

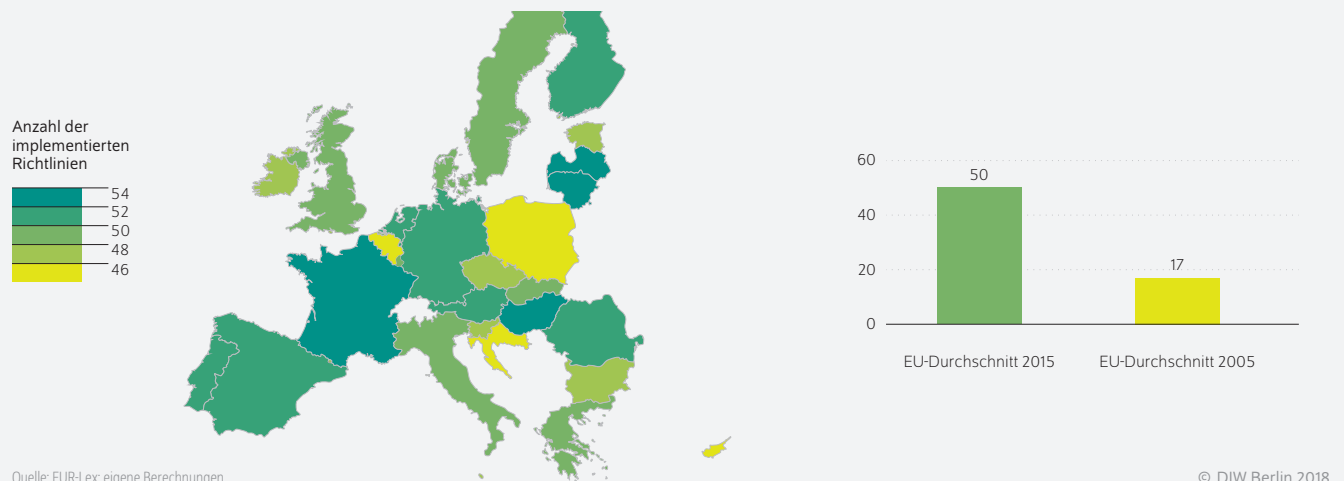
Rechtliche Harmonisierung kann Kapitalmarktintegration erleichtern

Von Franziska Bremus und Tatsiana Kliatskova

- Kapitalmarktunion soll europäische Kapitalmärkte durch Harmonisierung von Regeln stärker integrieren und damit krisenfester machen
- Bericht untersucht, wie sich bisherige rechtliche Harmonisierung im Finanzmarktbereich auf Integration von Aktien- und Anleihemärkten ausgewirkt hat
- Rechtliche Harmonisierung in Frankreich am weitesten fortgeschritten, Deutschland liegt im oberen Drittel, Kroatien, Polen und Belgien am Ende der Skala
- Schätzergebnisse zeigen: Rechtliche Harmonisierung erhöht grenzüberschreitende Investitionen in Aktien
- Neben Abbau institutioneller Unterschiede ist auch Vollendung der Bankenunion essentiell, um Integration der Kapitalmärkte voranzubringen

Nur wenige Länder haben mehr Finanzmarktrichtlinien umgesetzt als Deutschland

Anzahl der EU-Finanzmarktrichtlinien, die 2015 in nationales Recht umgesetzt waren



ZITAT

„Versicherungen, Geldmarkt- und Pensionsfonds haben für die Kapitalmarktintegration in Europa an Bedeutung gewonnen. Besonders für diese Investoren steigert eine rechtliche Harmonisierung das Volumen grenzüberschreitender Wertpapieranlagen.“

— Franziska Bremus —

ZAHLEN

Die Harmonisierung des rechtlichen Rahmens variiert über die Länderpaare hinweg deutlich: Im Jahr 2015 lag die Anzahl der gleichermaßen umgesetzten EU-Finanzmarktrichtlinien in Frankreich und Lettland mit **53** an der Spitze. In Polen und Kroatien waren 2015 dagegen nur **39** EU-Richtlinien gleichzeitig implementiert.

Rechtliche Harmonisierung kann Kapitalmarktintegration erleichtern

Von Franziska Bremus und Tatsiana Kliatskova

ABSTRACT

Nachdem die europäische Bankenunion auf den Weg gebracht wurde, soll nun zusätzlich eine Kapitalmarktunion die Stabilität des europäischen Finanzsystems stärken. Ein Kernziel ist dabei, die Aktien- und Anleihemärkte der europäischen Länder besser zu integrieren, indem rechtliche Regeln harmonisiert und damit Hürden für grenzüberschreitende Wertpapieranlagen abgebaut werden. Der vorliegende Bericht untersucht, wie sich die bisherige Vereinheitlichung von Finanzmarktregeln in Europa auf die externen Wertpapierpositionen verschiedener Investorengruppen ausgewirkt hat. Es zeigt sich, dass eine rechtliche Harmonisierung das Volumen grenzüberschreitender Wertpapieranlagen erhöhen kann. Da die integrationsfördernden Effekte aber nur in einzelnen Sektoren und Wertpapierklassen auftreten und die Vereinheitlichung von Finanzmarktregeln in der EU schon recht weit fortgeschritten ist, wird eine weitere rechtliche Harmonisierung allein nicht ausreichen, um die Kapitalmarktstrukturen krisenfester zu machen. Politische Anstrengungen sollten sich darauf konzentrieren, Investitionsbarrieren in bestimmten Bereichen, wie zum Beispiel Unsicherheiten über Insolvenzprozesse, abzubauen und die Bankenunion zu vollenden, um auch im Bankensektor Anreize für grenzüberschreitende Eigenkapitalinvestitionen zu setzen.

Die globale Finanzkrise in den Jahren 2008 und 2009 und die anschließende europäische Schuldenkrise haben eine kritische Schwachstelle des europäischen Finanzsystems offenbart. Es zeigte sich, dass die Möglichkeiten, Einkommens- und Konsumschwankungen in einzelnen Ländern über internationale Kredit- und Kapitalmärkte zu glätten, in Europa nicht hinreichend genutzt werden: Messen lässt sich dies an der Risikoteilung, also an dem Ausmaß, in dem lokale Schocks beispielsweise über Transferleistungen, über Kapitaleinkünfte oder Darlehen aus dem Ausland zumindest teilweise ausgeglichen werden können. Die marktbasierende internationale Risikoteilung war während der Finanz- und Schuldenkrise in Europa sogar rückläufig,¹ so dass grenzüberschreitende Finanzmarktverbindungen zwischen den Ländern zu Ansteckungseffekten führten, anstatt lokale Schwankungen auszugleichen. Letztere können geglättet werden, wenn Einkommensquellen über die Länder hinweg gestreut sind. Im Falle einer schwachen wirtschaftlichen Entwicklung im Inland können Einkommensverluste zum Beispiel durch Kapitaleinkünfte aus anderen Ländern in Form von Dividenden, Zinserträgen oder Kursgewinnen abgedeckt werden.

