Haushalte variiert stark

20

% der gesamten Finanzanlagen 2014



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Vorhersehbarkeit und den Risiko/Rendite-Erwartungen sehr unterschiedlich sein.²⁰

Ein Blick auf den Anteil von Anleihen an den gesamten Vermögenswerten verschiedener Investorengruppen hilft, diese Unterschiede zu quantifizieren (Grafik 19). Dabei stellen Versicherungen das eine Extrem dar. Sie halten im Euroraum 43% ihrer Aktiva in Höhe von EUR 3,1 Bill. in Anleihen (Staats- und Unternehmensanleihen zusammengenommen) und nur 3% in Aktien. Bankeinlagen, Kredite und Anteile an Investmentfonds sind ebenfalls wichtige Posten in den Bilanzen der Versicherungsunternehmen. Mehr oder weniger ähnlich verhält es sich mit den Pensionsfonds im Euroraum. Hier machen Anleihen 24% der Vermögenswerte von knapp EUR 2 Bill. aus, Aktien dagegen nur 9%. Für Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds sind vorhersehbare und langfristige Cashflows von besonderer Bedeutung, da ihre Risikoneigung aufgrund ihrer Zusagen gegenüber Versicherungsnehmern und Pensionären begrenzt ist. Dies erklärt die Allokation ihrer Vermögenswerte und insbesondere ihre Präferenz für Anleihen. Gleichzeitig neigen sie weniger dazu, in Anlagen mit potenziell höherem Ertrag, aber gleichzeitig auch höherer Volatilität, wie z.B. Aktien, zu investieren. Dagegen haben Investmentfonds eine ausgewogenere Verteilung von Aktien und Anleihen in ihrer Bilanz. Von ihren Aktiva in Höhe von EUR 10 Bill. sind 38% in Anleihen und 44% in Aktien investiert. Da Investoren einen Fonds anhand des Risiko/Rendite-Profiles auswählen, sind Investmentfonds in ihren Anlageentscheidungen flexibler. Sie können eine Vielzahl von Assetklassen kombinieren und beispielsweise sowohl in inländische, als auch in internationale Aktien und Anleihen investieren.

Das Anlageverhalten privater Haushalte unterscheidet sich signifikant von dem institutioneller Investoren. Sie investieren einen sehr großen Teil ihres Vermögens in Pensionsansprüche, Lebensversicherungen, Renten und Bankeinlagen. Folglich ist ihr direkter Aktien- und Anleihebesitz viel kleiner. In den großen Volkswirtschaften des Euroraums haben Anleihen normalerweise nur einen geringen Anteil an den gesamten Finanzanlagen der privaten Haushalte (s. Grafik 20). Mit einem Wert von fast 14% bilden die italienischen Haushalte eine Ausnahme. Ein Grund hierfür ist, dass Investitionen der Haushalte in Anleihen in Italien steuerlich begünstigt werden. Demgegenüber legen deutsche Haushalte nur ca. 4% ihres Finanzvermögens in Anleihen an. In Frankreich beträgt der Anteil rund 2% und in Spanien 1%. Damit beläuft sich der direkte Anleihebesitz der privaten Haushalte in diesen 4 Ländern auf insgesamt EUR 854 Mrd. und ist somit deutlich geringer als bei den institutionellen Investoren.

Staatsanleihen machen den Löwenanteil innerhalb des Anleiheportfolios institutioneller Investoren aus. Dies ist auf strenge Rating-Vorgaben zurückzuführen, die Staatsanleihen innerhalb der Anleihenwelt eine große Rolle zuweisen. In jedem Fall übersteigt der Anleihebesitz von Versicherern und Pensionsfonds im Euroraum das zur Verfügung stehende Volumen von Unternehmensanleihen von ca. EUR 1 Bill. bei weitem

Wie die CMU den europäischen Unternehmensanleihemarkt unterstützen kann

Der starke Anstieg der Emissionsvolumina unterstreicht die großen Veränderungen, die die Anleihemärkte in den letzten Jahren erlebt haben. Die Finanzierung mittels Anleihen ist in vielen Fällen eine wichtige Alternative geworden und hat die Auswirkungen der Kreditklemme gedämpft. Die ausstehenden Fremdkapital-Volumina im Euroraum werden im Laufe der Zeit voraussichtlich weiter ansteigen, da die Märkte eine größere Rolle spielen dürften (und die Kreditver-

²⁰ Siehe z.B. Tepper (1981), der fordert, dass Pensionsfonds von Unternehmen ausschließlich in Anleihen anlegen sollten. Vgl. auch Hoevenaars, Molenaar, Schotman und Steenkamp (2008) zur strategischen Asset-Allokation institutioneller Investoren, insbesondere Pensionsfonds.



Kapitalmarktunion: Ambitioniertes Ziel, aber kaum schnelle Erfolge

Größere Investorenbasis für Unternehmensanleihen

gabe durch Banken gleichzeitig eine etwas kleinere). Nichtsdestotrotz behindern mehrere Faktoren diesen Prozess ebenso wie die weitere Entwicklung der Unternehmensanleihemärkte in Europa. Die CMU könnte zur Überwindung dieser Hürden beitragen.

In erster Linie könnte die CMU zu einer größeren Investorenbasis für Unternehmensanleihen führen und damit wiederum zu einer Steigerung des Emissionsvolumens in Europa beitragen. In der Tat zeigen die jüngsten Trends, dass Unternehmen in der EWU solange Fremdkapital am Markt aufnehmen, wie das Investoreninteresse günstige Konditionen für die Emittenten schafft. Um diese Dynamik aufrechtzuerhalten, könnte die CMU darauf hinwirken, allmählich (und zumindest partiell) einen größeren Teil der nationalen Rentenversicherungen in Europa von den weit verbreiteten leistungsorientierten Systemen (einschließlich der staatlichen Umlagesysteme) in beitragsorientierte Altersvorsorgesysteme mit Kapitaldeckung zu überführen. Damit könnten Rentenersparnisse in die Kapitalmärkte fließen, welche auf längere Sicht tendenziell höhere Renditen bieten. Eine Privatisierung und verstärkte Kapitalmarktorientierung der europäischen Alterssicherungssysteme, ähnlich wie in den USA, könnte die Investorenbasis für Unternehmensanleihen vergrößern, da Rentenbeiträge an den Kapitalmärkten (re-)investiert werden müssten. Bei beitragsorientierten Rentensystemen mit Instrumenten wie dem beliebten 401(k)-Plan in den USA beispielsweise können die Versicherungsnehmer ihre Beiträge entsprechend ihres gewünschten Risiko/Renditeprofils in verschiedene Anlageklassen investieren.²¹

Die starre Abhängigkeit von Ratings sollte verringert werden

Regulatorische Bestimmungen, die Ratings eine herausragende Rolle zuweisen, stellen eine weitere Hürde dar. Bei institutionellen Investoren wie z.B. Versicherungen führt dies dazu, dass sie bei ihren Investitionen (annähernd) risikofreien Anleihen den Vorzug geben. Anders ausgedrückt: Extrem hohe Kapitalanforderungen bei Investitionen in riskantere Unternehmensanleihen zwingen institutionelle Investoren de facto dazu, nur Staatsanleihen oder Unternehmensanleihen mit gutem Rating („Investment Grade“) zu halten. Die CMU könnte institutionellen Investoren helfen, ihre Unternehmensanleihen-Portfolios auszubauen, indem sie die starre Abhängigkeit von Ratings reduziert und flexiblere Regeln einführt. Außerdem würden diese Maßnahmen die Emissionskosten durch die Stärkung der Investorennachfrage langfristig senken und die Finanzierung über Anleihen zu einer robusteren Alternative zu Bankkrediten machen. Die Überarbeitung dieser Regeln und Vorschriften ist jedoch zum Großteil eine politische Angelegenheit und könnte leicht über die Möglichkeiten der CMU hinausgehen.

