

MAKRO UND MÄRKTE KOMPAKT¹²

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.

№ 12 JULI 2017
THEMA: KAPITALMARKTUNION



CHEFVOLKSWIRT
Dr. Klaus Wiener

Tim Ockenga
Dr. Christian Kemter

Kapitalmarktunion im Zeichen des Brexit: Jetzt erst recht!

Das 2015 initiierte Projekt zur Kapitalmarktunion ist eines der Kernvorhaben der Europäischen Kommission. Es hat durch den bevorstehenden Brexit zusätzliche Relevanz erhalten. Ein wirtschaftlich starker Währungsraum braucht einen hochentwickelten und effizienten Markt für Finanzdienstleistungen.

- ▶ Die Europäische Kapitalmarktunion soll bis zum Jahr 2019 abgeschlossen sein. Wir **analysieren den Fortschritt des Projekts** angesichts der gerade erreichten „Halbzeit“.
- ▶ Neben der **Entwicklung eines stärkeren Finanzmarktes auf dem Kontinent** verbindet die Versicherungswirtschaft mit der Kapitalmarktunion vor allem die **Erwartung verbesserter Investitionsbedingungen** für institutionelle Investoren.
- ▶ Erfreulich sind in diesem Zusammenhang die Fortschritte, die im Bereich der **Verbriefungen** sowie der **Infrastrukturinvestitionen** gemacht wurden. Erforderlich sind jetzt Verbesserungen im Bereich von **Privatplatzierungen** und bei den **nachhaltigen Investments**.
- ▶ In jedem Fall darf die Kapitalmarktunion **nicht zu neuen Belastungen führen**, weder für Schuldner – etwa durch umfangreiche Berichtsanforderungen – noch für Gläubiger – etwa durch einen **aufgeweichten Investorenschutz oder bürokratische Hürden**.

Hochentwickelte Kapitalmärkte als Voraussetzung für Wachstum und Beschäftigung

Die Finanzierung der Realwirtschaft ist von hoher Bedeutung für die wirtschaftliche Entwicklung und die Beschäftigung. Investitionen sind zu einem großen Teil vom Zugang zu Fremd- und Eigenkapital abhängig. Auch Haushalte wären in ihren Konsummöglichkeiten insbesondere mit Blick auf langlebige Wirtschaftsgüter oder Wohneigentum stark eingeschränkt. Der Wachstumspfad einer Volkswirtschaft mit schlechten Finanzierungsbedingungen verläuft weitaus flacher als in einer Volkswirtschaft, in der die Haushalte und Unternehmen einen guten Zugang zu Finanzierungsquellen haben – und dies zu günstigen Konditionen.

Im Euro-Raum ist spätestens seit der Finanzkrise sehr deutlich geworden, wie wichtig der Zugang zu unterschiedlichen Finanzierungsquellen ist. Angesichts der strengeren resultatorischen Anforderungen haben die Geschäftsbanken das Kreditangebot deutlich eingeschränkt. Zusammen mit einer geringeren Kreditnachfrage hat dies dazu geführt, dass die Kreditvergabe im Euro-Raum bis heute eher beeinträchtigt ist. Während vor der Krise Kredite an nicht-finanzielle Unternehmen mit einer Trendrate von 8,1% p.a. wuchsen, verläuft die Kreditvergabe bis heute nur sehr zögerlich. Zuletzt betrug der Anstieg im Vorjahresvergleich gerade einmal 2,6% für Haushalte und 2,4% für Unternehmen. Für den Euro-Raum wiegt dieser Befund besonders schwer, denn die Unternehmen finanzieren sich zu rund drei Viertel über Bankkredite (siehe Grafik). Nur knapp ein Viertel der Fremdmittel fließt den Unternehmen über die Kapitalmärkte zu. Dieser Befund steht im krassen Widerspruch zur Situation in den USA, wo gut 60% der Unternehmensfinanzierungen kapitalmarktbasierend sind. Diese von der EZB erhobenen Zahlen für die Jahre 2004 bis 2008 dürften sich bis heute nicht grundlegend geändert haben.