Ein Grund für die schwach ausgeprägte Risikoteilung in der EU ist die Struktur der Finanzmärkte. Durch die vergleichsweise geringe grenzüberschreitende Integration der Kapitalmärkte und die Konzentration auf Fremdkapital (Anleihen und Kredite) werden in Europa die Möglichkeiten der marktbasierenden Risikoteilung nicht ausgeschöpft.² Empirische Studien weisen darauf hin, dass Risikoteilung besonders gut über Eigenkapital funktioniert,³ da Risiken bei dieser Finanzierungsform direkt zwischen Kapitalgeber und Unternehmen über Gewinne und Verluste geteilt werden. Bei

¹ Mathias Hoffmann et al. (2018): Are Banking and Capital Market Union Complements? Diskussionspapier, Universität Zürich (online verfügbar, abgerufen am 16.11.2018). Dies gilt auch für alle anderen Online-Quellen dieses Berichts, sofern nicht anders vermerkt).

² Europäische Zentralbank (2017, 2018): Financial Integration Report, Frankfurt am Main.

³ Mathias Hoffmann und Iryna Shcherbakova-Stewen (2011): Consumption Risk Sharing over the Business Cycle: The Role of Small Firms' Access to Credit Markets. *Review of Economics and Statistics* 9, 1403–1416; Bent E. Sørensen et al. (2007): Home bias and international risk sharing: Twin puzzles separated at birth. *Journal of International Money and Finance* 26(4), 587–605; Ayhan M. Kose, Eswar S. Prasad und Marco E. Terrones (2009): Does financial globalization promote risk sharing? *Journal of Development Economics* 89 (2), 258 – 270.

Anleihen und Krediten müssen die Zinsen dagegen unabhängig von der wirtschaftlichen Lage des Unternehmens gezahlt werden, und die GläubigerInnen sind nur im Falle der Insolvenz des Unternehmens an den Verlusten beteiligt.⁴

Fremdkapital spielt in Europa im Vergleich zu anderen Industrienationen für die Finanzierung der Unternehmen eine wesentlich größere Rolle als Eigenkapital. Auch wenn die Bilanzsumme der Banken seit der Finanzkrise in Europa geschrumpft ist und die Kapitalmärkte etwas zugelegt haben, bleibt der Bankensektor in Europa verglichen mit anderen entwickelten Volkswirtschaften groß (Abbildung 1).⁵ Damit fand auch ein Großteil der Finanzmarktintegration in Europa in den vergangenen Jahrzehnten in Form von grenzüberschreitenden Krediten statt, insbesondere über Kredite von Banken an Banken.⁶ Die Integration der Kapitalmärkte, also zum Beispiel grenzüberschreitende Investitionen in Anleihen und Aktien, ist hingegen weniger ausgeprägt.⁷

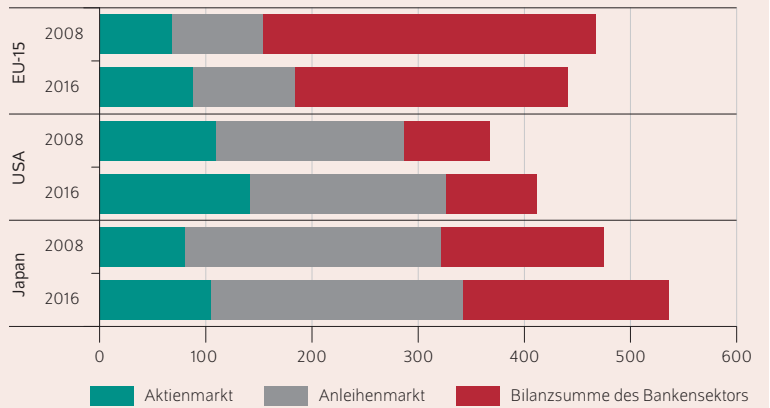
Und auch bei den Wertpapieranlagen europäischer Investorengruppen im Ausland zeigt sich eine Konzentration auf Fremdkapital. Der Anteil von Anleihen an den externen Wertpapieranlagen schwankte im Zeitraum von 2001 bis 2015 zwischen 60 und 70 Prozent (Abbildung 2), wobei vor allem die Banken mit einem Anleiheanteil von über 80 Prozent größtenteils in Fremdkapital ausländischer Unternehmen investieren. Das externe Wertpapierportfolio des nicht-finanziellen Sektors, der hier private Haushalte und nicht-finanzielle Unternehmen umfasst, ist dagegen nahezu ausgewogen mit Blick auf Eigen- und Fremdkapital.

Harmonisierung von Finanzmarktregeln in der EU deutlich gestiegen

Ein wichtiges Ziel der europäischen Kapitalmarktunion ist es, rechtliche und institutionelle Hindernisse innerhalb der EU abzubauen, um Integration und Vertiefung der europäischen Kapitalmärkte zu fördern und damit die Risikoteilung im europäischen Finanzsystem zu stärken.⁸ Der vorliegende Bericht⁹ zeigt, wie sich die rechtliche Harmonisierung im Finanzmarktbereich in den EU-Ländern entwickelt hat, und untersucht den Zusammenhang zwischen Harmonisierung und Integration der europäischen Aktien- und Anleihemärkte.¹⁰

4 Deutsche Bundesbank (2015): Finanzstabilitätsbericht. Frankfurt am Main.
 5 Sam Langfield und Marco Pagano (2016): Bank bias in Europe: Effects on systemic risk and growth. Economic Policy 31(85), 51-106.
 6 Eine direkte grenzübergreifende Kreditvergabe von ausländischen Banken an nicht-finanzielle Unternehmen und Haushalte geschieht dagegen nach wie vor in wesentlich geringerem Umfang.
 7 Vgl. Europäische Zentralbank (2017, 2018), a. a. O.
 8 Europäische Kommission (2015): Initial reflections on the obstacles to the development of deep and integrated EU capital markets, Commission Staff Working Document, Accompanying the document "Green Paper, Building a Capital Markets Union", February 18.
 9 Wir danken Metin Almisoglu für seine Unterstützung bei den Recherchen zu diesem Wochenbericht.
 10 Der Bericht basiert auf dem folgenden Papier: Franziska Bremus und Tatsiana Kliatskova (2018): Legal Harmonization, Institutional Quality, and Countries' External Positions: A Sectoral Analysis, DIW Diskussionspapier Nr. 1768 (online verfügbar).