Offenlegungsvorschriften sind ein Hindernis für die Anleiheemission

In anderen Bereichen könnte die CMU jedoch rasche Lösungen bieten. Beispielsweise sind Unterschiede in den Offenlegungsvorschriften ein Problem bei der Begebung von Anleihen, welches die CMU relativ leicht lösen könnte. So finden sich Offenlegungsvorgaben in Europa in fünf verschiedenen Gesetzespaketen (u.a. der Prospektrichtlinie, der Marktmissbrauchsrichtlinie und der Transparenzrichtlinie), welche nicht synchronisiert sind (dies führt natürlich auch zu Schwierigkeiten auf der Aktienseite). Die Ineffizienz bezüglich der Offenlegungsanforderungen ist eine große administrative Belastung und verursacht nicht unerhebliche Kosten für Unternehmen, die sich über den Fremdkapitalmarkt finanzieren wollen. Für kleinere Firmen sind die Inkonsistenzen noch problematischer, da sie im Allgemeinen nicht einmal über die notwendigen Ressourcen und Kapazitäten verfügen, um geringere Anforderungen zu erfüllen, und somit im gegenwärtigen Umfeld weitgehend von der Anleihefinanzierung ausgeschlossen sind. Wie auch im Falle der Aktienmärkte bietet die CMU eine gute Möglichkeit, diese Dopplungen und Überschneidungen in den Offenlegungsvorschriften zu harmonisieren.

²¹ Eine ausführliche Analyse findet sich bei Huberman und Jiang (2006).



Kapitalmarktunion: Ambitioniertes Ziel, aber kaum schnelle Erfolge

Eine Finanztransaktionssteuer sollte vermieden werden

Die Verbriefung in Kürze

21

Die Verbriefung ist ein Prozess der Bündelung und Umwandlung illiquider Aktiva mit dem Ziel, diese an Investoren zu verkaufen. Die Investoren erhalten anschließend die Cashflows der zugrundeliegenden Kredite, während der ursprüngliche Gläubiger den Gegenwartswert der Cashflows sofort erhält. Durch die Ausgabe handelbarer Wertpapiere, die an Kreditforderungen gekoppelt sind, und den Verkauf an Investoren wie z.B. Asset Manager oder Versicherungsgesellschaften können die ursprünglichen Gläubiger das Kreditrisiko aus ihren Bilanzen herausnehmen. Höhere Eigenkapitalquoten wiederum erhöhen ihre Kreditvergabe-kapazität. Verbriefungen können in drei große Gruppen unterteilt werden:

- 1) **Asset-Backed Securities (ABS)** sind Verbriefungen, deren Cashflows aus einem Pool von Forderungen an private Haushalte oder nichtfinanzielle Unternehmen stammen, etwa Kreditkartenforderungen sowie Studien- und Autokredite.
- 2) **Mortgage-Backed Securities (MBS)** sind Wertpapiere, deren Cashflows aus einem Pool von Hypothekenkrediten stammen. In den USA wird zwischen zwei weiteren Unterkategorien unterschieden: i) Agency MBS, wobei es sich um MBS von bestimmten staatlich geförderten Unternehmen handelt, und ii) Nicht-Agency MBS, welche von privaten Finanzinstituten aufgelegt werden.
- 3) **Collateralised Debt Obligations (CDOs)** sind Wertpapiere, die sich aus verschiedenen einzelnen ABS zusammensetzen und somit durch ein Portfolio von ABS besichert werden.

Aus Rechnungslegungs- und rechtlichen Gründen ist im Verbriefungsprozess in der Regel eine Zweckgesellschaft (SPV) beteiligt. Verbriefungen werden üblicherweise in Tranchen aufgeteilt, um verschiedene Risiko/Rendite-Profile zu schaffen und damit den Unterschieden in der Investorennachfrage gerecht zu werden. Senior-Tranchen repräsentieren die sicherste Gruppe, Mezzanine-Tranchen sind etwas riskanter, aber normalerweise immer noch als Investment Grade klassifiziert, während Equity/Junk-Tranchen das höchste Risiko aufweisen.

Die CMU könnte ebenfalls dazu beitragen, die Einführung regulatorischer Maßnahmen zu vermeiden, die der Liquidität am Anleihemarkt und dem Market-Making schaden könnten. Im Unterschied zu Aktien wird die Mehrheit der Unternehmensanleihen außerbörslich gehandelt.²² Deshalb sind die Liquidität an den Anleihemärkten und der Preisbildungsprozess weitgehend von den Kapazitäten und der Handelsbereitschaft der Market-Maker abhängig. Diese spielen außerdem eine wichtige Rolle beim Ausgleich temporärer Ungleichgewichte von Angebot und Nachfrage. In dieser Hinsicht tragen Market-Maker zur Stabilisierung der Anleihemärkte bei, indem sie Marktbewegungen glätten. Regulatorische Maßnahmen wie etwa die Einführung einer Finanztransaktionssteuer könnten das Market-Making jedoch beeinträchtigen und somit die Vorteile der CMU leicht zunichtemachen. Ein partieller Rückzug der Market-Maker und eine daraus folgende Verschlechterung der Liquidität an den Bondmärkten würden wiederum die Transaktionskosten und die Volatilität erhöhen. Dies wäre einer effizienten Preisfindung ohne Zweifel abträglich und würde die Attraktivität des Anleihemarkts für Emittenten und Investoren gleichermaßen verringern.

V. Verbriefung

Eines der Hauptziele der CMU ist die Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes in Europa. Die Erholung dieses Marktsegments ist für die Kreditvergabe im Allgemeinen und für die KMU-Finanzierung im Speziellen von besonderer Bedeutung. In der Tat spielen KMU für einen kräftigen und nachhaltigen Aufschwung der europäischen Wirtschaft eine ebenso zentrale Rolle wie für die Reduzierung der hohen Arbeitslosenquote in einigen EU-Mitgliedstaaten. Es ist wichtig anzumerken, dass klassische KMU aufgrund ihrer geringen Größe, Informationsbeschränkungen und anderer Faktoren üblicherweise nicht in der Lage sind, die Anleihe- und Aktienmärkte in Anspruch zu nehmen. Deshalb wird ihre Finanzierung weiterhin in hohem Maße von Bankkrediten abhängig sein. Die Verfügbarkeit von Bankdarlehen hat sich jedoch im Zuge der Finanz- und Schuldenkrise verschlechtert, und die Banken wurden bei der Kreditvergabe an KMU im Euroraum zurückhaltender.²³ Weitere Hindernisse für die Kreditvergabe sind die anhaltende Reduzierung des Verschuldungsgrades und die höheren Kapitalanforderungen, die es den Banken erschweren, ihre Bilanzen auszuweiten. Hypothekendarlehen repräsentieren typischerweise eine der wichtigsten Assetklassen in den Bilanzen der Banken und binden dabei viel Kapital, das anderweitig verwendet werden könnte. Durch eine Verbriefung von Hypothekendarlehen und KMU-Krediten könnten die Banken also Kapital freisetzen, „Platz“ in ihren Bilanzen schaffen und ihre Kapazitäten für die Kreditvergabe an die Realwirtschaft erhöhen. Im Folgenden diskutieren wir das Potenzial der Verbriefung, und wie der europäische Verbriefungsmarkt wiederbelebt werden kann, genauer.