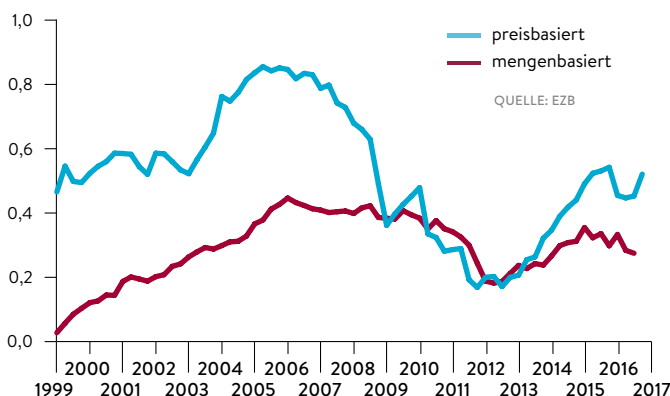
Erschwerend kommt in diesem Zusammenhang zudem hinzu, dass die Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen innerhalb des Euro-Raums extrem uneinheitlich sind. Deutlich wird dies am Indikator der finanziellen Fragmentierung, der vierteljährlich von der EZB erhoben wird. Demnach ist die extrem hohe finanzielle Fragmentierung, die nach der Krise zu beobachten war, zwar wieder zurückgegangen, von einem integrierten Kapitalmarkt mit einheitlichen Bedingungen kann aber immer noch nicht gesprochen werden (siehe Grafik II).

Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, dass die Europäische Kommission im Jahr 2015 das Projekt Kapital-

marktunion initiiert hat. Hauptziele der Kapitalmarktunion sind eine Verbesserung der Finanzierungsbedingungen für die Realwirtschaft in Europa sowie eine Überwindung der Fragmentierung der Kapitalmärkte in den einzelnen Mitgliedstaaten. Dabei soll die Finanzierung des Euro-Raums weniger bankenlastig ausgestaltet und insbesondere kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) der Zugang zum Kapitalmarkt erleichtert werden. Gerade letztere sind noch einmal mehr von der Bankenfinanzierung abhängig, denn kaum ein KMU im Euro-Raum hat Aktien oder Anleihen emittiert. Zudem hatten gerade kleine und mittlere Unternehmen nach der Krise unter einem überproportional hohen Anstieg der Kosten für Bankkredite zu leiden.

Grafik II Finanzielle Fragmentierung im Euro-Raum

normiert: 0 = volle Fragmentierung, 1 = volle Integration



Halbzeitstand der Kapitalmarktunion

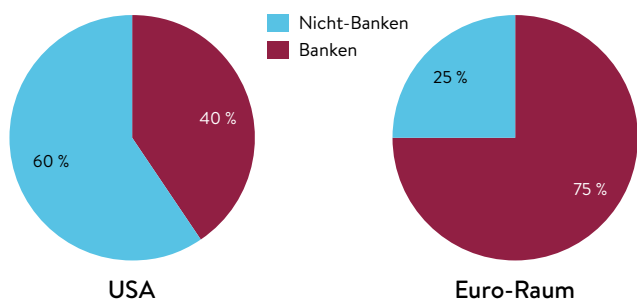
In den vergangenen 18 Monaten hat die Europäische Kommission bereits 20 der 33 im ursprünglichen Aktionsplan angekündigten Maßnahmen umgesetzt. Im Rahmen der im Frühjahr 2017 durchgeführten Halbzeitüberprüfung wurde der Aktionsplan angepasst und weitere Gesetzesinitiativen und Maßnahmen bis 2019 festgelegt. Die folgende Analyse beleuchtet die Bereiche mit besonderer Relevanz für die Kapitalanlage der Versicherer.

Bessere Bedingungen für Investitionen in Infrastruktur...

Eines der erklärten Ziele der Kapitalmarktunion besteht darin, zusätzliches privates Kapital für Infrastrukturprojekte zu mobilisieren. Versicherer zählen zu den größten institutionellen Anlegern in Europa und stellen sowohl Beteiligungs- als auch Fremdfinanzierungsmittel für langfristige

Grafik I Quellen der Finanzierung

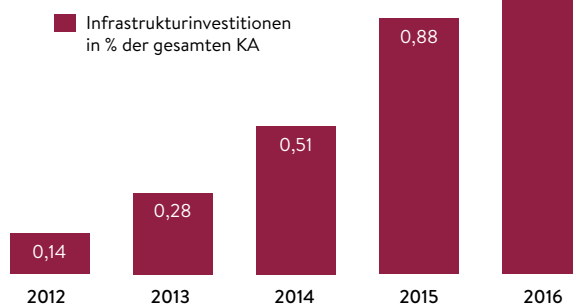
nicht-finanzielle Unternehmen; 2004 - 2008



QUELLE: EZB MONATSBERICHT 10/2010

Grafik III Infrastrukturinvestments

Erstversicherungsunternehmen



QUELLE: GDV

Infrastruktur zur Verfügung. In den vergangenen Jahren sind die Investitionen der Versicherer in Infrastruktur kontinuierlich gestiegen.