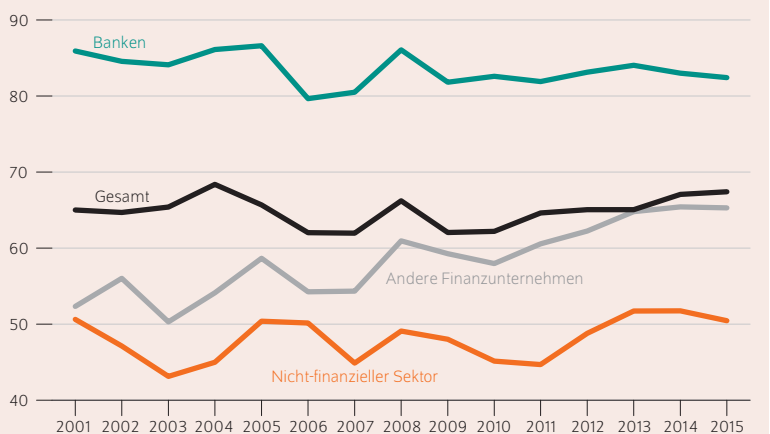
Abbildung 1
Die Entwicklung des Finanzsektors im internationalen Vergleich
 Größe in Prozent des Bruttoinlandsprodukts



Quelle: International Financial Statistics, Global Financial Development Database, Debt securities statistics, Europäische Zentralbank, Bank of Japan, U.S. Federal Reserve, Securities Industry and Financial Markets Association, eigene Berechnungen.
 © DIW Berlin 2018

In Europa dominieren die Banken den Finanzsektor.

Abbildung 2
Anteil von Anleihen an den externen Wertpapieranlagen der EU-Länder
 In Prozent, nach Sektoren



Quelle: Coordinated Portfolio Investment Survey, eigene Berechnungen.
 © DIW Berlin 2018

Der Anleiheanteil an den Wertpapieranlagen im Ausland ist in den EU-Ländern in den letzten Jahren im Durchschnitt gestiegen.

Kasten 1

Konstruktion des Harmonisierungsindex

Um den Grad der rechtlichen Harmonisierung zu messen, wird die Umsetzung von EU-Finanzmarktrichtlinien in nationales Recht betrachtet. In einem ersten Schritt wird dafür eine binäre Variable für jede betrachtete EU-Richtlinie k und jedes Land erstellt, die den Wert 1 ab dem Jahr t annimmt, in dem die Richtlinie in nationales Recht umgesetzt wurde, ansonsten den Wert null. In einem zweiten Schritt werden die Umsetzungsergebnisse für alle Länderpaare von Kapitalgebern (Land i) und Kapitalnehmern (Land j) verglichen: Es wird die bilaterale Variable LEX_{kijt} erzeugt, die den Wert 1 annimmt für Jahre, in denen die Richtlinie k in beiden Ländern gleichzeitig umgesetzt ist. In einem dritten Schritt wird dann für jedes Länderpaar und Jahr die Summe über alle der 55 betrachteten Richtlinien gebildet. Der Harmonisierungsindex wird schließlich als

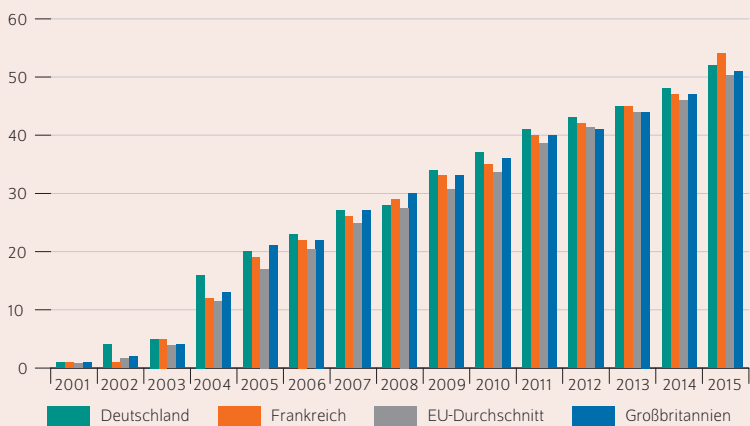
$$Harmon_{ijt} = \log(1 + \sum_{k=1}^{55} LEX_{kijt}) \text{ berechnet.}$$

die auf die Vereinheitlichung von Regelungen der EU-Mitgliedstaaten im Wertpapierhandel, Bank- und Versicherungswesen abzielen. So wurden zum Beispiel Richtlinien zum Fernabsatz von Finanzdienstleistungen, zur Besteuerung von Zinserträgen oder zu grenzüberschreitenden Fusionen erlassen. Nach Abschluss des Aktionsplans brachte die EU weitere Richtlinien zur Harmonisierung der europäischen Finanzdienstleistungsmärkte auf den Weg. Außerdem wurden viele der Maßnahmen durch neue Regelungen abgeändert oder ergänzt.

Die Richtlinien des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen setzten die einzelnen Mitgliedstaaten zu verschiedenen Zeitpunkten in nationales Recht um. Die Implementierung in nationales Recht kann einige Jahre dauern und sich aufgrund von institutionellen und regulatorischen Gegebenheiten verzögern. Mit der Einführung der Bankenunion 2014 zeigte sich, dass Länder, in denen die Regulierungsbehörden schon zuvor stark bei der Restrukturierung und Abwicklung von Finanzinstituten waren, die Restrukturierungsrichtlinie der Bankenunion im Durchschnitt schneller einführten als Länder mit schwächeren Restrukturierungsmechanismen.¹²

Abbildung 3

Anzahl der national implementierten EU-Richtlinien im Finanzmarktbereich
In ausgewählten EU-Ländern



Quelle: EUR-Lex, eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2018

Die EU-Richtlinien werden in den EU-Ländern unterschiedlich schnell in nationales Recht umgesetzt.