Aktuelle Situation des Verbriefungsmarktes

Kurz gesagt ist die Verbriefung ein Prozess, der illiquide Aktiva wie z.B. Bankdarlehen an nichtfinanzielle Unternehmen oder Kredite an private Haushalte in handelbare Wertpapiere umwandelt (s. Box 21 für eine kurze Beschreibung). Zu den am meisten gehandelten verbrieften Produkten gehören ABS, MBS und CDOs. In den USA begann die Verbriefung von Hypothekendarlehen bereits Anfang der 1970er Jahre. In den 1980er Jahren begannen die Banken damit, auch andere Assetklassen wie zum Beispiel Autokredite und Kreditkartenforderungen zu verbriefen. Seitdem wird die Verbriefung zunehmend auch in anderen

²² Fehlende Daten verhindern allerdings einen umfassenden statistischen Vergleich.

²³ Eine ausführliche Erörterung ist bei Kaya (2014) zu finden.

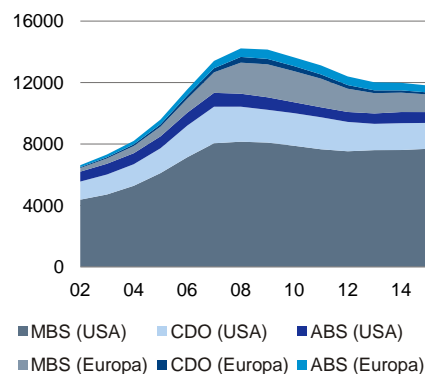


Kapitalmarktunion: Ambitioniertes Ziel, aber kaum schnelle Erfolge

Der Verbriefungsmarkt ist rückläufig

22

Ausstehende Volumina in Mrd. USD, bis Q3-2015



CDO (USA) enthält Collateralised Mortgage Obligations (CMO); MBS (USA) setzen sich aus den gesamten Agency und Nicht-Agency MBS zusammen (ohne CMOs).

Quellen: SIFMA, Deutsche Bank Research

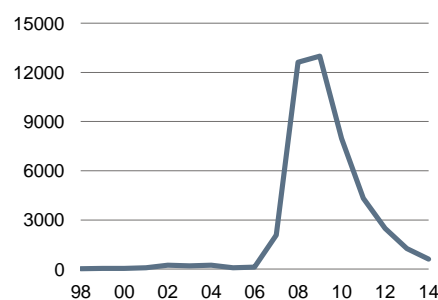
Ländern genutzt und die Volumina haben enorm zugenommen. Die starke Verbreitung verbriefteter Produkte hat zum Wachstum der internationalen Kapitalmärkte beigetragen. Investoren bekamen außerdem Zugang zu diversifizierten Portfolios von Vermögenswerten, in die sie andernfalls nicht direkt hätten investieren können. Den Banken ermöglicht die Verbriefung nicht nur die Freisetzung von regulatorischem Kapital, sondern sie verringert auch wirtschaftliche Risiken. Dies senkt die eigene Risikoprämie der Banken und folglich die Finanzierungskosten für nichtfinanzielle Unternehmen ebenso wie für private Haushalte.

Von allen Verbriefungen wies der MBS-Markt vor der Finanzkrise das höchste Wachstum auf und noch heute macht er das größte Volumen aus (s. Grafik 22). Im Jahr 2008 wurde in den USA mit USD 8,2 Bill. der Höchststand erreicht, während Europa auf USD 2 Bill. kam. Das gigantische Volumen der ausstehenden MBS in den USA ist insbesondere auf die implizite Garantie, Verluste zu übernehmen, durch Unternehmen mit staatlichem Auftrag („Agencies“) wie Fannie Mae und Freddie Mac zurückzuführen. Dieses enorme Volumen dürfte auch die Liquidität in anderen Verbriefungsklassen positiv beeinflussen und damit zu einer Vergrößerung des ABS- und CDO-Marktes beitragen. Im Detail belief sich der ABS-Markt in den USA 2008 auf ca. USD 844 Mrd. und in Europa auf USD 554 Mrd. Gleichzeitig beliefen sich die CDOs auf USD 2.278 Mrd. in den USA und auf USD 372 Mrd. in Europa. Im Zuge der Finanzkrise rückten das Wachstum, die potenziellen Vorzüge und die Kosten der Verbriefung ins Zentrum der Aufmerksamkeit. Die Marktvolumina verringerten sich erheblich – im Jahr 2015 lagen die US-MBS 5% unter ihrem Höchststand. Anzumerken ist, dass der Rückgang ausschließlich auf die Nicht-Agency-MBS zurückzuführen ist, während die Agency-MBS um weitere 24% anstiegen. Der Abwärtstrend bei den MBS in Europa war viel stärker ausgeprägt; die ausstehenden Volumina haben sich um 47% gegenüber ihrem Rekordniveau im Jahr 2009 verringert. Auch der ABS-Markt ist in den USA um 13% und im Euroraum um 26% gefallen.

Deutlich unterschiedliche Performance des Verbriefungsmarktes

Anzahl der ausgefallenen Verbriefungen weltweit

23



Zahlen enthalten strukturierte Finanzierungsprodukte, die von Moody's geratet wurden

Quellen: Moody's, Deutsche Bank Research

Nach Einschätzung vieler Entscheidungsträger und Marktbeobachter verschärften Verbriefungsprodukte die Finanzkrise aufgrund ihrer oft intransparenten und komplexen Struktur zusätzlich. Zudem stiegen in der Tat die Ausfälle von Verbriefungen mit Ausbruch der Finanzkrise (Grafik 23) von einem zuvor sehr niedrigen Niveau exponentiell an. Weltweit lag die durchschnittliche Anzahl von Ausfällen (für alle Verbriefungsprodukte zusammen) von 2000 bis 2006 bei ca. 150. Dieser Wert stieg 2008 und 2009 auf jeweils etwa 12.000 an. Auch wenn sich die Zahl der Ausfälle in den letzten Jahren signifikant verringert hat und per 2014 nur ca. 600 betrug, hat der Ruf des Verbriefungsmarktes während der Krise stark gelitten. Auch die Regulierer sahen diesen Markt zunehmend kritisch und die Risikogewichte für Banken, welche in verbrieftete Produkte investieren, wurden beträchtlich erhöht (z.B. durch das Reformpaket „Basel 2.5“). Für einige Tranchen wurde die Risikogewichtung auf 1.250% erhöht, womit faktisch der volle Nominalbetrag des Assets durch Eigenkapital gedeckt sein muss (8% Kapitalanforderung * 1.250% Risikogewicht des verbrieften Nominalbetrags = 1). Damit wurden Verbriefungen für Banken extrem teuer, was die Nachfrage nach diesen Produkten erheblich einschränkte.