Für Infrastrukturprojektfinanzierungen wurden in diesem Jahr die Investitionsbedingungen für Versicherer durch Absenkung der Eigenmittelanforderungen im Solvency II-Standardmodell für Eigenkapitalinvestitionen von 49 % auf 30 % erheblich verbessert. Für Fremdkapitalinvestitionen können innerhalb des Spreadrisikos in Abhängigkeit von Rating und Duration um rund 30 % niedrigere Risikofaktoren als bei gewöhnlichen Unternehmensanleihen angesetzt werden. Um Investitionen darüber hinaus auch in Infrastrukturgesellschaften zu erleichtern, hat die Europäische Kommission am 8. Juni 2017 einen weiteren Vorschlag zur Anpassung der Solvency II-Regelungen vorgelegt. Neben einer Erweiterung des Anwendungsbereichs auf Infrastrukturgesellschaften ist die Einführung einer neuen Anlageklasse für qualifizierte Infrastrukturunternehmen mit einer Eigenmittelanforderung für Beteiligungen von 36 % geplant. Auch für Fremdkapitalanlagen in Infrastrukturunternehmen sollen die Eigenmittelanforderungen reduziert werden und zwischen den Eigenmittelanforderungen für Infrastrukturprojektfinanzierungen und sonstigen Fremdkapitalanlagen liegen.

...aber weiterhin nur mäßige Praxistauglichkeit

Die vorgeschlagenen Erleichterungen für Eigen- und Fremdkapitalanlagen in Infrastrukturunternehmen verbessern fraglos die Investitionsbedingungen für Versicherer. Positiv ist insbesondere, dass die Europäische Kommission einen sektorneutralen Ansatz verfolgt und die Auswahl geeigneter Infrastrukturprojekte anhand allgemeiner Qualifikationskriterien erfolgt. Die Qualifikationskriterien stellen in der Praxis jedoch hohe Investitionshürden dar und der Aufwand zur Überprüfung und Einhaltung der Kriterien steht vielfach nicht in einem gesunden Verhältnis zu den Eigenmittelerleichterungen. Im Interesse von mehr Investitionen in qualifizierte Infrastrukturprojekte ist daher eine praxistauglichere Ausgestaltung der Kriterien wünschenswert. Die unterschiedlichen Risikokalibrierungen für Infrastrukturprojekte und Infrastrukturunternehmen erhöhen zudem die Komplexität der Kapitalanlagen. Neben den regulatorischen Hürden ergeben sich weitere Investitionshemmnisse durch das geringe Angebot an geeigneten Projekten und das starke Engagement supranationaler Förderinstitute wie der Europäischen Investitionsbank (EIB) bzw. des Europäischen Fonds für Strategische Investitionen (EFSI). Um ein Crowding-out von institutionellen Investoren zu vermeiden, sollten sich Förderinstitute daher auf Projekte beschränken, die ansonsten nicht zu marktüblichen Konditionen finanziert werden könnten.

Neue Chance für den Verbriefungsmarkt

Kaum ein Finanzmarktinstrument wird so sehr mit der Finanzkrise in Verbindung gebracht wie Verbriefungen. Strukturierte Produkte auf fragwürdige Immobilienkredite in den USA, die zudem bisweilen noch gehebelt waren, haben das Vertrauen von Gesellschaft und Anlegern in dieses Anlageprodukt erheblich beschädigt. Dabei kann ein gut entwickelter und effizient regulierter Verbriefungsmarkt nachhaltiges

Wachstum in Europa fördern, indem er zu einer stärkeren Kreditvergabe beiträgt.

Das schwache Kreditwachstum ist eine der Achillesferren im laufenden Konjunkturaufschwung in Europa. Insofern ist die politische Einigung zwischen Rat und Europäischem Parlament am 30. Mai 2017 zu begrüßen, in der der Grundstein für einen einfachen, transparenten und standardisierten Verbriefungsmarkt (simple, transparent, standardised; STS) in Europa gelegt wurde. Mit der Schaffung des STS-Verbriefungssegments besteht die Möglichkeit nach der Finanz- und Staatsschuldenkrise verloren gegangenes Investorenvertrauen wieder aufzubauen und dem für die Finanzierung der Realwirtschaft wichtigen Verbriefungsmarkt neue Impulse zu geben. Gestärkt wurde die Sicherheit des Instruments mit einem Risikolastbehalt des emittierenden Instituts, der in Übereinstimmung mit internationalen Standards 5 % beträgt. Um zudem Interessenkonflikte des emittierenden Instituts zu vermeiden, ist eine „light-touch“-Zertifizierung der STS-Verbriefungen durch einen Dritten vorgesehen. Auch das Fehlen einer solchen Regelung war einer der Schwachpunkte der vor der Krise emittierten Produkte.

