

## Aktueller Kommentar

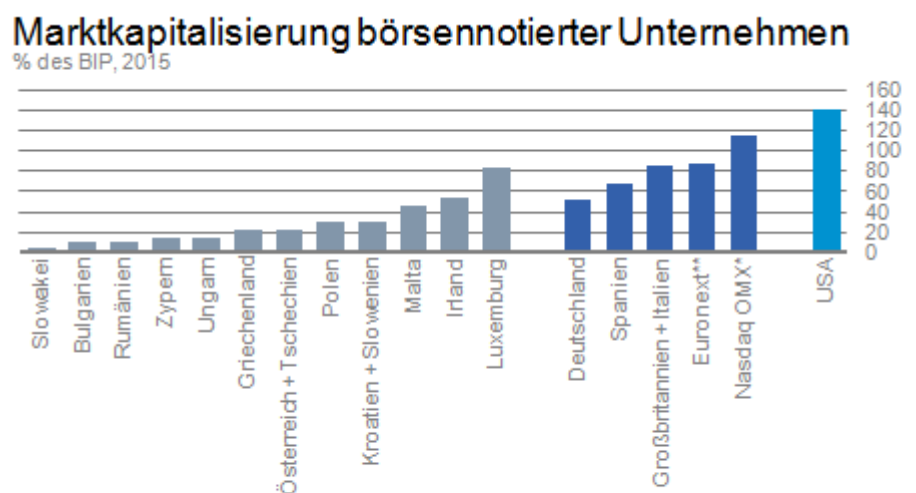
### Europäische Börsenlandschaft: zu fragmentiert

24. Mai 2016

Im September 2015 stellte die Europäische Kommission ihren Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion vor, um stärkere und integriertere Kapitalmärkte in der EU zu fördern und die Bankfinanzierung besser zu ergänzen. Die Schaffung stärkerer und liquiderer Aktienmärkte spielt in diesem Zusammenhang eine entscheidende Rolle und ist gleichzeitig eine Voraussetzung dafür, dass die europäischen Finanzplätze im globalen Wettbewerb wieder an Bedeutung gewinnen. In der Tat ist die Zahl der eigenständig operierenden Börsen in der EU erstaunlich hoch, besonders in den ost- und südosteuropäischen Ländern. Außerdem konzentriert sich die Marktkapitalisierung auf eine Handvoll von Börsen und ist in den kleineren Märkten üblicherweise auch relativ zur Größe der Volkswirtschaft geringer.

In den 28 EU-Mitgliedsländern gibt es zurzeit 17 unabhängige führende nationale Börsenplätze. Diese vereinten im Dezember 2015 eine Marktkapitalisierung aller börsennotierten Unternehmen von EUR 10,6 Bill. auf sich. Dieser Wert liegt knapp unter dem vor der Krise verzeichneten Höchststand vom Oktober 2007 und ist mehr als doppelt so hoch wie der Tiefpunkt während der Finanzkrise. Trotz der hohen Anzahl von Börsen ist die Marktkapitalisierung jedoch stark konzentriert. Die fünf größten Institutionen machen zusammen 95% der gesamten Marktkapitalisierung in der EU aus, wobei ihr Anteil in den letzten Jahren sogar noch leicht gestiegen ist (2007 lag er bei 91%). Dagegen kommen die übrigen zwölf Börsen zusammen nur auf eine Marktkapitalisierung von EUR 0,5 Bill., bzw. einen Anteil von 5%. Natürlich befinden sich die größten Aktienmärkte auch in den größten Volkswirtschaften. Die Marktkonzentration ist jedoch höher als die reine Wirtschaftsleistung nahelegt: Die Länder mit den fünf größten Börsenplätzen machten sowohl 2007 als auch 2015 nur 87% des gesamten BIP der EU aus. In geografischer Hinsicht handelt es sich hier um 14 Länder, die in Mittel-, Nord- und Westeuropa sowie im Baltikum liegen. Alle anderen EU-Mitgliedstaaten, die sich hauptsächlich in Ost- und Südosteuropa befinden, haben ihre eigenen unabhängigen nationalen Börsen, mit Ausnahme der Zusammenschlüsse der Börsen Österreichs und Tschechiens sowie Kroatiens und Sloweniens.