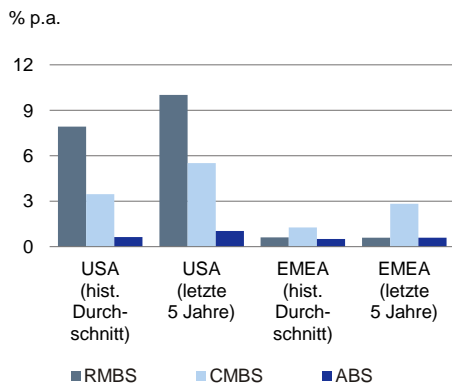
Trotz mancher Ähnlichkeiten im Schrumpfen des Verbriefungsmarktes unterscheidet sich dessen Performance zwischen den Regionen erheblich (s. Grafik 24). Zunächst einmal sind die MBS-Ausfallquoten in Europa nur einen Bruchteil so hoch wie in den USA. In den letzten beiden Jahrzehnten beliefen sich die Ausfallquoten für Residential MBS (RMBS) und Commercial MBS (CMBS) in den USA auf durchschnittlich 8% bzw. 3,5% p.a. Diese Quoten sind sehr hoch,



Kapitalmarktunion: Ambitioniertes Ziel, aber kaum schnelle Erfolge

Durchschnittlicher Anteil ausgefallener Verbriefungen

24



Historischer Durchschnitt 1993 bis 2014.

Quellen: Moody's, Deutsche Bank Research

verglichen mit Ausfallquoten von unter 1% in der EMEA-Region.²⁴ Die Ausfallquoten waren in den letzten 5 Jahren sowohl in den USA, als auch in Europa insgesamt höher als in der langfristigen Betrachtung, der Abstand zwischen beiden Regionen blieb jedoch gleich. Außerdem verweist ein Bericht von Standard and Poor's (2015) darauf, dass 2014 die RMBS- und CDO-Ausfallquoten in den USA 8- bzw. 3-mal so hoch waren wie in Europa.²⁵ Nur die ABS-Ausfallquoten (die auch die Verbriefung von Krediten an KMU enthalten) lagen in Europa und den USA auf einem ähnlichen Niveau, von nur ca. 0,5% im Zeitraum 1993-2014. Anders als MBS haben die meisten ABS eine relativ kurze Tilgungsdauer. Deshalb ist bei ihnen das Risiko, dass der Nennwert nicht zurückgezahlt wird, geringer, welches die Ursache für die niedrigen Ausfallquoten in beiden Regionen sein dürfte (die Höhe des tatsächlichen Verlusts bei einem Ausfall wiederum hängt nicht zuletzt von der Besicherung ab).

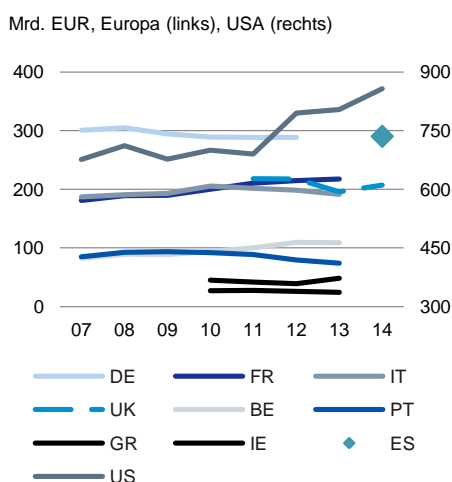
Die Rolle der halbstaatlichen Agencies dürfte nicht nur die unterschiedliche Größe des Marktes, sondern auch die Diskrepanz zwischen den USA und Europa hinsichtlich der Ausfallquoten von MBS und CDOs erklären. Angesichts der dominanten Rolle der Agencies in den USA gehen US-Investoren ein geringeres Risiko ein als ihre europäischen Pendanten. So waren vermutlich die Kreditvergabestandards in Europa bereits vor der Krise strikter, was zu den deutlich niedrigeren Ausfallquoten als in den USA geführt haben dürfte. Dies hat dazu beigetragen, dass der Verbriefungsmarkt in Europa selbst während der Krise eine funktionierende Finanzierungsquelle darstellte. Deshalb stellt sich die Frage, ob ein robuster Verbriefungsmarkt in Europa zum jetzigen Zeitpunkt dabei helfen könnte, die Kreditvergabe der Banken anzukurbeln.

Haben SME-ABS das Potential, die Kreditvergabe an KMU wiederzubeleben?

Wie bereits diskutiert, werden mit KMU-Krediten besicherte Verbriefungen (SME-ABS) als mögliche Lösung für die Finanzierungsprobleme der KMU in Europa gesehen. Und in der Tat können Maßnahmen, die das Kreditrisiko der KMU teilweise aus den Bankbilanzen herausnehmen und gleichzeitig die KMU indirekt über SME-ABS mit den Kapitalmärkten verbinden, möglicherweise dazu beitragen, die Lücke zwischen dem Finanzbedarf der KMU und der Verfügbarkeit von Bankkrediten zu schließen.²⁶

Ausstehende KMU-Kreditvolumina

25



Quellen: Bundesbank, Fed, Banco de Espana, BOE, OECD, Deutsche Bank Research

Ein Blick auf das Volumen der ausstehenden KMU-Kredite in einzelnen europäischen Ländern und der Vergleich mit den USA ist ein guter Ausgangspunkt, um das Potenzial des SME-ABS-Marktes mit Blick auf eine Wiederbelebung der Kreditvergabe an KMU zu untersuchen (s. Grafik 25). Wie die Grafik zeigt, verzeichneten KMU-Kredite in den USA nach der Krise einen Aufwärtstrend und betrugen 2014 ca. EUR 800 Mrd. Innerhalb Europas beliefen sich die KMU-Kredite auf knapp EUR 290 Mrd. in Deutschland (2012), gefolgt von EUR 217 Mrd. in Frankreich und EUR 191 Mrd. in Italien (2013). In diesen Ländern blieben die ausstehenden Beträge von 2007 bis 2013 insgesamt stabil. In Großbritannien beliefen sich die KMU-Kredite im Jahr 2014 auf EUR 207 Mrd. – ein leichter Rückgang gegenüber 2011. In Spanien betrug das Volumen 2014 EUR 290 Mrd., fehlende Daten verhindern jedoch einen Vergleich im Zeitablauf. Alles in allem scheint die Kreditvergabe an KMU in Europa seit der Krise zu stagnieren. Die konkreten Zahlen sind jedoch mit Vorsicht zu genießen, da die Definition kleiner und mittlerer Unternehmen von Land zu Land unterschiedlich gehandhabt wird und die Daten zu KMU-Krediten oft schwer zu vergleichen sind.