Erforderlicher Fokus jetzt: Privatplatzierungen

So erfreulich aus Sicht der institutionellen Investoren die Entwicklungen im Bereich von Verbriefungen und Infrastrukturinvestments sind, Handlungsbedarf besteht weiterhin im Bereich von Privatplatzierungen – und hier insbesondere bei den Schuldverschreibungen. Im Gegensatz zu den USA bestehen in Europa keine einheitlichen Standards für die Vergabe von Privatplatzierungen. Die Europäische Kommission plant daher, aufbauend auf den Erfahrungen mit den bereits gut funktionierenden nationalen Regelungen, Empfehlungen zu entwickeln, um den europäischen Markt für Privatplatzierungen zu entwickeln und die bestehende Fragmentierung zu verringern. In diese Empfehlungen sollen die Ergebnisse einer Studie einfließen, die voraussichtlich im vierten Quartal 2017 veröffentlicht wird. Im Markt für Privatplatzierungen können die Entwicklung tragfähiger einheitlicher Regelungen und die Einführung von Standards, wie z. B. dem bewährten Schulscheindarlehen nach deutschem Recht, wichtige Beiträge für die Weiterentwicklung dieses Segments leisten und die Verfügbarkeit von Finanzierungen insbesondere für nicht börsennotierte kleinere und mittlere Unternehmen erhöhen.

Ziel: Bessere Vergleichbarkeit für gedeckte Schuldverschreibungen

Darüber hinaus spielen die Märkte für gedeckte Schuldverschreibungen für die langfristige Finanzierung der Realwirtschaft eine große Rolle. Deutsche Versicherer hatten Ende 2016 ca. 15 % ihrer Kapitalanlagen (rund 230 Mrd. Euro) in gedeckten Schuldverschreibungen und Pfandbriefen investiert. Mit einem EU-Rahmen soll ein stärker integrierter Markt für gedeckte Schuldverschreibungen geschaffen werden. Die Schaffung einheitlicher Qualitäts- und Informationsstandards für national verschiedene Anleihetypen ist sinnvoll, da unabhängig vom Sitzland des Emittenten gedeckte Schuldverschreibungen über Grenzen hinweg besser vergleichbar wären. Dies könnte aus Investorensicht zu einer Ausweitung des Anlagespektrums und aus Emittentensicht zu einer Verbreiterung der Investorenbasis führen. Bei der Harmonisie-

1 Siehe § 164a der am 1. April 2017 in Kraft getretenen Änderung der Delegierten Verordnung zu Solvency II

rung sollten bestehende Qualitäts-, Informations- und Investorenschutzstandards gewahrt bleiben. Wichtig ist, dass keine Harmonisierung der gedeckten Schuldverschreibungsmärkte auf qualitativ niedrigem Niveau angestrebt wird. Bereits existierende und etablierte Schuldverschreibungsregime und Märkte sollten durch die Harmonisierung nicht beeinträchtigt werden. Vor diesem Hintergrund werden die Ende 2016 von der Europäischen Bankenaufsicht EBA vorgelegten Vorschläge zur Harmonisierung im Rahmen eines 3-Stufen-Plans von uns grundsätzlich begrüßt:

1. Festlegung von Mindeststandards für gedeckte Schuldverschreibungen im Rahmen einer Richtlinie.
2. Festlegung und Konkretisierung der Anforderungen an regulatorisch begünstigte gedeckte Schuldverschreibungen in der Kapitaladäquanzverordnung.
3. Empfehlungen zur Konvergenz der nationalen Gesetzgebungen zu gedeckten Schuldverschreibungen auf freiwilliger Basis.

Die Festlegung von einheitlichen Mindeststandards für gedeckte Schuldverschreibungen erscheint ein geeigneter Weg, die Balance zwischen sinnvoller Harmonisierung auf der einen und ausreichender Freiräume auf der anderen Seite sicherzustellen. Die Europäische Kommission hat einen Legislativvorschlag für das 1. Quartal 2018 angekündigt.