Seit der Einführung des Euro hat es deutliche Fortschritte bei der Harmonisierung der Finanzdienstleistungsmärkte in der EU gegeben. Mit dem Ziel, den europäischen Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen zu verbessern, erließ die Europäische Kommission 1999 den Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (*Financial Services Action Plan*, FSAP).¹¹ Dieser Aktionsplan umfasst eine Reihe von Maßnahmen,

Um die rechtliche Harmonisierung der Märkte für Finanzdienstleistungen zwischen zwei Ländern abzuschätzen, wird die Anzahl derjenigen EU-Finanzmarktrichtlinien herangezogen, die in einem bestimmten Jahr in beiden Ländern in nationales Recht umgesetzt waren.¹³ Je mehr dieser Richtlinien in beiden Ländern gleichzeitig angewendet werden, desto einheitlicher ist ihr rechtlicher Rahmen. In der hier zugrundeliegenden Studie werden 27 Richtlinien des FSAP und 28 Finanzmarktrichtlinien aus der Zeit nach Abschluss dieses Aktionsplans in Betracht gezogen (Kasten 1).

Für die EU insgesamt zeigt sich, dass die rechtliche Harmonisierung der Finanzdienstleistungsmärkte Mitte der 2000er Jahre deutlich anstieg: Zum Ende der ersten Phase des FSAP im Jahr 2003 hatten die Mitgliedsländer des Euroraums durchschnittlich vier Richtlinien in nationales Recht umgesetzt (Abbildung 3). Im Jahr 2005, als der Aktionsplan eigentlich vollständig umgesetzt sein sollte, hatten die EU-Länder im Durchschnitt 17 der hier betrachteten 27 Direktiven implementiert. Im weiteren Verlauf stieg die Zahl der national umgesetzten EU-Richtlinien im Finanzmarktbereich kontinuierlich an.

Betrachtet man die Entwicklung der rechtlichen Harmonisierung für einzelne Länder, so zeigt sich, dass die Richtlinien unterschiedlich schnell umgesetzt werden. Frankreich lag zum Ende des Beobachtungszeitraums mit 54 der 55 hier betrachteten Richtlinien an der Spitze, im Jahr 2015 waren in Deutschland 52 Richtlinien umgesetzt.

¹¹ Vgl. hierzu die Website der Europäischen Union zu geplanten und verabschiedeten Gesetzen und Richtlinien EUR-Lex.

¹² Michael Koetter, Thomas Krause und Lena Tonzer (2017): Delay Determinants of European Banking Union Implementation, IWH-Diskussionspapiere, Nr. 24 (online verfügbar).

¹³ Dieses Maß folgt der Studie von Sebnem Kalemli-Ozcan, Elias Papaioannou und José-Luis Peydro (2010): What lies beneath the Euro's effect on financial integration? Currency risk, legal harmonization, or trade? *Journal of International Economics* 81(1), 75-88 und wird hier um zusätzliche Länder und Jahre erweitert.

Empirische Untersuchung: Wie wirkt sich rechtliche Harmonisierung auf die Kapitalmarktintegration aus?

Auch wenn die Vereinheitlichung der rechtlichen Regeln für Finanzdienstleistungen in der EU in den vergangenen Jahren vorangeschritten ist, sind die Kapitalmärkte immer noch national fragmentiert. Insbesondere bei den grenzübergreifenden Aktienanlagen gibt es noch viel Potential für eine bessere länderübergreifende Risikoteilung.¹⁴

Im Folgenden wird deshalb analysiert, welche Rolle die rechtliche Harmonisierung durch EU-Finanzmarkttrichtlinien für die Integration der Aktien- und Anleihemärkte spielt. Dafür werden Daten des Internationalen Währungsfonds (IWF) zu den bilateralen Wertpapieranlagen (Aktien, Schuldverschreibungen),¹⁵ also Forderungen von Investorengruppen eines Landes A gegenüber Wertpapieremittenten aus Land B, mit Hilfe von ökonomischen Schätzmethoden ausgewertet. Konzeptionell beruhen die Schätzungen auf einer sogenannten Gravitationsgleichung, die die bilateralen Wertpapierbestände mit dem Index der rechtlichen Harmonisierung erklärt sowie mit den in der Literatur gängigen Kontrollvariablen (Kasten 2).¹⁶ So werden zum Beispiel die geografische Entfernung und der Warenhandel zwischen dem Kapitalgeber- und dem Kapitalnehmerland sowie Sprachunterschiede und die gemeinsame Mitgliedschaft zweier Länder im Euroraum berücksichtigt. Der geschätzte Effekt der rechtlichen Harmonisierung auf die externen Aktien- und Anleiheinvestitionen geht also über eine gemeinsame Mitgliedschaft im Euroraum und über realwirtschaftliche Verflechtungen hinaus.

Der verwendete Datensatz umfasst 33 Industrieländer über den Zeitraum von 2001 bis 2015. Da sich die regulatorische Harmonisierung unterschiedlich auf die Finanzentscheidungen von Investorengruppen auswirken kann, werden neben den gesamten externen Wertpapieranlagen außerdem die Positionen aufgeschlüsselt nach Sektoren genutzt, nämlich für Banken, für andere Finanzunternehmen (Versicherungen, Pensions- und Geldmarktfonds) und für den nicht-finanziellen Sektor (nicht-finanzielle Unternehmen und private Haushalte).

Ein Blick auf die Zusammensetzung der grenzübergreifenden Wertpapierpositionen zeigt, dass der Sektor der anderen Finanzunternehmen seit der Jahrtausendwende sowohl für die externen Anleihepositionen (Abbildung 4) als auch für die externen Aktienpositionen (Abbildung 5) an Bedeutung gewonnen hat. Im Jahr 2015 entfielen gut 60 Prozent der Anleihepositionen im Ausland auf Versicherungen, Pensions- und Geldmarktfonds, bei den Aktienpositionen sogar

Kasten 2

Empirisches Modell

Um die Effekte der rechtlichen Harmonisierung auf die externen Wertpapieranlagen abzuschätzen, werden die bilateralen Wertpapierpositionen durch den Index der rechtlichen Harmonisierung zwischen den Ländern erklärt. Außerdem werden als Kontrollvariablen Informationsbarrieren wie Sprachunterschiede und die geografische Entfernung zwischen den Ländern berücksichtigt, sowie länderspezifische Faktoren:

$$\log(A_{i,j,t}) = \alpha_{it} + \theta_{jt} + \gamma \text{Harmon}_{ijt} + \beta X_{ijt} + \epsilon_{i,j,t} \quad (1)$$