²⁴ Fehlende Daten verhindern eine Analyse von Europa allein. Nichtsdestoweniger sind die Verbriefungs- (und Ausfall-) Volumina im Nahen Osten und Afrika wahrscheinlich recht gering, und die hier verwendeten Zahlen dürften den europäischen Werten sehr nahe kommen.

²⁵ Siehe Standard and Poor's (2015) für weitere Details.

²⁶ Eine ausführliche Erörterung ist bei Kaya (2014) zu finden.

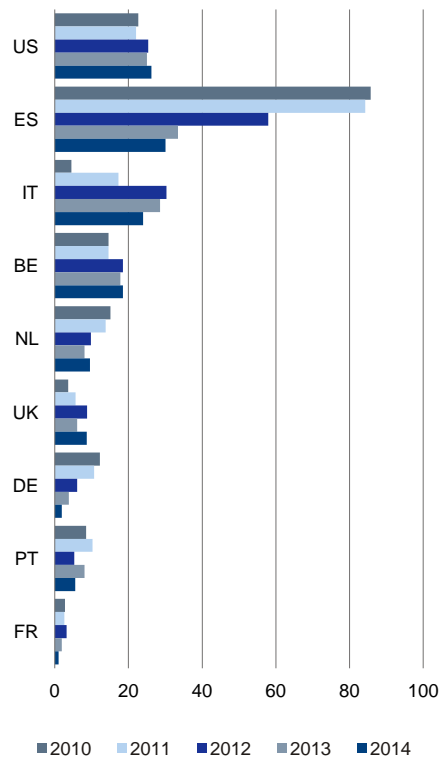


Kapitalmarktunion: Ambitioniertes Ziel, aber kaum schnelle Erfolge

Ausstehende SME-ABS-Volumina

26

Mrd. EUR



Quellen: SIFMA, AFME, Deutsche Bank Research

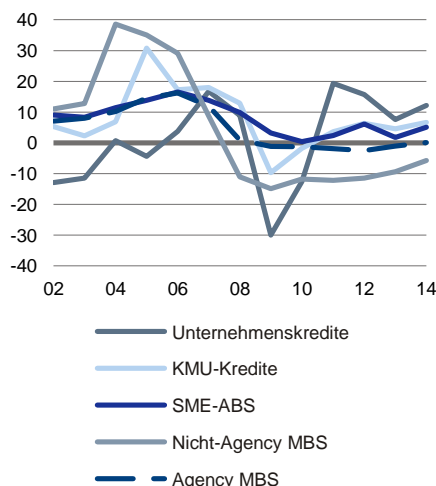
Die potenzielle Größe des SME-ABS-Marktes und seine Entwicklung im Zeitablauf werden die Analyse abrunden. Dies ermöglicht einen Überblick über den Anteil der KMU-Kredite, die bereits verbrieft sind und/oder in der Zukunft verbrieft werden könnten (s. Grafik 26). Im Gegensatz zu anderen Verbriefungsprodukten ist der SME-ABS-Markt in den USA klein. Das SME-ABS-Volumen stieg von EUR 21 Mrd. im Jahr 2010 auf EUR 26 Mrd. im Jahr 2014 an. Dies entspricht einem Anteil von nur 5% des gesamten ABS-Marktes. In Europa sind große Unterschiede zwischen den verschiedenen Ländern festzustellen. Verglichen mit dem insgesamt kleinen Verbriefungsmarkt in Spanien ist der SME-ABS-Markt groß. Dieser entsprach 2014 mit einem Volumen von EUR 30 Mrd. einem Anteil von 16% der gesamten Verbriefung in Spanien. Es ist ebenfalls wichtig anzumerken, dass das SME-ABS-Volumen in der Vergangenheit viel größer war und sich 2010 auf EUR 80 Mrd. belief. Auch in Italien ist der SME-ABS-Markt mit einem Volumen von EUR 24 Mrd. im Jahr 2014 relativ groß, wobei der Markt auch hier geschrumpft ist und 2012 noch ein Gesamtvolumen von EUR 30 Mrd. hatte. Dagegen wiesen die größten Volkswirtschaften des Euroraums, Deutschland und Frankreich, 2014 geringe SME-ABS-Volumina von weniger als EUR 2 Mrd. auf.

Zusammengenommen deuten die verfügbaren Daten darauf hin, dass der SME-ABS-Markt in den größten Volkswirtschaften des Euroraums kaum wachsen konnte und die Liquidität wahrscheinlich weiterhin gering ist. In jenen Ländern, in denen KMU nach eigener Aussage die größten Probleme haben, einen Bankkredit zu bekommen, ist der SME-ABS-Markt deutlich größer als in Ländern, in denen sich die Kreditvergabe an KMU im Zeitablauf als stabil erwies. Grundsätzlich sollte ein größerer Markt für Wertpapiere, die durch KMU-Kredite besichert sind, dazu beitragen, die Kreditvergabe an KMU anzukurbeln. In den USA jedoch verzeichnen KMU-Kredite seit der Krise trotz des kleinen und stagnierenden SME-ABS-Marktes einen Aufwärtstrend. Dies könnte ein Indiz dafür sein, dass nur eine geringe Kausalität zwischen einem starken SME-ABS-Markt und einer regen KMU-Kreditvergabe besteht. Andere Segmente des Verbriefungsmarktes wie z.B. MBS dürften eine zumindest ebenso wichtige Rolle dabei spielen, Platz in den Bilanzen der Banken zu schaffen und dadurch die KMU-Kreditvergabe zu steigern.

Verbriefungs- und Kreditwachstumsraten in den USA

27

% gg. Vj



Quellen: Fed, SIFMA, Deutsche Bank Research

Zusammenhang zwischen MBS-Markt und Kreditvergabe

Hypothekendarlehen sind eine der wichtigsten Asset-Klassen in den Bilanzen der Banken und binden deshalb viel Kapital, das anderweitig verwendet werden könnte. In dieser Hinsicht könnten die Bankbilanzen durch die Verbriefung von Hypothekendarlehen entlastet und folglich die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen im Allgemeinen und an KMU im Besonderen unterstützt werden. Um die Beziehung zwischen den verschiedenen Segmenten des Verbriefungsmarktes und der Kreditvergabe der Banken zu veranschaulichen, vergleicht Grafik 27 die Wachstumsrate der Kreditvergabe an alle Unternehmen sowie an KMU mit den Wachstumsraten von SME-ABS-, Nicht-Agency-MBS- und Agency-MBS-Märkten in den USA. Wie aus der Grafik hervorgeht, folgt das Wachstum der verschiedenen Verbriefungssegmente und der Kreditvergabe tatsächlich grob einem ähnlichen Muster. Vor der Krise verzeichneten alle Märkte stark steigende Wachstumsraten, gefolgt von einem Einbruch während der Krise. Von den drei Verbriefungssegmenten weisen im Zeitraum von 1991-2014 die Wachstumsraten der Nicht-Agency-MBS und der KMU-Kredite die höchste Korrelation auf (trotz einer leichten Divergenz in den letzten Jahren). Bei Unternehmenskrediten insgesamt ist die Verbindung zwischen dem Verbriefungsmarkt und dem Kreditwachstum etwas schwächer. In guten Zeiten für die Verbriefung schneiden andere Segmente der Kapitalmärkte – wie z. B. die Anleihemärkte – wahrscheinlich ebenfalls gut ab. Deshalb könnten die Anleihemärkte



Kapitalmarktunion: Ambitioniertes Ziel, aber kaum schnelle Erfolge

als Finanzierungsalternative für große Unternehmen fungieren und damit deren Bedarf an Bankkrediten senken.