Nachhaltige Investitionen fördern

Zur Bewältigung des Klimawandels und anderer langfristiger Herausforderungen im Bereich der Nachhaltigkeit bedarf es nach Auffassung der Europäischen Kommission einer tief greifenden Umgestaltung des Finanzsystems. Zielsetzung ist es, den Aspekt der Nachhaltigkeit angemessen in den regulatorischen und finanzmarktpolitischen Rahmen der Europäischen Union einzubinden und privates Kapital für nachhaltige Investitionen zu mobilisieren. Hierzu sollen Anreize für Investoren gesetzt werden, nachhaltige und langfristige Projekte und Unternehmen zu unterstützen. Eine Verbesserung der Investitionsbedingungen in nachhaltige Investments wird aus Sicht der Versicherungswirtschaft begrüßt. Um nachhaltige Investitionen zu fördern, sollten auf europäischer Ebene einheitliche Definitionen entwickelt werden (z. B. Green Bond-Standards). Als Folge einer verbesserten Transparenz sowohl auf Seiten der Emittenten wie auch der Investoren könnte sich ein deutlich größeres Angebot an nachhaltigen Kapitalanlagen entwickeln. Die Europäische Kommission wird im 1. Quartal 2018 entscheiden, ob sie auf Grundlage der Empfehlungen einer hochrangigen Expertengruppe legislative Vorschläge vorlegen wird.

Brexit macht Kapitalmarktunion dringender denn je

An den genannten Beispielen zeigt sich, dass es sich bei der Kapitalmarktunion nicht um ein einzelnes großes legislatives Vorhaben handelt, sondern um eine Vielzahl an Initiativen, welche in Form von Verordnungen, Richtlinien, Empfehlungen oder Diskussionspapieren umgesetzt werden. Wenngleich die Europäische Kommission in den vergangenen 18 Monaten viel erreicht hat, bleibt die Vollendung der Kapitalmarktunion nicht zuletzt aufgrund der großen Komplexität des Vorhabens ein eher langfristiges Ziel. Aus Sicht der Versicherungswirtschaft ist es gerade vor dem Hintergrund des geplanten Brexit notwendig, die Anstrengungen für die Erreichung der Kapitalmarktunion weiter zu forcieren. Hochentwickelte und effiziente Kapitalmärkte sind eine Grundvoraussetzung für Wachstum und Beschäftigung in der Europäischen Union. Versicherer als eine der größten Investorengruppen sind besonders auf harmonisierte und tiefe Kapitalmärkte angewiesen. Wir sehen insbesondere folgende Handlungsfelder für die Erreichung der Kapitalmarktunion:

- Eine Fragmentierung des europäischen Kapitalmarktes durch nationalstaatliche Egoismen infolge des Brexit muss unbedingt vermieden werden. Stattdessen müssen der Ausbau und die Vollendung der Kapitalmarktunion auf der politischen Agenda ganz oben bleiben.
- Versicherer können bei der Verbreiterung der Finanzierungsbasis für die Realwirtschaft bspw. durch die Vergabe von Darlehen eine wichtige und stabilisierende Rolle spielen. Dafür müssen jedoch die richtigen Rahmenbedingungen gesetzt und reale Investitionsmöglichkeiten geschaffen werden. Dazu gehören eine angemessene regulatorische Berücksichtigung des langfristigen Charakters der Kapitalanlagen von Versicherern sowie die Vermeidung von Crowding-out privater Investoren durch supranationale Institutionen.
- Daneben müssen weitere Schritte zur Vertiefung der Kapitalmarktunion eingeleitet werden. Hierzu kann eine Verbesserung des Investorenschutzes durch die Harmonisierung von Insolvenz- und Vollstreckungsregelungen ebenso wie der Abbau bestehender Steuerhürden innerhalb der EU gehören.
- Neben einer sinnvollen Harmonisierung sollte darauf geachtet werden, dass bestehende bewährte Systeme nicht durch neue Regulierung beeinträchtigt werden. Insbesondere gilt es, eine überbordende Bürokratie durch neue Berichtsanforderungen oder Investmentvorgaben zu vermeiden.

Impressum

HERAUSGEBER

Gesamtverband der Deutschen
Versicherungswirtschaft e. V.
Wilhelmstraße 43/43 G, 10117 Berlin
Postfach 08 02 64, 10002 Berlin
Tel. 030 2020-5000, Fax 030 2020-6000
www.gdv.de, berlin@gdv.de

AUTOREN

Dr. Klaus Wiener
Tel. 030 2020-5800
E-Mail: k.wiener@gdv.de

Tim Ockenga
Tel. 030 2020-5440
E-Mail: t.ockenga@gdv.de

Dr. Christian Kemter
Tel. 030 2020-5442
E-Mail: c.kemter@gdv.de

VERANTWORTLICH

Dr. Klaus Wiener
Chefvolkswirt
Mitglied der Geschäftsführung

PUBLIKATIONSASSISTENZ

Delia Krüger-Wolf
Ute Eggert

REDAKTIONSSCHLUSS

12.07.2017

BILDNACHWEIS

Shutterstock

ALLE AUSGABEN ...
auf GDV.DE