Eine ähnliche Kluft zeigt sich bei der Größe der Aktienmärkte. Die Marktkapitalisierung der fünf führenden Börsenplätze ist tendenziell viel höher, nicht nur in absoluten Zahlen, sondern auch in Relation zum BIP. Mit 52% des BIP hat Deutschland von diesen Regionen die geringste Marktkapitalisierung; die skandinavischen Länder (d.h. Nasdaq OMX) mit 115% die höchste. Dagegen ist die Marktkapitalisierung in den ost- und südosteuropäischen EU-Ländern, die zumeist über ein geringeres Einkommensniveau verfügen, sehr viel geringer und variiert zwischen lediglich 5% in der Slowakei und 30% in Kroatien/Slowenien. Die gewichtete Durchschnittsquote für die größten Börsenplätze ist



\* Umfasst die maßgeblichen Börsen von: Dänemark, Finnland, Schweden, Lettland, Litauen und Estland  
 \*\* Umfasst die maßgeblichen Börsen von: Portugal, Frankreich, Belgien und den Niederlanden

Quellen: WFE, FESE, Eurostat, EZB, Deutsche Bank Research

damit fast dreimal so hoch wie die der zwölf übrigen Börsen, selbst unter Einbeziehung der weit entwickelten Volkswirtschaften Luxemburg und Irland.

Die Anzahl der Börsen in Europa ist besonders im Vergleich zu den USA auffallend hoch. Obwohl beide Regionen mit Blick auf ihren ökonomischen Entwicklungsstand und ihre Größe mehr oder weniger vergleichbar sind, weist der US-Aktienmarkt große Unterschiede gegenüber dem europäischen auf. 2015 gab es in den USA nur zwei große Börsen mit einer Marktkapitalisierung von insgesamt EUR 23 Bill. D.h., der US-Markt ist nicht nur weit stärker konzentriert, sondern auch mehr als zweimal so groß wie sein europäisches Pendant. Dementsprechend ist der US-Aktienmarkt auch relativ betrachtet mit einer Marktkapitalisierung von 140% des BIP viel größer. Er erholte sich außerdem viel rascher nach einem Kursrückgang von über 50% (ähnlich dem in Europa) während der Finanzkrise: In den USA erreichte die Marktkapitalisierung bereits im Mai 2013 wieder ihren Vorkrisenhöchststand, während das Gleiche in der EU bis April 2015 dauerte.

Es gibt folglich großes Potenzial für eine Europäische Kapitalmarktunion. Die Schaffung eines günstigeren Umfelds für stärker konsolidierte, integrierte und damit liquidere Aktienmärkte dürfte Vorteile sowohl für die Unternehmen als Emittenten als auch für die Market Maker bieten. Erstere würden wahrscheinlich von niedrigeren Bid-ask-Spreads und einer höheren Nachfrage der Investoren profitieren und könnten somit ihre starke Abhängigkeit von der Bankfinanzierung etwas reduzieren. Market Maker würden ebenfalls von einem einheitlicheren rechtlichen und regulatorischen Rahmen profitieren. Darüber hinaus würden die europäischen Finanzzentren wieder wettbewerbsfähiger werden und eine stärkere Position im internationalen Vergleich zurückgewinnen, was wiederum ihre Attraktivität für außereuropäische Investoren erhöhen würde. Des Weiteren könnten Anreize gesetzt werden, dass private Haushalte einen höheren Anteil ihrer Ersparnisse in Aktien investieren – z.B. ähnlich den 401(k)-Plänen in den USA. Das könnte dazu beitragen, die viel geringeren Renditen aus klassischen Sparanlagen wie Bankeinlagen und Versicherungspolice im gegenwärtigen Nullzinsumfeld zumindest zum Teil zu kompensieren. Es dürfte sich also für die politischen Entscheidungsträger in der EU durchaus lohnen, die europäischen Aktienmärkte zu fördern, indem man einige Lehren aus dem wesentlich weiter entwickelten und weniger fragmentierten Pendant auf der anderen Seite des Atlantiks zieht.

Siehe auch:

EU-Monitor Kapitalmarktunion: Ambitioniertes Ziel, aber kaum schnelle Erfolge

Original in Englisch: 2. Mai 2016

Autoren:

Jan Schildbach (+49) 69 910-31717

Martin Waibel

mehr zum Research-Bereich **Banken, Finanzmärkte und Regulierung**  
Aktuelle Kommentare - Archiv

© 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 Informations-zwecken 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 Bank-geschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungs-aufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Ex-change, 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.