Um den Zusammenhang zwischen den KMU-Krediten und dem Verbriefungs- markt noch genauer zu bestimmen, führen wir einfache Regressionen durch, wobei das KMU-Kreditwachstum die abhängige Variable ist und verschiedene Segmente des Verbriefungs- marktes als erklärende Variablen herangezogen werden (nacheinander aufgrund des eingeschränkten Stichprobenumfangs). Unsere Analyse deckt die Jahre zwischen 1991 und 2014 ab, da für diesen Zeitraum Daten sowohl zu Verbriefungen als auch zu den KMU-Krediten verfügbar sind. Da ein Strukturbruch aufgrund der Krise sehr wahrscheinlich ist (z.B. sind die MBS-Volumina seit 2008 kontinuierlich gefallen, während die KMU-Kreditvergabe 2011 anzog), verwenden wir eine Dummyvariable, die auf Veränderungen im Zeitraum nach der Krise kontrolliert. Das Bestimmtheitsmaß (R^2) verdeutlicht, wie eng das KMU-Kreditwachstum mit dem jeweiligen Verbriefungssegment zusammenhängt.

Von den drei Segmenten hat das Wachstum der Nicht-Agency-MBS den größten Erklärungsgehalt und erklärt allein schon 30% der Variation des KMU-Kreditwachstums. Darauf folgt das Wachstum des SME-ABS-Segments und der Agency-MBS, die ca. 11% bzw. 10% der Variation des KMU-Kreditwachstums erklären. Zweifelsohne ist die Aussagekraft unserer Analyse aufgrund des geringen Stichprobenumfangs beschränkt. Außerdem können zahlreiche andere Faktoren diese Beziehungen beeinflussen, die in einer ausführlicheren Untersuchung berücksichtigt werden müssten. Trotzdem weisen unsere Regressionen zusammen mit der obigen Korrelationsanalyse zum Zusammenhang zwischen der Verbriefung und den Kreditwachstumsraten darauf hin, dass besonders der Nicht-Agency-MBS-Markt eine wichtige Rolle bei der Förderung der KMU-Kreditvergabe in den USA spielt.

Erklärungsgehalt bzgl. des KMU-Kreditwachstums	28
Nicht-agency MBS	30%
SME-ABS	11%
Agency-MBS	10%

Die abhängige Variable ist das KMU-Kreditwachstum.
Quelle: Deutsche Bank Research

Wie die CMU den Verbriefungs- markt in Europa stärken kann

Aufgrund der hohen Ausfallquoten in den USA sowie der Tatsache, dass sich einige verbrieftete Produkte als fundamental nicht solide erwiesen hatten, standen Verbriefungen in den vergangenen Jahren unter sehr strenger Beobachtung der Behörden. Die gestiegenen Eigenkapitalanforderungen und weitere außerordentlich negative regulatorische Maßnahmen haben die Investorennachfrage sowohl in den USA, als auch in Europa reduziert und den Markt teilweise gelähmt.

Eine weniger drastische Regulierung von Verbriefungen ist notwendig

Unsere Analyse hat gezeigt, dass sich der Verbriefungs- markt in Europa selbst während der Krise bewährt hat und die Ausfallquoten im Vergleich zu den USA äußerst gering waren. Es herrscht deswegen Übereinstimmung zwischen Markt- teilnehmern und politischen Entscheidungsträgern, dass ein angemessen regulierter Verbriefungs- markt einen wertvollen Beitrag zu den europäischen Finanz- märkten und für die Volkswirtschaft insgesamt leisten kann. Dennoch schränken die Kapitaladäquanzverordnung und -richtlinie (CRR/CRD IV) sowie Solvency II, die regeln, wie Investitionen in Verbriefungen durch Banken und Versicherer behandelt werden, den Verbriefungs- markt derzeit stark ein. Die CMU wiederum könnte die Verbriefungs- märkte in Europa wiederbeleben, indem regulatorische Maßnahmen gelockert werden, welche institutionelle Investoren derzeit davon abhalten, in Verbriefungen zu investieren. Es ist jedoch wichtig anzumerken, dass die Banken selbst bei steigender Nachfrage nach verbrieften Produkten möglicherweise nicht bereit sein könnten, diese zu emittieren – denn Verbriefungen werden zur Refinanzierung angesichts der hohen Zentralbankliquidität und des extremen Niedrigzinsumfeldes gegenwärtig kaum benötigt.



Kapitalmarktunion: Ambitioniertes Ziel, aber kaum schnelle Erfolge

Kriterien für die Identifizierung einfacher, transparenter und vergleichbarer Verbriefungen

29

Im Juli 2015 haben der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht und die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden Kriterien veröffentlicht, die Eckpunkte für robuste Verbriefungen identifizieren. Diese sollten u.a. einfach, transparent und vergleichbar sein.

Einfachheit bezieht sich auf die Homogenität und einfachen Charakteristika der zugrundeliegenden Vermögenswerte und eine Transaktionsstruktur, die nicht zu komplex ist.

Durch eine hohe *Transparenz* sollten Investoren hinreichende Informationen erhalten über die zugrundeliegenden Vermögenswerte, die Struktur der Transaktion und die beteiligten Parteien. Dadurch soll ein besseres Verständnis für die damit verbundenen Risiken gefördert werden. Die Art und Weise, in der die Informationen zur Verfügung gestellt werden, sollte der Transparenz nicht abträglich sein, sondern im Gegenteil die Investoren bei ihrer Einschätzung unterstützen.

Eine bessere *Vergleichbarkeit* könnte den Investoren bei der Analyse solcher Finanzinstrumente helfen und einen einfacheren Vergleich zwischen Verbriefungsprodukten innerhalb einer Anlageklasse ermöglichen.

Quellen: BCBS und IOSCO (2015)

Eine Kreditrisiko-Datenbank für KMU-Kredite wäre nützlich

Durch die Einführung dezidiert „qualitativ hochwertiger Verbriefungen“ („qualifying securitisation“) könnte die CMU jedoch zur Weiterentwicklung und Nachhaltigkeit eines stärkeren und sichereren Verbriefungsmarktes beitragen. Hinsichtlich einer Anpassung der Kapitalanforderungen für solche hochwertigen Verbriefungen hat es in letzter Zeit Bewegung gegeben, was diese Hoffnung nährt. Um die Eckpunkte für solche Verbriefungen festzulegen, haben der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) und die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) im Juli 2015 einen Bericht veröffentlicht, der einfache, transparente und vergleichbare (STC) Verbriefungen definiert (s. Box 29). Weniger drastische Kapitalanforderungen für STC-Verbriefungen könnten der Branche helfen, wieder Fuß zu fassen. Mit Bezug auf die Anwendung der STC-Kriterien sollte die CMU allerdings in manchen Bereichen mehr Klarheit schaffen, etwa hinsichtlich der laufenden Aufsicht und der Regelkonformität von STC-Produkten. Hierbei sollte beispielsweise im Detail geklärt werden, inwieweit relevante Informationen während der Laufzeit einer Verbriefung aktualisiert werden müssen. Die CMU könnte ebenfalls dazu beitragen, übermäßig strikte Vorschriften und die komplexe regulatorische Terminologie bezüglich der Eigenschaften von STC-Produkten zu vereinfachen.