Dabei steht $A_{i,j,t}$ für die Forderungen (Aktien oder Anleihen) der Investoren des Sektors s (Banken, andere Finanzunternehmen, nicht-finanzieller Privatsektor) in Land i gegenüber Emittenten aus Land j im Jahr t . Harmon_{ijt} ist der oben beschriebene Harmonisierungsindex (siehe Kasten 1), der den Grad der rechtlichen Harmonisierung der Märkte für Finanzdienstleistungen misst, und $\epsilon_{i,j,t}$ ist der Fehlerterm der Schätzgleichung. Die Parameter α_{it} und θ_{jt} berücksichtigen alle Ländercharakteristika, die sich über die Zeit verändern. Das sind zum Beispiel makroökonomische Variablen in Kapitalgeber- und -nehmerland, die die Wertpapierpositionen beeinflussen können, wie Größe oder Offenheitsgrad einer Volkswirtschaft. X_{ijt} umfasst weitere Kontrollvariablen, die Informationsbarrieren wie die geografische Entfernung messen. Der Vektor β gibt die geschätzten Effekte dieser Kontrollvariablen an. Je weiter entfernt zwei Länder zum Beispiel voneinander sind, desto unwahrscheinlicher ist es für InvestorInnen, Informationen über Risiken und Chancen einer Wertpapieranlage zu gewinnen und desto unattraktiver ist es, in ausländische Wertpapiere zu investieren. Der geschätzte Effekt der rechtlichen Harmonisierung, γ , gibt den Zusammenhang zwischen Harmonisierung und Kapitalmarktintegration an, der über diese anderen Bestimmungsfaktoren hinausgeht.

70 Prozent. Dagegen hat der Anteil der Banken an den externen Wertpapieranlagen abgenommen; insbesondere für die externen Investitionen in Eigenkapital spielt der Bankensektor nur eine untergeordnete Rolle (weniger als zehn Prozent), während der nicht-finanzielle Privatsektor rund ein Fünftel dieser Forderungen gegenüber dem Ausland hält.

Im Folgenden wird analysiert, wie sich die rechtliche Harmonisierung auf die externen Wertpapierpositionen insgesamt und auf die Forderungen der genannten Sektoren auswirkt. Aktien- und Anleihemärkte werden dabei getrennt voneinander betrachtet.

Je einheitlicher der rechtliche Rahmen, desto mehr investieren Finanzinstitute in Wertpapiere im Ausland

Die empirischen Befunde zeigen, dass die Kapitalmärkte zwischen Ländern, die einheitlichere rechtliche Regeln im Finanzdienstleistungsbereich umgesetzt haben, stärker

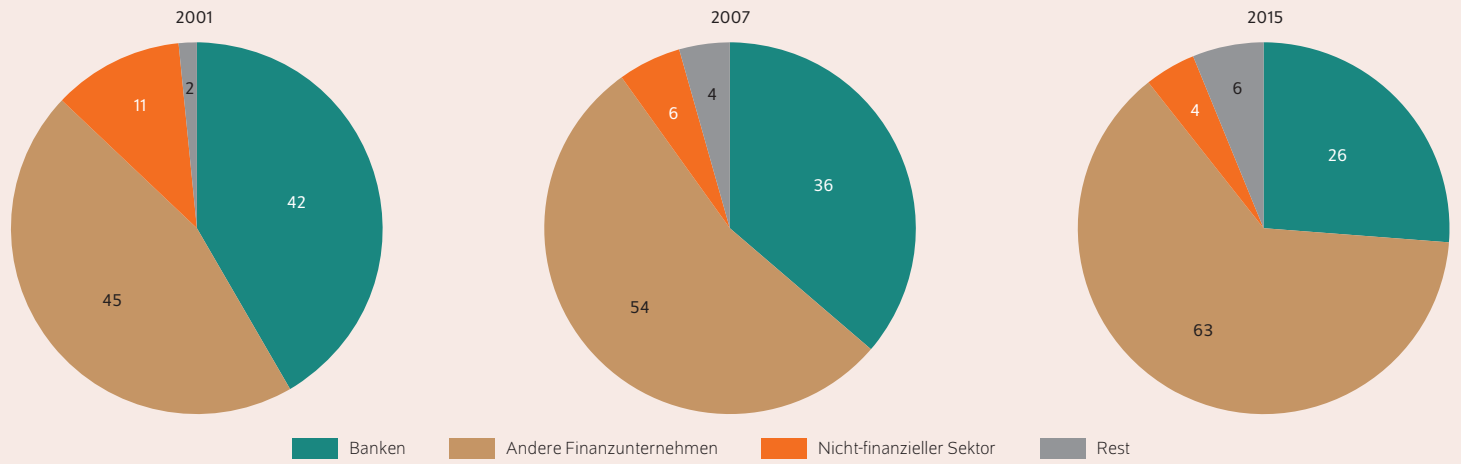
¹⁴ André Sapir, Nicolas Véron und Guntram B. Wolff (2018): Making a reality of Europe's Capital Markets Union, Bruegel Policy Contribution No. 7, April.

¹⁵ Coordinated Portfolio Investment Survey, IWF.

¹⁶ Für einen Überblick über die Gravitätsliteratur im Finance-Bereich und gängige Kontrollvariablen, siehe Vanda Roque und Maria Cêu Cortez (2014): The determinants of international equity investment: Do they differ between institutional and noninstitutional investors? Journal of Banking and Finance 49, 469-482.

Abbildung 4

Anteil verschiedener Sektoren an den externen Wertpapieranlagen der EU-Länder*, Fremdkapital**
In Prozent



*Wertpapieranlagen (Portfolioinvestitionen) umfassen hier den Bestand der Forderungen gegenüber dem Ausland gemäß dem Handbuch zur Zahlungsbilanzstatistik (BPM6).
** Schuldverschreibungen

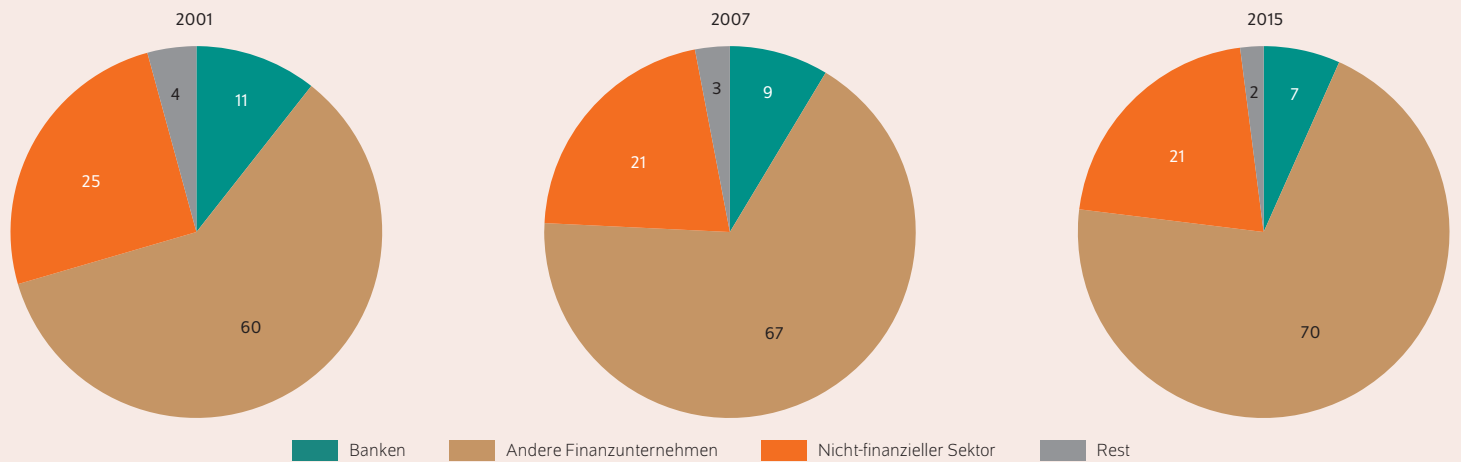
Quelle: Coordinated Portfolio Investment Survey, eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2018

Der Anteil der externen Anleihepositionen, der von Banken gehalten wird, hat abgenommen. Die anderen Finanzunternehmen haben an Bedeutung gewonnen.

Abbildung 5

Anteil verschiedener Sektoren an den externen Wertpapieranlagen der EU-Länder* in Eigenkapital**
In Prozent



*Wertpapieranlagen (Portfolioinvestitionen) umfassen hier den Bestand der Forderungen gegenüber dem Ausland gemäß dem Handbuch zur Zahlungsbilanzstatistik (BPM6).
** Die Position „Portfolioinvestitionen - Eigenkapital“ enthält Aktien und Fondsanteile.

Quelle: Coordinated Portfolio Investment Survey, eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2018

Der Bankensektor spielt bei den externen Eigenkapitalinvestitionen eine immer geringere Rolle, die Bedeutung der sonstigen Finanzunternehmen hat dagegen zugenommen.

integriert sind als zwischen Ländern mit einem geringeren Harmonisierungsniveau (Abbildung 6). Je höher der Wert des Harmonisierungsindex zweier Länder ist, desto größer sind die grenzübergreifenden Wertpapieranlagen. Aber auch wenn der Zusammenhang zwischen rechtlicher Harmonisierung und der Integration der Aktien- und Anleihemärkte in allen Sektoren positiv ausfällt, variiert er je nach Sektor und Wertpapierklasse deutlich. Statistisch signifikant ist er nur für die externen Aktienanlagen der Finanzunternehmen ohne Banken. Die Schätzergebnisse legen also nahe, dass die rechtliche Harmonisierung – über die Investitionstätigkeit der Finanzunternehmen ohne Banken – vor allem zur Integration des europäischen Aktienmarktes beiträgt. Dieses Ergebnis ist vor dem Hintergrund der Risikoteilung und der zunehmenden Bedeutung der Finanzunternehmen außerhalb des Bankensektors interessant. Es sollte aber nicht unbeachtet bleiben, dass diese Finanzunternehmen weniger strikt reguliert werden als Banken. Für die länderübergreifende Integration des Anleihemarktes scheint die rechtliche Harmonisierung aber, zumindest im statistischen Sinne, in der hier untersuchten Stichprobe keine wesentliche Rolle zu spielen.

Betrachtet man den Zusammenhang zwischen den externen Aktienanlagen der anderen Finanzunternehmen und der rechtlichen Harmonisierung separat für die Bereiche Bankwesen, Wertpapierhandel und Versicherungswesen, so weisen die Ergebnisse darauf hin, dass die Harmonisierung in allen drei Bereichen einen statistisch signifikanten Einfluss auf die länderübergreifenden Positionen hat. Einheitlichere rechtliche Regeln im Versicherungsbereich scheinen dabei besonders integrationsfördernd zu sein.¹⁷

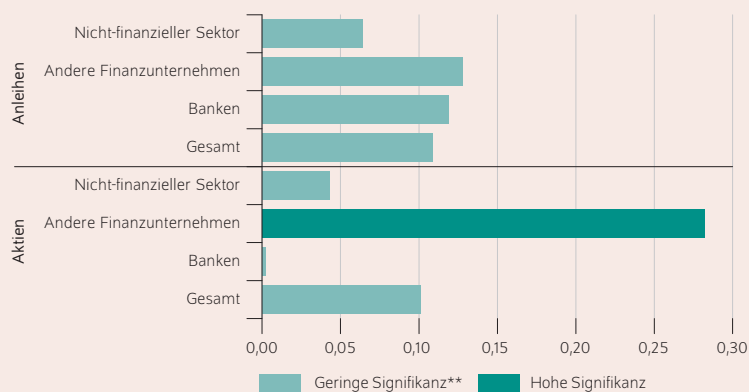
Dadurch, dass die rechtliche Harmonisierung der Finanzdienstleistungsmärkte in der EU schon recht weit vorangeschritten ist und sich die Harmonisierung nicht einheitlich auf die Kapitalmarktintegration über die Sektoren und Wertpapierklassen hinweg auswirkt, stellt sich die Frage, welche anderen institutionellen Hürden in verwandten Bereichen bestehen, die die Integration der europäischen Kapitalmärkte erschweren.

Unterschiede in institutioneller Qualität bremsen Kapitalmarktintegration

In einem Hintergrunddokument für den Aktionsplan zur Schaffung einer europäischen Kapitalmarktunion diskutiert die Europäische Kommission institutionelle Unterschiede, die Barrieren für einen vollständigen Finanzbinnenmarkt darstellen.¹⁸ Unter anderem werden hier Differenzen im Insolvenz- und Vertragsrecht genannt. Außerdem wird mangelnde Transparenz, zum Beispiel über die finanzielle Situation von Unternehmen, als ein Hindernis für grenzübergreifende Finanzierung diskutiert.

Abbildung 6

Zusammenhang zwischen rechtlicher Harmonisierung und externen Wertpapieranlagen Regressionsanalyse*, nach Sektoren



Anmerkung: *Regressionskoeffizienten basierend auf Bremus und Kliatskova (2018), a.a.O., Tabelle 3. ** nicht statistisch signifikant zum Zehn-Prozent-Niveau

Quelle: Eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2018

Vor allem die Finanzunternehmen ohne Banken wie Fonds und Versicherungen weiten ihre externen Aktienpositionen bei steigender Harmonisierung aus.

Dementsprechend werden in einer weiteren Schätzung Länderdaten der Weltbank zur Qualität von Institutionen genutzt, um bilaterale Unterschiede in der institutionellen Qualität zu messen und deren Zusammenhang mit der Integration von Aktien- und Anleihemärkten zu testen.¹⁹ Unter anderem werden die Unterschiede in den Rückzahlungsraten bei Insolvenzen, in der Dauer der Vertragsdurchsetzung oder in der Abdeckung durch Kreditregister herangezogen. Dazu werden Differenzen in den institutionellen Variablen zwischen dem Land des Wertpapierhalters und dem Land des Emittenten berechnet.²⁰

Je stärker die Rückzahlungsraten im Insolvenzfall oder die Abdeckung durch Kreditregister im Kapitalnehmerland nach unten abweichen, desto unattraktiver wird aus der Sicht des Kapitalgeberlandes eine externe Wertpapieranlage. Andersherum ist die Hürde, in ausländische Wertpapiere zu investieren, geringer, je ähnlicher die institutionellen Gegebenheiten sind oder je negativer die bilaterale Differenz ausfällt, das heißt je besser also die institutionelle Qualität im Kapitalnehmerland ist. Bei der Dauer der Vertragsdurchsetzung, einem Maß für Qualität und Effizienz des Rechtssystems, spiegelt dagegen ein großes Gefälle zwischen Kapitalgeber- und Kapitalnehmerland effizientere Vertragsbedingungen im Nehmerland wider.

¹⁷ Vgl. Tabelle 5, Bremus und Kliatskova (2018), a. a. O.

¹⁸ Europäische Kommission (2015), a. a. O.

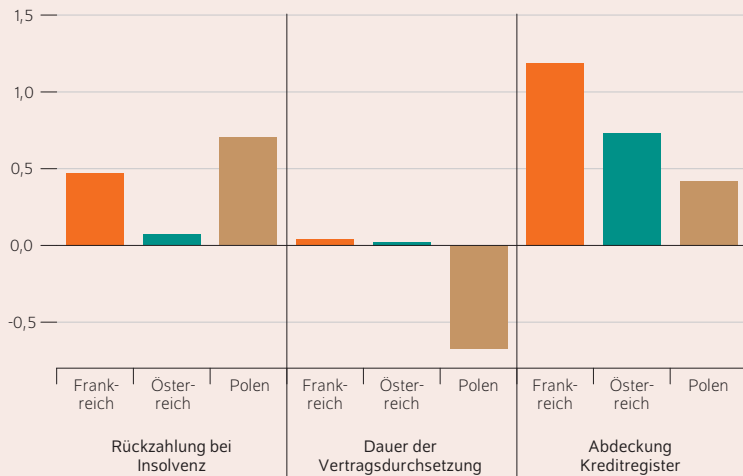
¹⁹ Doing Business Indicators, Weltbank (online verfügbar).

²⁰ Dafür wird die institutionelle Qualität im Kapitalgeberland in Relation zur institutionellen Qualität des Kapitalnehmerlands gesetzt und logarithmiert.

Abbildung 7

Unterschiede in der institutionellen Qualität Deutschlands gegenüber einzelnen Nachbarländern

Logarithmiertes Verhältnis zwischen institutioneller Qualität in Deutschland und in einzelnen Nachbarländern, Durchschnitte 2005 bis 2015



Quelle: Weltbank Doing Business Indicators, eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2018

Während eine Vertragsdurchsetzung in Deutschland etwas länger dauert als in Österreich und Frankreich, fällt sie in Deutschland deutlich kürzer aus als in Polen.

Die Daten zeigen, dass in den genannten institutionellen Bereichen innerhalb der EU teils erhebliche Unterschiede zwischen den Ländern bestehen. Für Deutschland variieren die Unterschiede in den institutionellen Variablen über die Länderpaare hinweg recht deutlich, je nachdem mit welchem Nachbarland – Frankreich, Österreich oder Polen – das Paar gebildet wird (Abbildung 7): Während eine Vertragsdurchsetzung in Deutschland im Durchschnitt der Jahre 2005 bis 2015 geringfügig länger dauerte als in Frankreich und Österreich (positive Differenz), war sie im Vergleich zu Polen wesentlich kürzer (negative Differenz).

Der ökonomische Befund weist darauf hin, dass Qualitätsunterschiede in den genannten institutionellen Bereichen vor allem die Integration der Anleihemärkte erschweren (Abbildung 8). Je besser die institutionelle Qualität im Kapitalgeberland ist verglichen mit dem Land des Emittenten, zum Beispiel gemessen an höheren Rückzahlungsraten im Insolvenzfall, desto weniger wird extern investiert (und umgekehrt). Je schneller die Vertragsdurchsetzung im Emittentenland relativ zum Land der InvestorInnen gelingt, desto höher sind die grenzüberschreitenden Anleihepositionen der InvestorInnen im anderen Land. Ein Gefälle in der Qualität von Vertragsabwicklung und Insolvenzprozessen stellt folglich eine Hürde für grenzüberschreitende Anleiheinvestitionen dar, also für Banken und andere Finanzunternehmen in Ländern mit hoher institutioneller Qualität. Dagegen scheinen Unterschiede in den betrachteten institutionellen Variablen keine wesentliche Rolle für die Integration der Aktienmärkte zu spielen – hier sind die Schätzergebnisse für alle Sektoren nicht signifikant von null verschieden.

Fazit: Rechtliche Harmonisierung reicht nicht aus

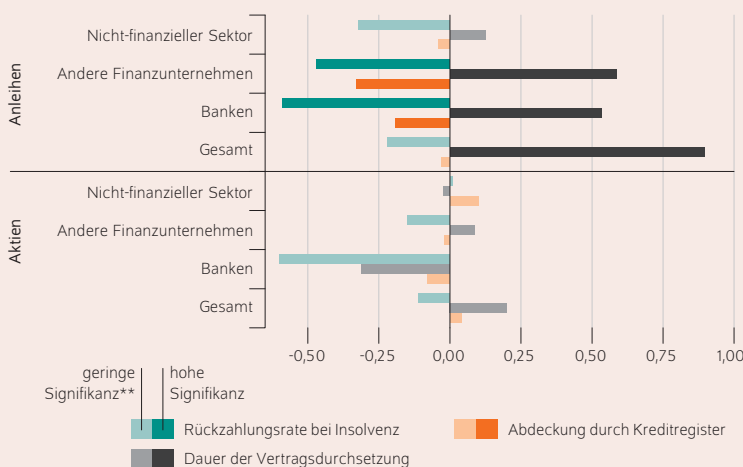
Da die geschätzten Effekte der rechtlichen Harmonisierung nicht in der Breite, sondern nur in einzelnen Sektoren auftreten und die rechtliche Harmonisierung im europäischen Finanzmarktbereich schon vorangeschritten ist, wird eine weitere Harmonisierung im engeren Sinne nicht ausreichen, um die Kapitalmarktintegration wesentlich voranzutreiben und die Kapitalmarktstrukturen in der EU damit widerstandsfähiger zu machen.

Die vorangegangene Analyse bestätigt, dass Unterschiede in der Effizienz des Insolvenz- und Vertragsrechts wichtige Hürden für die Integration der Kapitalmärkte darstellen. Da die institutionellen Rahmenbedingungen historisch gewachsen sind und sich nur langsam verändern, ist eine Vereinheitlichung in diesen breiteren Bereichen ein langfristiges Projekt. Schnelle Erfolge sind hier nicht zu erwarten. Allerdings könnte schon der Abbau von Unsicherheiten und Intransparenz über die unterschiedliche Anwendung von Insolvenzregelungen bei grenzübergreifenden Investitionen die Kapitalmarktintegration in der EU vorantreiben; durch die zentrale Verfügbarkeit von einheitlichen und vergleichbaren Informationen, zum Beispiel zur Rangfolge der Forderungen von Gläubigern im Falle einer Insolvenz,

Abbildung 8

Zusammenhang zwischen institutionellen Unterschieden und externen Wertpapieranlagen

Regressionsanalyse, nach Sektoren*



* Regressionskoeffizienten basierend auf Bremus und Kliatskova (2018) a.a.O., Tabelle 5. ** nicht statistisch signifikant zum Zehn-Prozent-Niveau

Quelle: Eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2018

Institutionelle Unterschiede, zum Beispiel im Insolvenzrecht, bremsen die Investitionen in ausländische Anleihen.

könnten Investoren die Risiken von Wertpapieranlagen im Ausland besser abschätzen.²¹

Auch wenn die europäischen Kapitalmärkte mittel- bis langfristig durch den Abbau von Integrationshemmnissen an Bedeutung gewinnen, werden Banken auch künftig eine wichtige Rolle für die Finanzierung der europäischen Unternehmen spielen. Um die Struktur der europäischen Kapitalmärkte mit Blick auf die Konzentration auf Banken und Fremdkapital krisenfester zu machen und die internationale

Risikoteilung zu verbessern, ist neben den längerfristigen Maßnahmen der Kapitalmarktunion auch die Vollendung der Bankenunion essentiell. Ein einheitlicher Rahmen für Bankdienstleistungen macht grenzübergreifende Eigenkapitalinvestitionen sowie Fusionen und Übernahmen im Bankensektor attraktiver, so dass pan-europäische Banken mit einer international diversifizierten Eigentümerstruktur entstehen können. Eine höhere Bedeutung von grenzüberschreitenden Eigenkapitalinvestitionen, sowohl im nicht-finanziellen als auch im Bankensektor, würde die Risikoteilung über die Kapitalmärkte in der EU fördern, so dass lokale Schocks zu einem größeren Teil ausgeglichen werden könnten.

21 Europäische Zentralbank (2017, 2018), a. a. O.

IMPRESSUM



DIW Berlin — Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung e.V.

Mohrenstraße 58, 10117 Berlin

www.diw.de

Telefon: +49 30 897 89-0 Fax: -200

85. Jahrgang 19. Dezember 2018

Herausgeberinnen und Herausgeber

Prof. Dr. Tomaso Duso; Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.; Prof. Dr. Peter Haan;

Prof. Dr. Claudia Kemfert; Prof. Dr. Alexander Kriwoluzky; Prof. Dr. Stefan Liebig;

Prof. Dr. Lukas Menkhoff; Dr. Claus Michelsen; Prof. Johanna Möllerström, Ph.D.;

Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.; Prof. Dr. Jürgen Schupp; Prof. Dr. C. Katharina Spieß

Chefredaktion

Dr. Gritje Hartmann; Mathilde Richter; Dr. Wolf-Peter Schill

Lektorat

Prof. Dr. Daniel Schnitzlein; Prof. Dr. Dorothea Schäfer

Redaktion

Renate Bogdanovic; Dr. Franziska Bremus; Rebecca Buhner;

Claudia Cohnen-Beck; Dr. Daniel Kemptner; Sebastian Kollmann;

Matthias Laugwitz; Dr. Alexander Zerrahn

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice, Postfach 74, 77649 Offenburg

leserservice@diw.de

Telefon: +49 1806 14 00 50 25 (20 Cent pro Anruf)

Gestaltung

Roman Wilhelm, DIW Berlin

Umschlagmotiv

© imageBROKER / Steffen Diemer

Satz

Satz-Rechen-Zentrum Hartmann + Heenemann GmbH & Co. KG, Berlin

Druck

USE gGmbH, Berlin

ISSN 0012-1304; ISSN 1860-8787 (online)

Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise – nur mit

Quellenangabe und unter Zusendung eines Belegexemplars an den

Kundenservice des DIW Berlin zulässig (kundenservice@diw.de).

Abonnieren Sie auch unseren DIW- und/oder Wochenbericht-Newsletter unter www.diw.de/newsletter