Wie oben dargestellt, dürfte die Wiederbelebung des MBS-Segments von entscheidender Bedeutung sein, um die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen und KMU anzukurbeln. Neben einer weniger drastischen Regulierung des Verbriefungsmarkts im Allgemeinen sollte sich die CMU im Besonderen um Maßnahmen zur Förderung des europäischen MBS-Marktes bemühen. Eine Möglichkeit, dies zu erreichen, könnte unter gewissen Bedingungen – und trotz der zugegebenermaßen problematischen Erfahrungen in den USA – ein europäischer Unterstützungsmechanismus für Hypothekenverbriefungen sein, etwa in Form einer wohl überlegten staatlichen Absicherung bzw. eines Garantiegebers. Vor dem Hintergrund der hohen Ausfallquoten bei Verbriefungen während der Krise in den USA sollte die CMU in Bezug auf solche impliziten und expliziten Garantien einen ganzheitlichen Ansatz (d.h. mit einem stärkeren Fokus auf die Begrenzung der Risiken für Steuerzahler) verfolgen.

Zur Ankurbelung der Kreditvergabe an KMU könnte auch eine Belebung des SME-ABS-Marktes hilfreich sein. Das Problem hierbei ist, dass die Informationen zu KMU-Krediten im Unterschied zu Hypothekendarlehen meist begrenzt und die KMU-Kredite kaum standardisiert sind. Um die Standardisierung und Transparenz bei KMU-Krediten zu verbessern, könnte sich eine europäische Kreditrisiko-Datenbank für solche Kredite als nützlich erweisen. Weiterhin könnte die Abhängigkeit von externen Ratings bei der Bündelung und Umschichtung von KMU-Krediten durch eine Kreditrisiko-Datenbank reduziert werden. Am effizientesten wäre es, eine zentrale europäische Kreditrisiko-Datenbank unter der Beteiligung des privaten Sektors aufzubauen. Denn nur wenige Institutionen haben eine ähnlich geeignete Infrastruktur wie die Banken, um Kreditrisiken zu identifizieren, zu messen und zu beurteilen. Dies ist schließlich einer der Gründe, weshalb Banken überhaupt existieren. Außerdem verfügen Banken meist über intensive und langjährige Kundenbeziehungen, die es ihnen ermöglichen, geeignete, „kundenspezifische“ Risikomanagement-Prozesse aufzusetzen. Deshalb sollte die CMU bei der Entwicklung neuer Ansätze, wie z.B. einer Kreditrisiko-Datenbank, die Banken einbinden, um auf ihre Expertise im Risikomanagement zurückzugreifen und auf ihren Kundenbeziehungen aufzubauen.

VI. Fazit

Die europäischen Entscheidungsträger haben die Notwendigkeit einer Kapitalmarktunion erkannt, um eine stärkere Diversifizierung des Finanzsystems zu fördern, in welchem die Kapitalmärkte die Finanzierung durch die Banken bes-



Kapitalmarktunion: Ambitioniertes Ziel, aber kaum schnelle Erfolge

ser ergänzen können. Dadurch stünde den europäischen Unternehmen ein breiteres Spektrum von Finanzierungsmöglichkeiten zur Verfügung, was einen nachhaltigen wirtschaftlichen Aufschwung unterstützen würde. In dieser Studie haben wir die europäischen Kapitalmärkte aus einer empirischen Sicht näher betrachtet und die wesentlichen Stärken und Schwächen der europäischen Aktien-, Anleihe- und Verbriefungsmärkte identifiziert. In unserer Analyse haben wir weiterhin einen Vergleich mit den US-Märkten gezogen.

Die im Verhältnis zum BIP geringe Aktienmarktkapitalisierung in Europa wird häufig als Beleg für eine Unterentwicklung der europäischen Kapitalmärkte angeführt. Obwohl dies richtig ist, können die Marktzugangsmöglichkeiten und die Liquiditätsparameter der europäischen Märkte allgemein als solide bezeichnet werden. Trotzdem verlieren die einst dominanten europäischen Finanzplätze im globalen Vergleich an Bedeutung. Entscheidend ist jedoch, dass die Integration der europäischen Aktienmärkte in den letzten Jahren an Dynamik verloren hat und sich die Investitionen innerhalb des Euroraums verringert haben. All dies dürfte der Marktliquidität schaden und die Finanzierungskosten für die Unternehmen erhöhen. Um die Rolle der europäischen Finanzplätze wieder zu stärken, könnte die CMU die Konsolidierung der europäischen Aktienmärkte fördern, indem sie für eine Vereinheitlichung des Regelwerks für Börsen sorgt. Durch die Harmonisierung der Unternehmens-, Wertpapier- und Insolvenzgesetzgebung und durch die Beseitigung von Hindernissen in anderen übergreifenden Bereichen wie dem Steuerrecht könnte die CMU die Fragmentierung der Märkte rückgängig machen. Allerdings hat sich die Harmonisierung von Vorschriften, die der nationalen Gesetzgebung unterliegen, in der Vergangenheit als extrem schwierig erwiesen und die Erwartungen könnten sich leicht als zu optimistisch herausstellen.

Trotz der verglichen mit den USA recht geringen Größe der europäischen Märkte für Unternehmensanleihen haben diese seit der Krise große Veränderungen durchlebt und werden zukünftig wahrscheinlich eine größere Rolle gegenüber Bankkrediten spielen. Doch bremst eine eingeschränkte Investorenbasis diesen Fortschritt und die weitere Entwicklung dieses Marktsegments. Die CMU könnte zu einer Verbreiterung der Investorenbasis beitragen: erstens könnten Maßnahmen ergriffen werden, die ein stärkeres Engagement von Pensionsfonds an den Unternehmensanleihemärkten ermöglichen, wie zum Beispiel durch die allmähliche Etablierung kapitalgedeckter, beitragsorientierter Rentensysteme. Jedoch ist die Gestaltung des Rentensystems eine rein politische Entscheidung und könnte leicht über die Reichweite der CMU hinausgehen. Zweitens könnte die CMU institutionelle Investoren dabei unterstützen, ihre Unternehmensanleihe-Portfolios auszuweiten, wenn die starre Abhängigkeit von Ratings reduziert und flexiblere Maßnahmen eingeführt würden. Drittens bietet die CMU eine gute Gelegenheit, Dopplungen und Überlappungen in den Offenlegungsvorschriften zu beseitigen. Weiterhin ist wichtig festzuhalten, dass Maßnahmen wie eine Finanztransaktionssteuer und andere regulatorische Reformen, welche das Market-Making beeinträchtigen würden, die Vorzüge der CMU für Aktien- und Anleihemärkte schnell zunichtemachen könnten.

Da ein angemessen regulierter Verbriefungsmarkt einen wertvollen Beitrag zu den europäischen Finanzmärkten und für die Volkswirtschaft insgesamt leisten kann, ist die Wiederbelebung dieses Marktsegments, das seit der Krise wie gelähmt ist, von strategischer Bedeutung. Jedoch haben die CRR/CRD IV und Solvency II Hürden geschaffen, die den Wiederaufstieg des Verbriefungsmarktes behindern. Die CMU kann den Verbriefungsmarkt ankurbeln, indem sie regulatorische Auflagen lockert, welche institutionelle Investoren derzeit davon abhalten, verbriefte Produkte zu erwerben. Außerdem könnte sich ein sorgfältig konzipierter europäischer staatlicher Unterstützungsmechanismus für Hypothekenverbriefungen als geeignetes Mittel erweisen, um die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen und KMU wieder in Gang zu bringen. Nicht zuletzt



Kapitalmarktunion: Ambitioniertes Ziel, aber kaum schnelle Erfolge

dürfte eine gewisse Standardisierung und Transparenz bei KMU-Krediten der effektivste Weg sein, um das SME-ABS-Segment wiederzubeleben. Hierbei könnte die CMU einen Beitrag leisten, indem sie eine europäische Kreditrisiko-Datenbank für KMU-Kredite etabliert. Durch eine Einbindung der Banken ließe sich von deren Expertise im Risikomanagement profitieren und auf ihren Kundenbeziehungen aufbauen.

Alles in allem ist die CMU ein ambitioniertes Projekt mit enormem Potential. Die aktuelle Diskussion ist jedoch sehr abstrakt und klare Leitlinien fehlen. Die hier diskutierten Maßnahmen würden im Laufe der Zeit ein weiteres Wachstum der Kapitalmärkte in Europa erleichtern und damit schrittweise ihre Bedeutung für die Unternehmensfinanzierung gegenüber Bankkrediten stärken. Ohne klar definierte Maßnahmen, einen Zeitplan und eine zentrale Institution für die Umsetzung wird der Erfolg des CMU-Projektes jedoch ungewiss bleiben. Selbst im besten Fall, mit genau definierten Eckpfeilern, dürfte der Weg zu einer europäischen Kapitalmarktunion lang und steinig sein. Der Erfolg der CMU erfordert daher einen langen Atem.

Orçun Kaya (+49 69 910-31732, orcun.kaya@db.com)

Literaturverzeichnis

- AFME (2015). *Bridging the growth gap*.
- Akerlof, G. A. (1970). "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism". *Quarterly Journal of Economics*.
- Amihud, Y. and Mendelson, H. (1991). *Liquidity, Maturity, and the Yields on U.S. Treasury Securities*. The Institute of International Finance (46).
- BCBS and IOSCO (2015). *Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations*.
- Beck, T. and Levine, R. (2000). *New Firm Formation and Industry Growth: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter?* World Bank policy research working paper 2383.
- Gyntelberg, J., Ma, G. and Remolona, E. M. (2005). *Corporate bond markets in Asia*, BIS Quarterly Review.
- Chen, L., Lesmond, D. A. and Wei, J. (2007). *Corporate Yield Spreads and Bond Liquidity*. *The Journal of Finance*, 62.
- ESRB (2014). *Is Europe Overbanked?*
- Edwards, A., Harris, L. and Piwowar, M. (2007). *Corporate bond market transparency and transaction costs*. *The Journal of Finance*, 62.
- Europäische Kommission (2014). *Policy Brief on Access to Business Start-up Finance for Inclusive Entrepreneurship, Entrepreneurial Activities in Europe*.
- Europäische Kommission (2015). *Building a Capital Markets Union*. Green paper.
- Fama, E. F. and French, K. R. (1992). *The Cross-Section of Expected Stock Returns*. *The Journal of Finance*, 47.
- Fama, E. and French, K. (1995). *Size and book-to-market factors in earnings and returns*. *The Journal of Finance*, 50.
- French, K. and James P. (1991). *International diversification and international equity markets*. *American Economic Review*, 81.
- Hoevenaars, R., Molenaar, R., Schotman, R. and Steenkamp T. (2008). *Strategic asset allocation with liabilities: Beyond stocks and bonds*. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 32.
- Huberman, G. and Jiang, W. (2006). *Offering versus Choice in 401(k) Plans: Equity Exposure and Number of Funds*. *The Journal of Finance*, 61.



Kapitalmarktunion: Ambitioniertes Ziel, aber kaum schnelle Erfolge

- IOSCO (2014). Corporate bond markets: A global perspective.
- Kang, J.K. and Stulz, R.M. (1997). Why is there a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan. *Journal of Financial Economics*, 46.
- Kaya, O. (2014). SME financing in the euro area: New solutions to an old problem. Deutsche Bank Research. EU Monitor.
- Kern, S. (2010). Global financial centres after the crisis. Deutsche Bank Research. EU Monitor.
- Miller, M.H., (1995). Does the M&M proposition apply to banks? *Journal of Banking and Finance*, 19.
- Modigliani, F. and Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48.
- Standard and Poor's (2015). Default, Transition, and Recovery: 2014 Annual Global Structured Finance Default Study and Rating Transitions.
- Pagano, M., Röell, A. A. and Zechner, J. (2002). The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad? *The Journal of Finance*, 57.
- Tepper, I. (1981). Taxation and Corporate Pension Policy. *The Journal of Finance*, 36.
- Tesar, L. L. and Werner, I. M. (1995). Home bias and high turnover. *Journal of International Money and Finance*, 14.



Fokusthema Globale Finanzmärkte

- ▶ Einlagensicherung in der Bankenunion:
Optionen für die dritte Säule
(Research Briefing) 16. September 2015
- ▶ Geldmarktfonds: Wie sie funktionieren
und wer sie nutzt
(EU-Monitor) 18. Mai 2015
- ▶ Fintech reloaded – Die Bank als digitales
Ökosystem: Mit bewährten Walled Garden-Strategien
in die Zukunft
(Aktuelle Themen) 28. April 2015
- ▶ Mittelstandsfinanzierung im Euroraum:
Neue Lösungen für ein altes Problem
(EU-Monitor) 13. Januar 2015
- ▶ Fintech – Die digitale (R)evolution im Finanzsektor:
Algorithmusbasiertes Banking mit human touch
(Aktuelle Themen) 23. September 2014
- ▶ Atlantisches Fragment?
Finanzmarktregulierung, die G20 und TTIP
(EU-Monitor) 3. Juli 2014
- ▶ Crowdfunding: Trübt die Euphorie
der Crowd das Risikobewusstsein?
(Aktuelle Themen) 14. April 2014
- ▶ Argumente für eine quantitative Lockerung der EZB
(Aktuelle Themen) 10. Januar 2014
- ▶ Reform der OTC-Derivatemarkte:
Erste erkennbare Wirkungen und offene Fragen
(Aktuelle Themen) 18. September 2013

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite www.dbresearch.de. Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:
Deutsche Bank Research
Marketing
60262 Frankfurt am Main
Fax: +49 69 910-31877
E-Mail: marketing.dbr@db.com

Schneller via E-Mail:
marketing.dbr@db.com

© Copyright 2016. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg