

Prof. Dr. Horst Gischer

Inhaber des Lehrstuhls für Monetäre
Ökonomie und öffentlich-rechtliche
Finanzwirtschaft
Otto-von-Guericke-Universität Magdeburg

Prof. Dr. Christoph Kaserer

Inhaber des Lehrstuhls für
Finanzmanagement und Kapitalmärkte
Technische Universität München

Horst Gischer, Christoph Kaserer

DIE ZUKÜNFTIGE VERNETZUNG BANKBASIERTER UNTERNEHMENSFINANZIERUNG IN DEUTSCHLAND MIT DEN INTERNATIONALEN KAPITALMÄRKTEN

Gutachten im Auftrag der
Stiftung Kapitalmarktforschung für den Finanzstandort Deutschland
Stiftung Kapitalmarktrecht für den Finanzstandort Deutschland
Stiftung Unternehmensfinanzierung und Kapitalmärkte für den
Finanzstandort Deutschland

31. März 2021

Horst Gischer, Christoph Kaserer

DIE ZUKÜNFTIGE VERNETZUNG BANKBASIERTER UNTERNEHMENSFINANZIERUNG IN DEUTSCHLAND MIT DEN INTERNATIONALEN KAPITALMÄRKTEN[#]

Gutachten im Auftrag der

Stiftung Kapitalmarktforschung für den Finanzstandort Deutschland

Stiftung Kapitalmarktrecht für den Finanzstandort Deutschland

**Stiftung Unternehmensfinanzierung und Kapitalmärkte für den Finanzstandort
Deutschland**

31. März 2021

[#] Die Autoren bedanken sich bei den Mitgliedern der von den auftraggebenden Stiftungen eingesetzten Praxisgruppe, bestehend aus Dr. Hartmut Bechtold, Ralf Brunkow, Dr. habil. Christian Fahrholz, Florian Hummel, Hans-Jörg Mast und Hiltrud Thelen-Pischke, sowie bei Jan-Peter Hülbert, Geschäftsführer der True Sale International GmbH, die mit vielen Hinweisen und kritischen Kommentaren zum Gelingen dieser Arbeit beigetragen haben. Darüber hinaus bedanken wir uns bei Marie Elisabeth Alert, Bruno Kessler, Matthias Kowallik, Christian Ilchmann für technische Unterstützung und wertvolle Hinweise.

Inhalt

1	Kurzzusammenfassung	5
Teil I: Finanzierungsbedingungen für den Mittelstand (Prof. Dr. Horst Gischer).....		10
2	Grundriss traditioneller Finanzsysteme	11
3	Unternehmensfinanzierung in Deutschland: Die Angebotsseite	20
4	Unternehmensfinanzierung in Deutschland: Die Nachfrageseite.....	36
5	Finanzierungsbedarfe und deren Entwicklung	41
6	Alternativen der Bedarfsdeckung in verschiedenen Umweltzuständen.....	49
7	Schlussfolgerungen	70
Teil II: Regulierungsrahmen, Verbriefungsmärkte und Mittelstandsfinanzierung (Prof. Dr. Christoph Kaserer)		73
8	Ökonomische Überlegungen	74
8.1	Mittelstand und Bankenfinanzierung.....	74
8.2	Die veränderte Rolle der Bankenfinanzierung	78
8.3	Zur Verzahnung mit einer kapitalmarktorientierten Finanzierung	82
9	Reform der europäischen Bankenaufsicht.....	87
9.1	Einleitung	87
9.2	Bankenunion	91
9.3	Umsetzung von Basel III	93
9.4	Green Finance	95
10	Reformmaßnahmen im Bereich der Mittelstandsfinanzierung	98
10.1	Mittelstandsfaktor, Infrastrukturfinanzierung und Nachhaltigkeitsziele	99
10.2	Verschuldungsquote	100
10.3	Strukturelle Liquiditätsquote	101

10.4	Proportionalitätsprinzip	105
10.5	Sonstige Maßnahmen	106
11	Reformmaßnahmen im Bereich der Verbriefungsmärkte	108
11.1	Ausgangslage.....	108
11.2	Struktur von Verbriefungen	110
11.3	Ökonomische Effekte von Verbriefungen	115
11.4	Reformmaßnahmen	117
11.4.1	Ausgangslage	117
11.4.2	Verbriefungsverordnung und STS-Verbriefungen.....	118
11.4.3	Synthetische Verbriefungen.....	120
12	Anpassungen in der Bankenaufsicht in Folge der Covid19-Krise	122
12.1	Notmaßnahmen im Bereich der Unternehmensfinanzierung.....	122
12.2	Bankenaufsicht und Covid19.....	124
13	Auswirkungen auf den Mittelstand	128
13.1	Proportionalität und Mittelstandsfinanzierung	128
13.2	Verbriefungsmärkte und Risikotransfer	130
13.2.1	Die Bedeutung von Risikotransferlösungen.....	130
13.2.2	Geringe KMU-Verbriefungen	132
13.3	Strukturelle Liquiditätsquote und Langfristkredite	133
14	Schlussfolgerungen.....	135
	Literatur	137
	Abkürzungsverzeichnis	145

Diese Seite ist leer

1 Kurzzusammenfassung

Dieses Gutachten beleuchtet die aktuelle Situation der Mittelstandsfinanzierung in Deutschland, wie sie sich insbesondere vor dem Hintergrund der umfassenden Finanzmarktreformen der letzten Dekade und im Angesicht des durch die Covid19-Krise ausgelösten wirtschaftlichen Abschwungs darstellt. Es setzt sich aus zwei Teilen zusammen. Für Teil I, den Prof. Dr. Horst Gischer verantwortet, können die wichtigsten Ergebnisse wie folgt zusammengefasst werden:

- I. Finanzierungssysteme sind notwendig, um in dezentral organisierten Marktwirtschaften Überschusseinheiten (Netto-Sparer) und Defiziteinheiten (Netto-Schuldner) zu koordinieren. Grundsätzlich kann dies über institutionelle Märkte („den“ Kapitalmarkt) oder (sog.) Finanzintermediäre erreicht werden. In der Praxis sind die tatsächlich existierenden Finanzsysteme breit diversifiziert, nicht selten dominiert ein Koordinationsweg (Bank-basiert vs. Kapitalmarkt-basiert). Deutschland weist einen stark differenzierten, eng verflochtenen Finanzsektor auf, in dem Monetäre Finanzintermediäre eine prominente Rolle spielen. Finanzierungen abseits der „offiziellen“ Kanäle (z.B. Crowdfunding) sind noch von sehr geringer Bedeutung.
- II. Ein Alleinstellungsmerkmal des deutschen Finanzsektors ist das Drei-Säulen-Modell im Bankenmarkt. Private Finanzintermediäre stehen im dauerhaften Wettbewerb mit öffentlich-rechtlichen (Sparkassen) und genossenschaftlichen (Volksbanken, Raiffeisenbanken) Kreditinstituten. Im Gegensatz zu vergleichbaren europäischen Nachbarländern ist der Konzentrationsgrad im inländischen Bankenmarkt gering. Die immer noch große Zahl unabhängiger, häufig regional operierender Institutionen führt zwar zu einer gewissen Kleinteiligkeit (Fragmentierung), stellt aber auch das Angebot von Finanzdienstleistungen in der Fläche sicher. Bei der Finanzierung von privaten Unternehmen dominieren inzwischen die Sparkassen und Kreditgenossenschaften, während insbesondere die (wenigen) großen privaten Institute Schwerpunkte im Investment Banking setzen. Der institutionelle Kapitalmarkt ist für die sehr große Mehrzahl der inländischen Unternehmen (noch) keine ernsthafte Alternative. Leasing, aber

auch Verbriefungen, könnten allerdings zukünftig – unter sinnvoll angepassten Rahmenbedingungen – an Bedeutung gewinnen.

- III. Der deutsche Mittelstand ist ebenfalls breit differenziert. Die von der Europäischen Union gewählte Definition für kleine und mittelgroße Unternehmen wird den inländischen Verhältnissen nur bedingt gerecht. Ein signifikanter Anteil der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung wird in einem Segment generiert, das als oberer Mittelstand identifiziert werden kann und rd. 13.000 Unternehmen umfasst, die einen Jahresumsatz von mehr als 50 Mio. Euro und weniger als 1 Mrd. Euro realisieren. Auch diese Firmen, häufig von Eigentümerfamilien geführt oder kontrolliert, sind nur sehr bedingt kapitalmarktaffin, mithin auf andere Fremdfinanzierungsquellen angewiesen. Versuche, in Deutschland eine Mittelstandsanleihe zu etablieren, sind bis dato erfolglos geblieben.
- IV. Finanzierungsbedarfe entstehen primär als Folge von Investitionsentscheidungen. Sofern diese nicht aus laufenden Einnahmen (Innenfinanzierung) gedeckt werden können, sind externe Quellen erforderlich. Die volkswirtschaftliche Gesamtrechnung fördert signifikante Strukturänderungen in den vergangenen zwei Dekaden zutage. So ist der Unternehmenssektor seit Mitte der 2000er Jahre Netto-Sparer, der zudem tendenziell deutlich weniger in Netto-Ausrüstungen investiert, sondern zunehmend in Geld- bzw. Auslandsvermögen. Folgerichtig sind die deutschen Netto-Forderungen gegenüber dem Rest der Welt stetig gestiegen, während im Inland erkennbare Infrastrukturdefizite aufgrund mangelnder Netto-Investitionen entstanden sind.
- V. Die detaillierte Analyse des Finanzierungsverhaltens der deutschen Unternehmen unterstreicht die bereits skizzierten Veränderungen nachdrücklich. So ist die Eigenkapitalquote seit etwa zwanzig Jahren stetig gestiegen, der Bruttofinanzierungsbedarf trotz anhaltendem Wirtschaftswachstum weitgehend unverändert und die effektive externe Finanzierungslücke im Durchschnitt eher gering. Sehr deutlich ist auch die Tendenz zur Ausnutzung von Unternehmensverbänden als Finanzierungsquelle, zugenommen hat zudem die Bedeutung von ausnutzbaren Anzahlungsvolumina. Die unmittelbaren Folgen der Covid-19-Pandemie sind schwer abschätzbar, die Auswirkungen sind fraglos branchenabhängig und hängen zudem von den bereits verabschiedeten bzw.

noch kommenden staatlichen Hilfspaketen ab. Hier ist eine erkennbar unzureichende Berücksichtigung der Einnahmefälle (sehr) kleiner Unternehmen sowie einzelner besonders stark getroffener Wirtschaftszweige (z.B. Gastronomie und Hotellerie, Tourismus oder große Teile des stationären Einzelhandels) nicht zu leugnen.

- VI. Das Sars-Cov-2-Virus hat überdies erhebliche Schwachstellen nicht nur in der deutschen Volkswirtschaft offengelegt. Auf die massiven Defizite in der (technischen) Infrastruktur wurde bereits hingewiesen. Nach inzwischen mehr als einem Jahr „Ausnahmestand“ können nachhaltige Neuausrichtungen in zentralen Bereichen einer wettbewerbsfähigen Industrienation Deutschland nicht länger aufgeschoben werden. Eine offensivere Investitionstätigkeit in die Verbesserung der langfristigen Produktions- und Wettbewerbsbedingungen könnte auch einen deutlich erhöhten Fremdfinanzierungsbedarf (nicht nur) im Unternehmenssektor induzieren, zu dessen Deckung Verbriefungen durchaus beitragen können. Bei den gegenwärtig (noch) historisch niedrigen Zinsen sowie den hohen Liquiditätsbeständen im Bankensektor sind die Voraussetzungen für erfolgreiche Transaktionen außerhalb des bisher üblichen Rahmens trotz inzwischen erkennbar positiver Weichenstellungen auf europäischer Ebene allerdings bei Weitem noch nicht optimal.

Für Teil II, für den Prof. Dr. Christoph Kaserer verantwortlich ist, können die wichtigsten Ergebnisse wie folgt zusammengefasst werden:

- I. Die europäische Bankenaufsicht hat sich in der letzten Dekade in umfassender Weise verändert. Dieser Reformprozess war geprägt durch die Erfahrungen aus der globalen Finanzmarktkrise und verfolgte zwei Ziele. Erstens sollte sich die Bankenaufsicht insgesamt, aber insbesondere die Eigenkapitalunterlegung, sehr viel stärker am tatsächlichen Geschäftsrisiko der Banken orientieren. Dies führte dazu, dass die Aufsicht nunmehr über die CRR („Single Rule Book“) in weitreichender und detaillierter Weise in die quantitative Risikoermittlung eingreift. Zweitens sollte es durch eine Vereinheitlichung der Aufsicht auf europäischer Ebene im Rahmen der Bankenunion zu einem besseren Risikoausgleich kommen und damit das System insgesamt stabilisiert werden.

- II. Diese Reformen haben zu einer erheblichen Komplexitätszunahme in der Bankenaufsicht geführt. Hierfür sind nicht nur eine große Zahl von Richtlinien und Verordnungen verantwortlich. Hinzu kommen die Rechtsetzungsakte durch die Aufsichtsbehörden, die sich allein bei EBA und ESMA – je nach zählweise – auf mittlerweile rund 500 summieren. Zusätzlich erweitert wird dieses Spektrum durch die von der Kommission jetzt angestoßene Green-Finance-Initiative.
- III. Die mit diesen Reformen zwangsläufig verbundene Einschränkung der Risikotragfähigkeit des Bankensektors und Komplexitätszunahme wird nicht ohne Auswirkungen auf die Unternehmensfinanzierung bleiben. Diese Auswirkungen sind dort am stärksten, wo Substitutionsmechanismen, also ein Ausweichen auf alternative Formen der Unternehmensfinanzierung, nicht, oder jedenfalls nicht ohne Inkaufnahme zusätzlicher Kosten, vorhanden sind. Dieses Problem wird von den Aufsichtsbehörden und vom Gesetzgeber wahrgenommen, weshalb es in der CRR eine Reihe von mittelstandsorientierten Maßnahmen gibt. Es muss aber bezweifelt werden, dass diese weitreichend genug sind.
- IV. Die Mittelstandsfinanzierung ist sowohl aus informations- als auch transaktionskostenökonomischen Gründen sehr stark auf den Bankensektor fokussiert. Die möglichen Auswirkungen auf die KMU-Finanzierung, die sowohl mit einer strukturellen Veränderung der Bankenlandschaft als auch mit veränderten Risikoeinschätzungen mittelständischer Kreditportfolios zu tun haben, werden beschrieben und kritisch diskutiert. Dabei ist auch die Frage, welche prozyklischen Effekte der durch die CRR gesetzte Regulierungsrahmen hat, relevant.
- V. Es wird aber auch aufgezeigt, dass eine stärkere Verzahnung zwischen dem Bankensektor und den Kapitalmärkten mögliche negativen Folgen für die Unternehmensfinanzierung abschwächen kann. Eine solche Verzahnung, wie sie insbesondere über gut funktionierende Verbriefungsmärkte hergestellt werden kann, würde es den Banken nämlich erleichtern, (mittelständische) Kredit- und Refinanzierungsrisiken zu übernehmen. Insoweit ist die jetzt vom EU-Gesetzgeber umgesetzte Fortentwicklung der Verbriefungsmärkte durchaus folgerichtig. Allerdings hängt die Effektivität dieser Verzahnung auch davon ab, dass die Kapitalmärkte, und hier insbesondere die Verbriefungsmärkte, ein ausreichendes

Maß an Breite und Tiefe aufweisen. Nach heutigem Stand sind daran durchaus Zweifel angebracht, weshalb die Auswirkungen von Bankenunion und CRR auf die Mittelstandsfinanzierung im Auge zu behalten sind.

- VI. Der durch die Covid19-Krise ausgelöste wirtschaftliche Abschwung stellt insoweit eine Bewährungsprobe für diese neue Aufsichtsarchitektur dar. Dies wird sich insbesondere dann zeigen, wenn die jetzt beschlossenen Stützungsmaßnahmen im Bereich der Unternehmensfinanzierung und Bankenaufsicht auslaufen. Man wird dann sehen, inwieweit die hier beschriebenen Gefahren tatsächlich zu einer Beeinträchtigung der Mittelstandsfinanzierung führen werden.

Teil I: Finanzierungsbedingungen für den Mittelstand

(Prof. Dr. Horst Gischer)

2 Grundriss traditioneller Finanzsysteme

Das Nebeneinander von realwirtschaftlicher und monetärer Sphäre einer Ökonomie gehört zu den regelmäßig diskutierten Fragestellungen sowohl in der theoretischen als auch in der praktischen Analyse. Die regelmäßige Bereitstellung von physischen Gütern und Dienstleistungen ist insbesondere deshalb erforderlich, weil wesentliche Teile der periodischen Produktion im besten Sinne des Wortes bereits kurzfristig „verbraucht“ werden. Dies gilt, mutatis mutandis, auch für langlebige Wirtschaftsgüter, deren Nutzung ebenfalls grundsätzlich zeitlich begrenzt ist. Es gilt mithin das Diktum „Jede Produktion soll dem Konsum dienen“.

Die historische Entwicklung der ökonomischen Arbeitsteilung hat den (mittelbaren) Zusammenhang zwischen Erstellung eines Wirtschaftsgutes und seiner späteren Verwendung zunehmend verändert. Von anhaltender Bedeutung ist der Prozess der (räumlichen, zeitlichen und personalen) Trennung von (physischem) „Investor“ und (monetärem) „Finanzier“.¹ Nicht zuletzt die Einführung allgemein akzeptierter Tauschmedien, sprich: Geld, hat die Aufspaltung von Prozessstufen ermöglicht. Die inzwischen übliche globale Orientierung bei der Konzipierung von Wertschöpfungsketten hat ihr Übriges beigetragen, die Frage nach der Kausalität zwischen „Ersparnis“ auf der einen und „Investition“ auf der anderen Seite zu analysieren.² In der klassischen (Ricardianischen) Ein-Produkt-Welt (Korn) ist eine Investition ohne den vorangegangenen Konsumverzicht nicht möglich. Die Einführung eines Kapitalmarktes verwischt die Konturen, die zeitlichen Zusammenhänge bleiben häufig unklar.

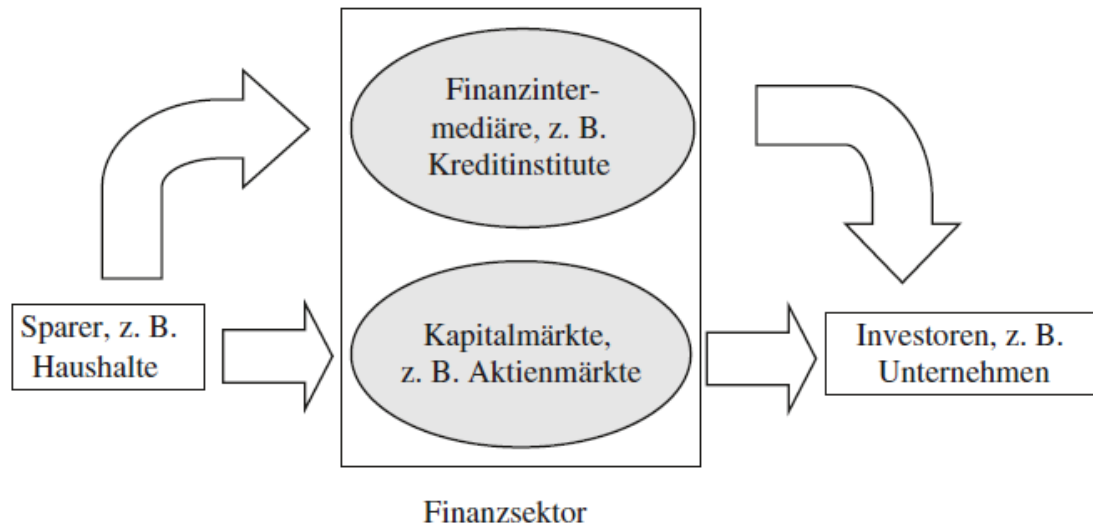
Sachlogisch steht fraglos die Realwirtschaft an erster Stelle des Interesses, sie allein ist grundsätzlich geeignet, die physischen Bedürfnisse der Akteure zu befriedigen. Folgerichtig steht der finanzwirtschaftlichen Sphäre eine ergänzende und unterstützende Rolle zu. Diese wiederum sollte sich an den (strukturellen) Erfordernissen der Unternehmen und privaten Haushalte orientieren, um Reibungsverluste möglichst gering zu halten. Prinzipiell unterscheidet man die in der Realität beobachtbaren Systeme anhand der möglichen Wege

¹ In der einschlägigen Literatur ist in diesem Zusammenhang der Begriff der „Fisher-Separation“ geprägt worden, vgl. Fisher (1930), insb. S. 263 ff.

² Vgl. exemplarisch Gischer (2018), S. 157 ff.

der (individuellen) Ersparnisse zu den potentiellen Investoren („Brückenschlag“, vgl. Abbildung 1).

Abbildung 1: Brückenschlag zwischen Sparern und Investoren



Quelle: Gischer, Herz und Menkhoff (2020), S. 5.

Abbildung 1: Brückenschlag zwischen Sparern und Investoren

Ein (primär) direkt organisiertes Finanzsystem vertraut vornehmlich auf die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte, während die indirekte Übertragung der Finanzmittel auf die Investoren auf der Existenz von leistungsstarken Intermediären, insbesondere Kreditinstituten, beruht. Die angelsächsische Literatur entscheidet entsprechend zwischen „market-oriented“ und „bank-oriented“ Strukturen, wohl wissend, dass ein geeignetes Nebeneinander der einzelnen Institutionen in jedem der existierenden Systeme zwingend erforderlich ist.

In der Praxis sind die Verhältnisse tatsächlich noch wesentlich komplexer. Dies betrifft zum einen die Zahl und die Kategorien von Finanzmarktakteuren, sowie zum anderen die unterschiedlichen Vernetzungen der einzelnen Teilmärkte. Die Deutsche Bundesbank unterscheidet z.B. zwischen „Monetären Finanzinstituten“, bestehend aus Banken, Zentralbank und Geldmarktfonds, „Versicherern und Pensionseinrichtungen“ bzw. „Investmentfonds und sonstigen Finanzinstituten“.³ Allein die „Sonstigen Finanzinstitute“ beinhalten Verbriefungszweckgesellschaften, Wertpapierhändler, kreditgewährende

³ Vgl. Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2019, Frankfurt/Main, S. 96.

finanzielle Kapitalgesellschaften (insbesondere Leasing und Factoring), Kredit- und Versicherungshilfstätigkeiten sowie firmeneigene Finanzierungseinrichtungen und Kapitalgeber (insbesondere reine Holdinggesellschaften).⁴ Für die (faktische) Eignung eines einzelnen (nationalen) Finanzsystems sind letztendlich die im Geschäftsverkehr entstehenden Transaktionskosten und die Erfüllung der speziellen Aufgaben des finanziellen Sektors entscheidend.

Von besonderer Bedeutung sind die Sicherstellung der Allokations- und der Versicherungsfunktion durch eine geeignet organisierte Finanzwirtschaft. Bei der erstgenannten Aufgabe geht es um die ökonomisch optimale (bilaterale) Zuordnung von Kapitalbedarf und Kapitalbereitstellung. Die einzelnen Anforderungen der Allokationsfunktion werden von Finanzmärkten und Finanzintermediären unterschiedlich umgesetzt. Die nachfolgende Tabelle 1 verschafft einen Überblick.

Allokationsfunktion	Finanzmärkte	Kreditinstitute (allgemeiner: Finanzintermediäre)
Informationsaufbereitung	Wertpapieranalyse (Bilanzanalyse, Hintergrundinformationen)	Kreditanalyse
Informationsbereitstellung	Wertpapierkurse → Zinssätze → Zinsstruktur → Risikoaufschläge	Unvollständig, da keine volle Transparenz über Kreditzinsen
Kapitalbereitstellung	Börsengänge Kapitalerhöhung Wertpapieremission Untermehmenskäufe	Kreditvergabe
Verwendungskontrolle	Ständige Analyse von Berichten	Ständige Analyse
Sanktionierung	Kapitalumschichtung → Kursveränderung; ggf. Eigentümerbeschlüsse	Instrumente des Kreditvertrages
Hauptunterschiede	→ Eigen- oder Fremdkapital	→ Fremdkapital

Quelle: Gischer, Herz und Menkhoff (2020), S. 7

Tabelle 1: Allokationsfunktion von Finanzmärkten und Kreditinstituten

Die wesentlichen Unterschiede zwischen direkter und indirekter Finanzierung bestehen in der Informationsbereitstellung bzw. der Sanktionierung etwaiger Fehlentwicklungen. Insbesondere die schnelle und umfangreiche Bereitstellung relevanter Informationen gehören zu den komparativen Vorteilen institutioneller Märkte. Auf Börsen werden

⁴ Ebd.

systematisch und mit z.T. hoher Frequenz homogene Finanzgüter (resp. -kontrakte) gehandelt, so dass Preise sowie Transaktionsmengen schnell und unkompliziert variieren können. Die Vielzahl der Akteure sorgt überdies für einen unverzögerten Informationsaustausch, erhöht aber gleichzeitig den Wettbewerb und verringert tendenziell Gewinnmargen.

Ein typisches Merkmal von Kreditmärkten ist die asymmetrische Informationsverteilung zwischen den beteiligten Akteuren.⁵ (Potentielle) Schuldner sind über die möglichen Folgen einer kreditfinanzierten Investition regelmäßig besser informiert als der mögliche Gläubiger. Dieser trägt nach Abschluss eines Darlehenskontraktes u.U. Risiken, die er bei vollständiger Kenntnis der Rahmenbedingungen des Engagements nicht freiwillig – oder nicht zum vereinbarten Finanzierungszinssatz – eingegangen wäre. Die Beschaffung der für eine Kreditentscheidung notwendigen Informationen ist zudem (zeit)aufwendig und kostspielig, sie verlangt zudem nicht selten nach belastbaren technischen oder praktischen Kenntnissen zur Beurteilung von Geschäftsmodellen bzw. Investitionsprojekten. Durch die häufig wiederholten Geschäftsabschlüsse zwischen Bank und Kunde („Hausbank“-Prinzip) werden aber auch Reputations- oder Vertrauenseffekte generiert, die den (isolierten) Wettbewerbsdruck für beide Akteure tendenziell reduzieren können („Relationship Banking“).⁶

Vor diesem Hintergrund kann ein (u.U. entscheidungsrelevanter) Unterschied zwischen „zentralisierten“ Finanzmärkten (Börsen u.ä.) und Kreditbeziehungen freigelegt werden: An institutionellen Wertpapiermärkten sind Informationen – über die Emittenten der gehandelten Papiere – (quasi-)öffentlich, während die bei den bilateralen Darlehensbeziehungen gewonnenen Erkenntnisse über den Schuldner regelmäßig nur privat, d.h. beim Gläubiger, zur Verfügung stehen.⁷ Der Zugang zur Börse erfordert mithin hinreichend aussagefähiges „Signaling“ des Emittenten („Wertpapierprospekt“), während

⁵ Die bahnbrechenden Arbeiten zu diesem Phänomen wurden 2001 mit dem gemeinsamen Nobelpreis an die Autoren George Akerlof, Michael Spence und Joseph Stiglitz belohnt: Akerlof (1970), Spence (1973), und Stiglitz und Weiss (1981).

⁶ Vgl. exemplarisch Petersen und Rajan (1995).

⁷ Vgl. hierzu auch die Ausführungen unter Abschnitt 8.1.

die Kreditbeziehung erst nach einem sorgfältigen „Screening“ des Kapitalgebers zustande kommt.⁸

In ähnlicher Weise kann die Sanktionierung für ökonomische Fehlentwicklungen in den betrachteten Settings unterschieden werden. Börsen machen „Schieflagen“ von Unternehmen und sonstigen Schuldern durch sinkende Kurse (überwiegend) sehr schnell öffentlich, zudem verlangen die Marktregeln unter Androhung von Rechtsfolgen die unmittelbare Offenlegung von kursrelevanten Fakten im Umfeld des Emittenten („Ad-hoc-Publizität“).⁹ In einer (anonymen) Kreditbeziehung erfährt streng genommen nur die unmittelbare Umgebung eines in ökonomischen Schwierigkeiten geratenen Unternehmens von der wirtschaftlichen Krise. Je nach Umfang und Ausmaß der Probleme können die Erschütterungen bisweilen sogar bewältigt werden, ohne dass die Öffentlichkeit Kenntnis erhält. Erneut sind die Informationen in diesem Kontext (im weitesten Sinne) privater Natur.

Die Betrachtung der Versicherungsfunktion eines Finanzsystems mündet in der Erkenntnis, dass ein „entweder-oder“ zwischen direkter und indirekter Finanzierung nicht wirklich zielführend sein kann. Spätestens mit der Begründung und Entwicklung der Portfoliotheorie¹⁰ konnte gezeigt werden, dass mit dem Grad der Diversifizierung die optimale Risikoallokation zwischen (konkurrierenden) Agenten wahrscheinlicher wird. Je nach Risikoneigung und Bereitschaft, in Suchkosten zur Produktqualität zu investieren, wird ein potentieller Anleger zwischen konservativ-sicherem bzw. spekulativ-weniger sicherem Investment wählen. Kreditinstitute bieten ein begrenztes Spektrum von (direkten) Anlageformen für ihre Kundschaft, die über den Risikograd von Inhaberschuldverschreibungen selten hinausgehen werden. Letztendlich „kauft“ der Anleger einen (fiktiven) Anteil am Aktiv-Portfolio der jeweiligen Bank und vertraut implizit auf deren Erfahrung bzw. Expertise bei der Kreditvergabe sowie den direkten Investments. Je größer überdies die Eigenkapitalausstattung des Kreditinstitutes ausfällt, desto geringer ist (ceteris paribus) die Verlustgefahr des Bankgläubigers. Staatliche oder institutionelle Einlagensicherungseinrichtungen begrenzen das Ausfallrisiko zusätzlich.

⁸ Ausführlich u.a. bei Gischer (1988), S. 90 ff., oder Spremann (1990).

⁹ Für Deutschland kommen in diesem Zusammenhang Art. 17 Absatz 1 Unterabsatz 1 Marktmissbrauchsverordnung (MMVO) sowie die §§ 37b und 37c Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) zur Anwendung.

¹⁰ Grundlegend Markowitz (1952).

Die Existenz eines Finanzsystems mit den bereits beschriebenen Akteuren erweitert das Anlagespektrum signifikant. Je differenzierter die Risikoprofile potentieller Investoren ausgeprägt sind, desto komplexere Produkte können erfolgreich platziert werden. Eine derartige Strategie steht allerdings unter dem (systemischen) Vorbehalt, dass die Handelnden ihre Risikotragfähigkeit (a priori) korrekt einschätzen und im Verlustfall keine Alimentierung durch unbeteiligte Dritte in Anspruch nehmen. Das intrinsische Problem dieser Marktorganisation liegt mithin in der Zulassungskontrolle (i.w.S.) für potentielle Akteure resp. der hoheitlichen Begrenzung der Kontraktionsfreiheit. Nicht nur die jüngere empirische Vergangenheit (Stichwort: Finanzkrise) belegt indes, dass diese Nebenbedingung keineswegs hinreichend erfüllt ist.

Quartalsendstände in % des BIP, Stand: 2. Vj. 2019

Schuldner		Gläubiger							
		Inländischer Finanzsektor			Inländische Realwirtschaft		Inländische öffentliche Haushalte	Ausland	Gesamt (davon: Inland)
		Monetäre Finanz-Institute ¹⁾	Versicherer und Pensions-einrichtungen	Investment-fonds ²⁾ u. sonst. Finanzinstitute ³⁾	private Haushalte ⁴⁾	nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften			
Inländischer Finanzsektor	Monetäre Finanz-Institute ¹⁾	62,5	4,5	3,1	72,2	16,7	10,2	70,3	249,5 (179,2)
	Versicherer und Pensions-einrichtungen	0,2	4,8	0,5	59,6	1,9	0,0	3,7	70,6 (66,9)
	Investment-fonds ²⁾ u. sonst. Finanzinstitute ³⁾	14,6	31,9	9,3	11,9	6,9	1,1	24,0	99,7 (75,7)
Inländische Realwirtschaft	private Haushalte ⁴⁾	50,6	2,5	0,9	—	—	—	0,0	54,0 (54,0)
	nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	26,7	2,1	6,7	13,7	36,4	3,2	48,2	136,9 (88,7)
Inländische öffentliche Haushalte		28,2	4,8	2,1	0,2	2,3	0,7	32,0	70,3 (38,3)
Ausland		93,3	18,9	54,3	14,4	14,6	8,2	—	203,6
Gesamt (davon: Inland)		276,1 (182,9)	74,6 (55,6)	81,8 (27,5)	171,9 (157,6)	78,7 (64,1)	23,4 (15,3)	178,1	884,7 (502,9)

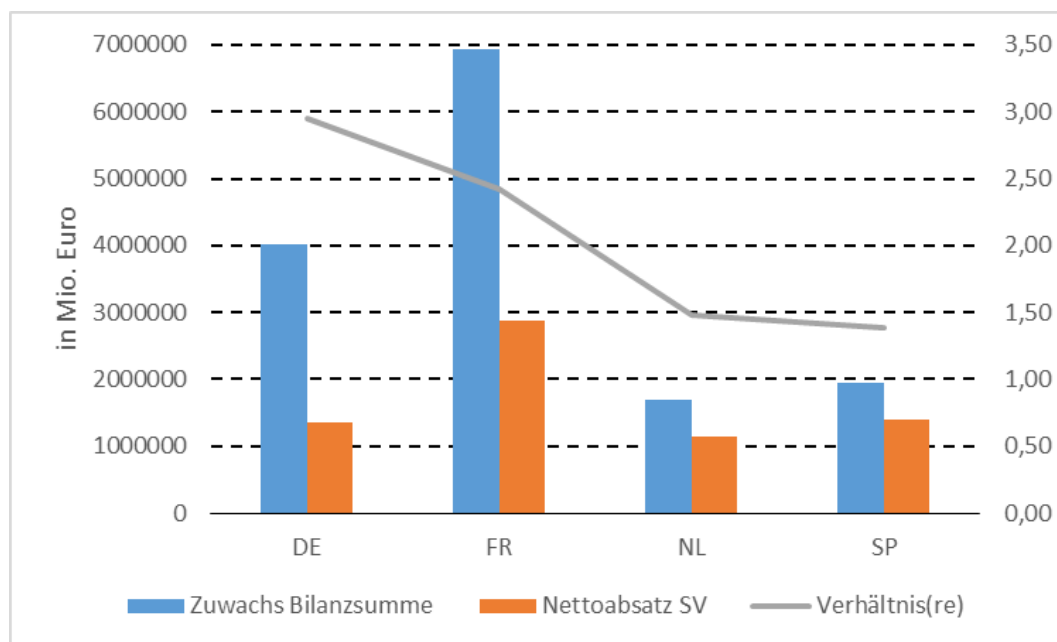
Quellen: Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank, Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen. * Berücksichtigt wurden Daten zu Forderungen in Form von Einlagen, Schuldverschreibungen, Krediten, börsennotierten Aktien, Investmentfondsanteilen, Ansprüchen aus versicherungstechnischen Rückstellungen und Handelskrediten. ¹ Banken, Zentralbank und Geldmarktfonds. ² Ohne Geldmarktfonds. ³ Einschl. Verbriefungszweckgesellschaften, Wertpapierhändler, kreditgewährende finanzielle Kapitalgesellschaften (insbesondere Leasing und Factoring), Kredit- und Versicherungshilfstätigkeiten sowie firmeneigene Finanzierungseinrichtungen und Kapitalgeber (insbesondere reine Holdinggesellschaften). ⁴ Einschl. privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

Quelle: Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2019, S. 96.

Abbildung 2: Direkte finanzielle Verflechtungen der Sektoren in Deutschland

Abbildung 2 illustriert das Zusammenspiel der Sektoren der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) in Deutschland für das erste Halbjahr 2019. Man erkennt, dass die Monetären Finanzinstitute (nicht nur) im inländischen Finanzsektor die deutlich wichtigste Rolle spielen. Sie tragen zudem immerhin mit beinahe 30 Prozent zu den gesamtwirtschaftlichen bzw. mit mehr als einem Drittel zu den inländischen „Finanzumsätzen“ bei. Es steht außer Frage, dass die deutsche Volkswirtschaft von einem bankbasierten Finanzsystem geprägt ist.

Allerdings sind im grenzüberschreitenden Vergleich sowohl die Marktvolumina als auch die relative Bedeutung der Finanzierungsalternativen durchaus unterschiedlich (vgl. Abbildung 3). Dieses Ergebnis lässt darauf schließen, dass die jeweiligen nationalen Verhältnisse trotz anhaltender Harmonisierungsbestrebungen der vergangenen Jahre, Stichworte: Bankenunion bzw. Kapitalmarktunion, immer noch den Ausschlag für die letztlich realisierte Sektor-Struktur geben – oder: „Die Mischung macht’s.“¹¹



Quelle: Deutsche Bundesbank; eig. Berechnungen

Abbildung 3: Banken vs. Kapitalmarkt (1998-2020)

Die beiden übrigen Institutsgruppen des Finanzsektors tragen etwa zu gleichen Teilen zum Gesamtumsatz bei. Der (regionale) Schwerpunkt der Versicherungssparte liegt im Inland,

¹¹ Dombret, A.: Das richtige Maß – Konsolidierung im Bankensektor, Rede am Center for Financial Studies, Frankfurt am Main, 24. April 2018, <https://www.bundesbank.de/de/presse/reden/das-richtige-mass-konsolidierung-im-bankensektor-724690>

während die Investmentfonds und sonstigen Finanzinstitutionen den größeren Teil ihrer wirtschaftlichen Aktivitäten mit ausländischen Vertragspartnern abwickeln. Die Bedeutung dieser, oft auch als Schattenbanken bezeichneten, Institutsgruppen¹² hat in den 2000er Jahren erheblich zugenommen. Empirische Untersuchungen deuten darauf hin, dass sich der Anteil der Vermögenswerte aller Nichtbanken im deutschen Finanzsektor von etwa 20 Prozent zur Jahrtausendwende auf rd. 40 Prozent in 2018 (etwa) verdoppelt hat.¹³

Nur schwer einzuschätzen ist die (mittelfristige) Bedeutung von Finanzierungsquellen, die Folge und Gegenstand der Digitalisierungswelle im Finanzwesen sind. Im Blickpunkt stehen hier vornehmlich Formen der „Schwarmfinanzierung“ („Crowdfunding“)¹⁴ und „Initial Coin Offerings“ („Krypto-Token“ u.ä.)¹⁵. Gemein ist beiden Verfahren die Existenz virtueller Plattformen, über die letztlich die Kontrakte abgeschlossen werden. Es ist offensichtlich, dass in einem derartigen Umfeld insbesondere Haftungs- und Aufsichtsfragen erwachsen, die keineswegs stets konfliktfrei beantwortet werden können. Insofern entstehen für die Beteiligten u.U. neuartige Risiken, deren individuelle Tragfähigkeit nur äußerst schwer abgeschätzt werden kann.

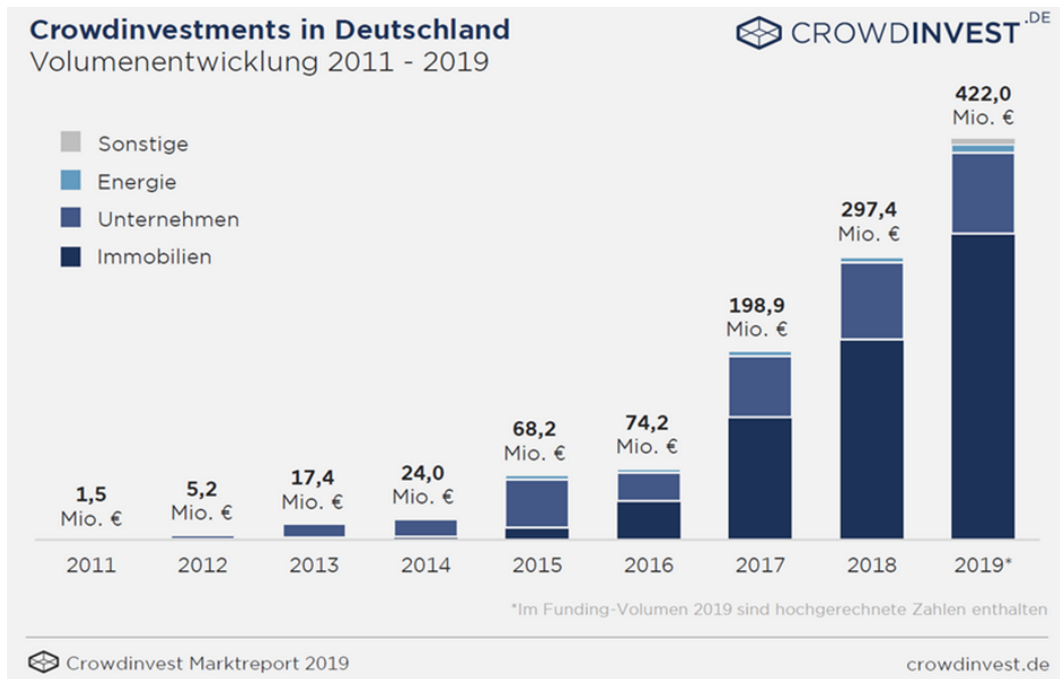
Abbildung 4 lässt auf eine durchaus dynamische Entwicklung des Crowdfunding-Segments schließen, gleichwohl sind die aggregierten Volumina zumindest in Deutschland (noch) sehr überschaubar.

¹² Die Nomenklatur in Bezug auf die betroffenen Institutionen hat sich aufgrund der negativen Konnotation des Begriffs „Schattenbanken“ international gewandelt. Das FSB spricht stattdessen von „Non-Bank Financial Intermediaries“ (NBFi) und subsumiert hierunter in der breitesten Abgrenzung (Monitoring Universe of Non-bank Financial Intermediation – MUNFI) alle Akteure, die keine Banken (im engeren Sinne) sind. Als OFI (Other Financial Institutions) werden die Investmentfonds und sonstigen Finanzinstitute (in der deutschen Klassifizierung) zusammengefasst, vgl. FSB: Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2019, S. 5.

¹³Ebd., S. 85.

¹⁴ Für einen knappen Überblick vgl. Müller-Schmale (2014).

¹⁵ Zur Einordnung vgl. o.V. (2018).



Quelle: Crowdinvest Insight GmbH

Abbildung 4: Crowdinvestments in Deutschland

3 Unternehmensfinanzierung in Deutschland: Die Angebotsseite

Nach der eher stilisierten Darstellung von Finanzsystemen im vorangegangenen Abschnitt gilt das Augenmerk im Folgenden den strukturellen Verhältnisse in Deutschland, die gegenüber anderen (größeren) Mitgliedern der Europäischen Währungsunion (EWU) eine Reihe von Besonderheiten aufweisen. Wie gesehen, spielen die MFI eine prominente Rolle.

Seit Bestehen der Bundesrepublik Deutschland existiert das sog. „Drei-Säulen-Modell“ der Kreditwirtschaft, bestehend aus (sog.) Privatbanken, dem öffentlich-rechtlichen Segment mit den Sparkassen an der Spitze und dem Verbund der Kreditgenossenschaften. Vor allem die Sparkassen-Finanzgruppe¹⁶ stellt viele Außenstehende, insbesondere die europäische Bankenregulierung und ihre Aufsichtsorgane, vor nachhaltige Verständnis- und Einordnungsprobleme.

Aufgrund der relativ „kleinteiligen“ Struktur des Bankensektors und der noch bis vor wenigen Jahren nahezu flächendeckenden Versorgung mit stationären Geschäftsstellen gilt Deutschland seit geraumer Zeit als „overbanked“.¹⁷ Übersehen wird bei dieser Diskussion regelmäßig, dass die Bevölkerungsdichte außerhalb der Metropolen oder regionalen Zentren deutlich höher ist als in anderen Ländern¹⁸, und dass der Konzentrationsgrad der Branche signifikant niedriger ausfällt als – bis auf eine Ausnahme – in allen übrigen EWU-Mitgliedsstaaten¹⁹. Vor dem Hintergrund der langfristigen wirtschaftlichen Entwicklung Deutschlands kann das bis heute geltende System nur schwerlich als unpassend bezeichnet werden. Umso mehr, als sich die Gegebenheiten auch auf dem heimischen Bankenmarkt durchaus dynamisch entwickelt haben (vgl. Tabelle 2).

(Nicht nur) die aktive Bewältigung der Finanzkrise hat den Sektor kräftig verändert. Die Zahl der selbstständigen Institute ist um mehr als 20 Prozent zurückgegangen, die aggregierte Bilanzsumme hat in der betrachteten Dekade um sehr bescheidenen zwei Prozent zugenommen. Es ist erstaunlich, dass dieser signifikante Konsolidierungsprozess in der

¹⁶ In der Sparkassen-Finanzgruppe werden neben den Sparkassen auch die Landesbanken, die öffentlichen Versicherer, die Landesbausparkassen sowie Sonderinstitute, z.B. die DekaBank Deutsche Girozentrale, zusammengefasst.

¹⁷ Vgl. z.B. Stiele (2008), S. 50 ff., oder Schackmann-Fallis, Gischer und Weiß (2018), insb. S. 215 ff.

¹⁸ Vgl. Gischer, Ilchmann und Kessler (2019).

¹⁹ Vgl. EZB, EU structural financial indicators, Table 2, 08. Juni 2020.

Öffentlichkeit kaum zur Kenntnis genommen wird. Massiv betroffen ist die Gruppe der (öffentlichen) Landesbanken, deren Zahl beinahe halbiert worden ist und deren Bilanzsumme ebenfalls um rd. 50 Prozent reduziert wurde. Zugelegt haben im gleichen (absoluten) Umfang die Großbanken, während die Realkreditinstitute inzwischen allenfalls noch eine Nischenposition besitzen.

	Anzahl				Bilanzsumme			
	2009	2020	Veränd. 2020/09	Struktur 2020	2009	2020	Veränd. 2020/09	Struktur 2020
	Anzahl		in v.H.		Mrd. €		in v.H.	
Privatbanken	313	267	-14,7	16,8	2963	3282	10,8	37,8
~ Kreditbanken	295	257	-12,9	16,2	2192	3040	38,7	35,0
~ Großbanken	4	3	-25,0	0,2	727	1469	102,1	16,9
Realkreditinstitute	18	10	-44,4	0,6	771	241	-68,7	2,8
Sparkassenverbund	441	383	-13,2	24,1	2531	2206	-12,8	25,4
~ Landesbanken	10	6	-40,0	0,4	1458	742	-49,1	8,5
~ Sparkassen	431	377	-12,5	23,7	1073	1464	36,4	16,9
Genossenschaftsverbund	1162	816	-29,8	51,3	938	1299	38,5	15,0
~ Geno-Zentralbanken	2	1	-50,0	0,1	249	227	-8,8	2,6
~ Kreditgenossenschaften	1160	815	-29,7	51,3	690	1073	55,5	12,4
Förderbanken	19	17	-10,5	1,1	883	1143	29,4	13,2
Bausparkassen	84	107	27,4	6,7	194	241	24,2	2,8
Kreditinstitute insgesamt	1959	1590	-18,8	100,0	7510	8680	15,6	100,0

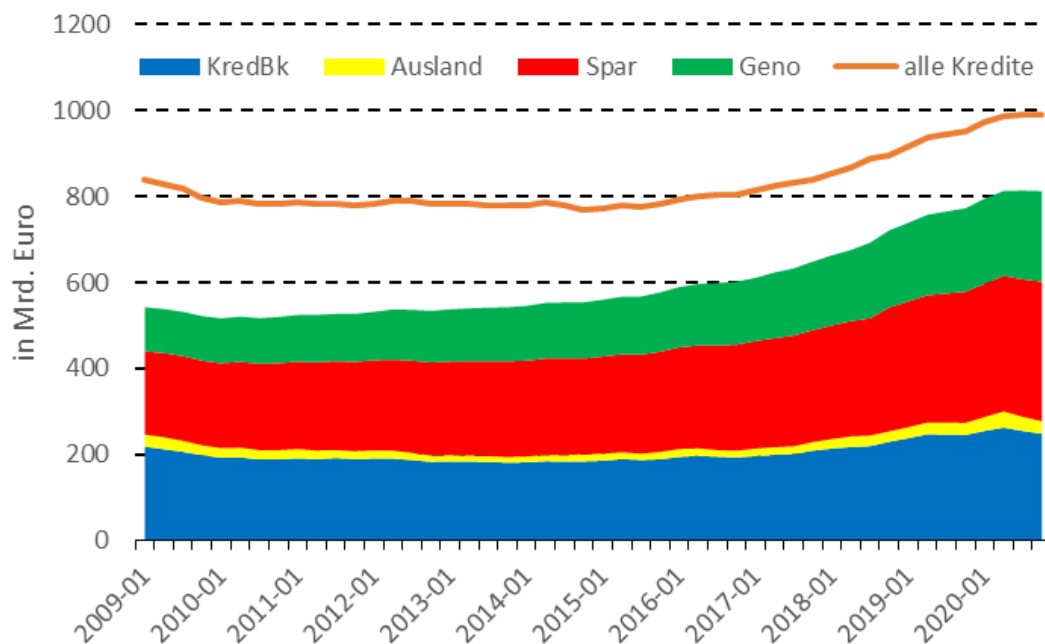
¹⁾ im Inland ohne Handelsbestände ²⁾ KI mit Sonderaufgaben ³⁾ werden erst ab 1999 als KI gewertet und erfasst
Quelle: Deutsche Bundesbank; eig. Berechnungen

Tabelle 2: Banken in Deutschland

Im Untersuchungskomplex sind die Verbindungen der einzelnen Bankengruppen zum Kreditgeschäft mit Unternehmen und Selbständigen von primärem Interesse. Grundsätzlich gehört diese Klientel für deutsche Universalbanken zum „Stammpublikum“, wengleich sich die Geschäftsprioritäten insbesondere für die Großbanken bereits vor der Finanzkrise erkennbar in Richtung „Mergers and Akquisitions“ verschoben haben. Die Veränderungen der Bestandsverhältnisse spiegeln sich in Abbildung 5 wider.

Über den Betrachtungszeitraum ist insgesamt ein eher bescheidenes Wachstum der Kreditbestände zu verzeichnen. Bis in die Mitte des Jahres 2015 stagniert das Niveau, erst in den vergangenen fünf Jahren ist ein kontinuierlicher Zuwachs erkennbar. Letztendlich verwalten alle in Deutschland tätigen Banken Kredite an Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes und des Dienstleistungsgewerbes in Höhe von etwa 1.000 Mrd. Euro (Stand: 4. Quartal 2020). Vom Zuwachs der letzten Dekade profitierten die ausgewiesenen Gruppen uneinheitlich. Der Bestand der Niederlassungen ausländischer Banken hat sich gegenüber dem Ausgangszeitpunkt praktisch nicht verändert, der Anstieg für alle Kreditbanken beläuft

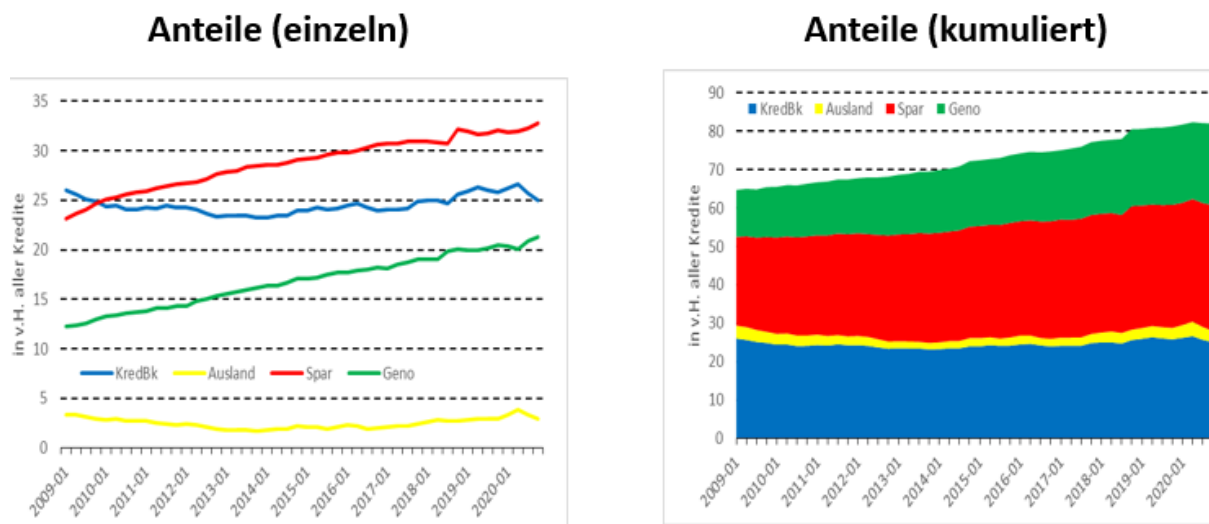
sich auf gerade einmal rd. 35 Mrd. Euro. Deutlicher zugenommen haben hingegen die Kreditportfolien der Sparkassen (+ 120 Mrd. Euro) und der Kreditgenossenschaften (+ 110 Mrd. Euro). Alle in der Abbildung nicht repräsentierten Akteure im deutschen Bankenmarkt haben im Betrachtungszeitraum netto Kreditbestände verloren, mithin an (der ohnehin geringen) Bedeutung eingebüßt.



Quelle: Deutsche Bundesbank; eig. Berechnungen

Abbildung 5: Kredite an das Verarbeitende Gewerbe und das Dienstleistungsgewerbe

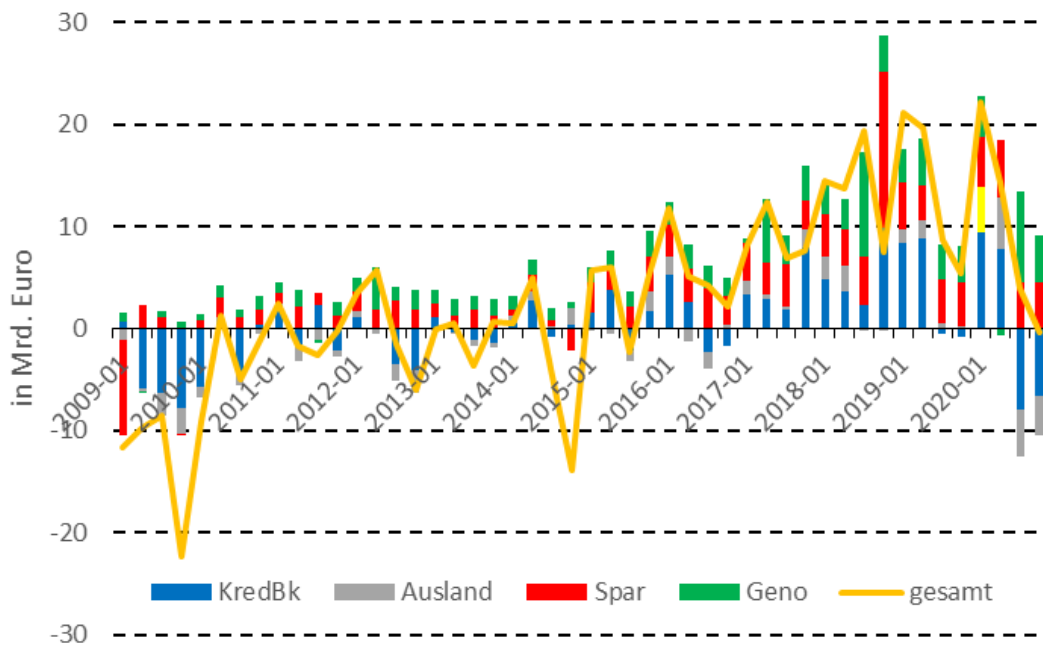
Folgerichtig haben sich die Marktanteile der „drei Säulen“ im gewerblichen Kreditsektor durchaus erkennbar verschoben (vgl. Abbildung 6). So haben die Kreditbanken im 1. Quartal 2010 die Marktführerschaft an die öffentlich-rechtlichen Sparkassen verloren und in der Folge noch weiter an Boden verloren. Erst nach 2015 ist ihnen ein zumindest zaghafter „Relaunch“ gelungen, der Abstand zum neuen „Branchenprimus“ beträgt aber dennoch mehr als fünf Prozentpunkte. Gefestigt hat sich auch die Marktposition der Kreditgenossenschaften, die wie die Sparkassen seit 2009 um rd. acht Prozentpunkte zugelegt haben. Insgesamt bedienten die vier betrachteten Bankengruppen zum Jahresende 2020 rund 82 Prozent des Gesamtmarktes (nach etwa 65 Prozent in 2009).



Quelle: Deutsche Bundesbank; eig. Berechnungen

Abbildung 6: Kredite an das Verarbeitende Gewerbe und das Dienstleistungsgewerbe - Marktstruktur

Die alleinige Betrachtung des Aggregats verdeckt indes die tatsächlichen periodischen Schwankungen der Netto-Nachfrage im unternehmensbezogenen Kreditsegment. Die Veränderung der Bestände ist bekanntlich das Ergebnis von Neuausleihungen und Tilgungen. Die Abbildung 7 verschafft einen Eindruck von den durchaus nennenswerten Bewegungen auf dem Markt für Unternehmenskredite. Erst seit Beginn des Jahres 2016 nehmen alle betrachteten Bestandsabgrenzungen durchweg zu. Dabei wird besonders deutlich, dass die Zuwächse bei den ausgewählten Anbietergruppen in etlichen Jahren spürbar stärker (bzw. schwächer) ausfielen als für das gesamte Marktsegment. Unterstrichen wird überdies die bereits beschriebene Feststellung, dass sowohl die Sparkassen als auch die Kreditgenossenschaften im Betrachtungszeitraum fast ausschließlich, z.T. kräftig, zunehmende Darlehensbestände verzeichnen konnten. Diese Dominanz der regional tätigen Institute offenbart sich deutlich zu Beginn der Corona- Pandemie: Während die Kreditbanken ihre Engagements spürbar reduzierten, behielten Sparkassen und Genossenschaftsbanken ihre offensive Kreditvergabestrategie bei. Als Zwischenfazit kann festgestellt werden, dass die in Deutschland tätigen Banken ganz überwiegend die Ansprechpartner bei Unternehmenskrediten sind. Die öffentlich-rechtlichen Sparkassen sind seit etwa einem Jahrzehnt die wichtigste Darlehensquelle, die Kreditgenossenschaften haben ihren Marktanteil kontinuierlich erhöht, während der Markteinfluss der Kreditbanken seit Beginn der vergangenen Dekade stagniert. Die Niederlassungen der ausländischen Banken waren in der vergangenen Dekade noch weitgehend bedeutungslos.



Quelle: Deutsche Bundesbank; eig. Berechnungen

Abbildung 7: Veränderungen der Kreditbestände zum Vorquartal

Wie bereits skizziert, treten neben die MFIs auch in der deutschen Finanzierungspraxis die nicht-monetären oder sonstigen Finanzintermediäre. Eine durchaus bedeutende Rolle spielen hier die Leasingunternehmen, die seit Jahresbeginn 2009 als Finanzdienstleister gelten und damit folgerichtig von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) kontrolliert werden.²⁰ Im Jahr 2019 waren insgesamt 332 Unternehmen registriert, die Finanzierungsleasing betrieben haben.²¹ Beim Leasing handelt es sich streng genommen um eine simultane Kombination aus Investition einerseits und ihrer Finanzierung andererseits. Akteur ist in beiden Fällen formal der Leasinggeber, der dem Leasingnehmer gleichzeitig die Nutzung des Investitionsobjektes gegen Entgelt für einen vereinbarten Zeitraum überlässt. Gleichzeitig dient das verleaste Aktivum als Sicherheit für den vereinbarten Zahlungsstrom, es kann bei dem Leasingnehmer bei Vertragsverletzungen (relativ) problemlos entzogen werden. Die Bilanz des Leasingnehmers verändert sich durch diese Transaktionen zumeist nicht.²²

²⁰ Vgl. Factoring und Leasing stehen jetzt auch unter BaFin-Aufsicht, BaFin Journal, Januar 2009, S. 3.

²¹ BaFin, Jahresbericht 2019, S.74.

²² Bei der Bilanzierung nach IFRS müssen allerdings gemäß IFRS 16 ein Nutzungsrecht aktiviert sowie eine Leasingverbindlichkeit in gleicher Höhe passiviert werden. Auf die gesonderte Betrachtung des Mietkaufs soll



Quelle: Bundesverband der deutschen Leasing-Unternehmen; Ifo-Institut

Abbildung 8: Investitionen der Leasing-Wirtschaft in Mrd. Euro

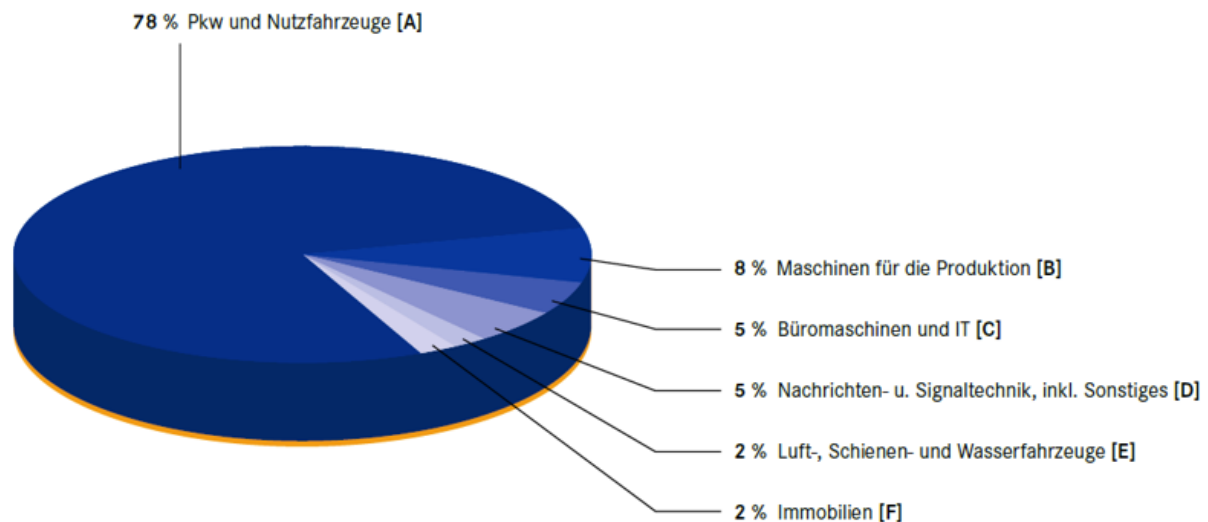
Die Volumina der Leasingfinanzierung haben sich, nach einem durch die Finanzkrise verursachten Rückschlag, beinahe kontinuierlich vergrößert (siehe Abbildung 8). Im Vordergrund steht eindeutig das Mobilien-Leasing, d.h. insbesondere die Finanzierung, Bereitstellung und häufig auch technisch-organisatorische Verwaltung von Fuhrparks, die von den jeweiligen Leasingnehmern im Tagesgeschäft eingesetzt werden. Die Leasing-Finanzierung von Immobilien hat – zumindest über deutsche Kontraktpartner – deutlich an Bedeutung verloren, die Finanzierungsquote liegt seit rd. zehn Jahren nur in der Nähe von einem Prozent.²³ Der Mietkauf scheint auf überschaubarem Niveau zu stagnieren.

Die Abbildung 9 belegt das deutliche Übergewicht im Kraftfahrzeugsektor, die permanenten Entwicklungen (insbesondere) in der Informationstechnologie führen allerdings seit einigen Jahren auch zu einem regelmäßigen Ersatzbedarf und führen (auch) daher zur Vorteilhaftigkeit des Leasings gegenüber dem, z.B. kreditfinanzierten, Kauf. Leasinggeber sind häufig Experten in High-Tech-Märkten und damit oft besser in der Lage, Zweit- bzw.

hier, trotz der tendenziell positiven Entwicklung, im Weiteren verzichtet werden, eine Abgrenzung der Varianten findet sich z.B. bei Reichling, Beinert und Henne (2005), S. 205 ff.

²³ Vgl. Bundesverband der deutschen Leasing-Unternehmen (2019): Zahlen & Daten zum Leasing-Markt, <https://bdl.leasingverband.de/internet/downloads/Broschueren/fact-sheet-leasing-markt.pdf>.

Anschlussnutzungen hochwertiger IT-Ausstattung (oder speziellen Produktionsgütern) zu finden sowie deren (erwartete) Restwerte zu kalkulieren. Zudem treten im Segment für Pkw und Nutzfahrzeuge bevorzugt Tochterunternehmen namhafter Hersteller als Leasinggeber auf.



Quelle: Bundesverband der deutschen Leasing-Unternehmen; Ifo-Institut

Abbildung 9: Anteile der Kundensektoren am Leasing-Neugeschäft 2019

Nach Angaben des Ifo-Institutes sowie des Bundesverbandes der Deutschen Leasing-Unternehmen werden seit mehr als zehn Jahren über die Hälfte der außenfinanzierten Investitionen in Deutschland über Leasing realisiert. Die Quote bei der Finanzierung von Mobilien beträgt fast ein Viertel und die Gesamtsumme aller verleasten Wirtschaftsgüter beläuft sich auf etwa 220 Mrd. Euro.²⁴ Fraglos ist neben dem Kreditgewerbe auch das Leasing-Segment für die Fremdfinanzierung von Unternehmen in Deutschland von vitaler Bedeutung.

Schwer einzuschätzen ist die zukünftige Rolle der, auch als Direktfinanzierer bezeichneten, Kredit- oder Investitionsfonds. Die gegenwärtigen Rahmenbedingungen für einen erfolgreichen Marktauftritt sind (mindestens) aus zweierlei Hinsicht günstig.

Erstens, im Unterschied zu den monetären Finanzintermediären werden sie deutlich weniger detailliert reguliert. Die anhaltende Flut an Verhaltensvorschriften und

²⁴ Ebd.

Meldeverpflichtungen belastet die Bankbranche zunehmend, die Regulierungs(fix)kosten sind seit der Finanzkrise massiv gestiegen und beeinflussen die Konditionenmarge der Kreditinstitute empfindlich. Zweitens, das weitere Festhalten der Europäischen Zentralbank an ihrer „unkonventionelle“ Geldpolitik spielt den Schattenbanken in die Karten. Mit seit längerem negativen Einlagezinsen sorgt die EZB für eine weitere Ertragsbelastung im Bankensektor. Solange die „Nullgrenze“ für Kundendepositen nicht unterschritten werden kann, bleiben die Einlagen ertragsschädlich. Diese Kostenkomponente besteht bei den Kreditfonds nicht. Zudem profitiert dieses Segment durch die Ankaufinitiativen der EZB von der Knappheit rentabler Anlagen auf dem Kapitalmarkt, so dass Direktfinanzierungen als Alternativen attraktiver werden.

Belastbare Daten über die quantitative Entwicklung der Kreditfonds liegen nur für die europäische Perspektive vor.²⁵ Den rd. 400 europäischen Anbietern, von denen knapp die Hälfte im UK und etwa zehn Prozent in Deutschland angesiedelt sind, flossen im Bereich „Direct Lending“ zwischen 2016 und 2018 insgesamt beinahe 70 Mrd. Euro zu. Das insgesamt verwaltete Fondsvolumen wird für 2018 mit fast 120 Mrd. Euro angegeben.²⁶ Der auf Deutschland entfallene Anteil kann nur geschätzt werden, dürfte aber für den (unteren) Mittelstand von (noch) geringer Bedeutung sein.²⁷

Interessant dürften die Direktfinanzierer für größere Fremdkapital-Abschnitte des oberen Mittelstandes werden, wenn die Volumina die Kreditkapazitäten einer einzelnen Bank übersteigen. In diesem Segment könnte z.B. ein „Sponsored Funding“ selbst für das einzelne Kreditinstitut Erträge abwerfen, wenn die Finanzierung auf Vermittlung der Hausbank in einen Fonds des eigenen Verbundes mündet. Sollte das Regulierungsgefälle weiter zu Ungunsten der MFIs zunehmen, könnte der Verdrängungseffekt durch die Schattenbanken allerdings durchaus stärker werden. In Analogie zum in der Geldtheorie bekannt gewordenen „Gresham’s Law“ käme es dann möglicherweise zu einer – aus Kundensicht – wenig attraktiven Entwicklung: Das „riskante“ Engagement verdrängt das „sichere“.

²⁵ Exemplarisch Creditreform-Rating, Debt Funds in Europa – Im Spannungsfeld zwischen ultralockerer Geldpolitik und konjunkturellem Abschwung, September 2019, abrufbar unter https://www.bvai.de/fileadmin/Themenschwerpunkte/Private_Debt/Statistiken_Marktperformancedaten/Debt_Funds_in_Europa_-_Im_Spannungsfeld_zwischen_ultralockerer_Geldpolitik_und_konjunkturellem_Abschwung.pdf.

²⁶ Ebd., S. 7.

²⁷ Vgl. Gerstenberger (2019).

Der wesentliche Nachteil der bisher betrachteten Fremdfinanzierungsvarianten liegt in der äußerst eingeschränkten Möglichkeit, diese Forderungen bei Bedarf an Dritte zu veräußern. Einmal eingegangene Risiken bleiben dadurch gleichsam bis zur Endfälligkeit oder dem (Teil-) Ausfall der Schuld im Portfolio des Gläubigers. Einen denkbaren und praktikablen Ausweg bietet die Verbriefung von Buchforderungen. Grundsätzlich können auch Unternehmen außerhalb des Finanzsektors mit hinreichend großen Forderungsbeständen Verbriefungstransaktionen durchführen.

Als Ergebnis der Verbriefung werden durch den Forderungstransfer gedeckte, (frei) handelbare Wertpapiere (Asset-Backed-Securities, ABS) geschaffen, zudem kann, z.B. bei sog. synthetischen Verbriefungen, der ursprüngliche Gläubiger vom Ausfallrisiko seines Portfolios (weitgehend) befreit werden.²⁸ Nicht selten dienen die Transaktionen zu einer Umverteilung der Einzelrisiken innerhalb des Finanzsektors, d.h. Banken verkaufen z.B. einen Teil ihrer Kreditforderungen gegen liquide Mittel, während etwa Versicherungsunternehmen gleichzeitig ihre Prämieinnahmen in verzinsliche ABS unterschiedlicher Laufzeiten investieren können. Bei den Kreditinstituten wird bisher durch (hypothetische) Ausfallrisiken gebundenes Eigenkapital frei und steht für eine neue Darlehensvergabe zur Verfügung. Der Gesamtfinanzierungsspielraum des Finanzsektors kann mithin erhöht werden.²⁹

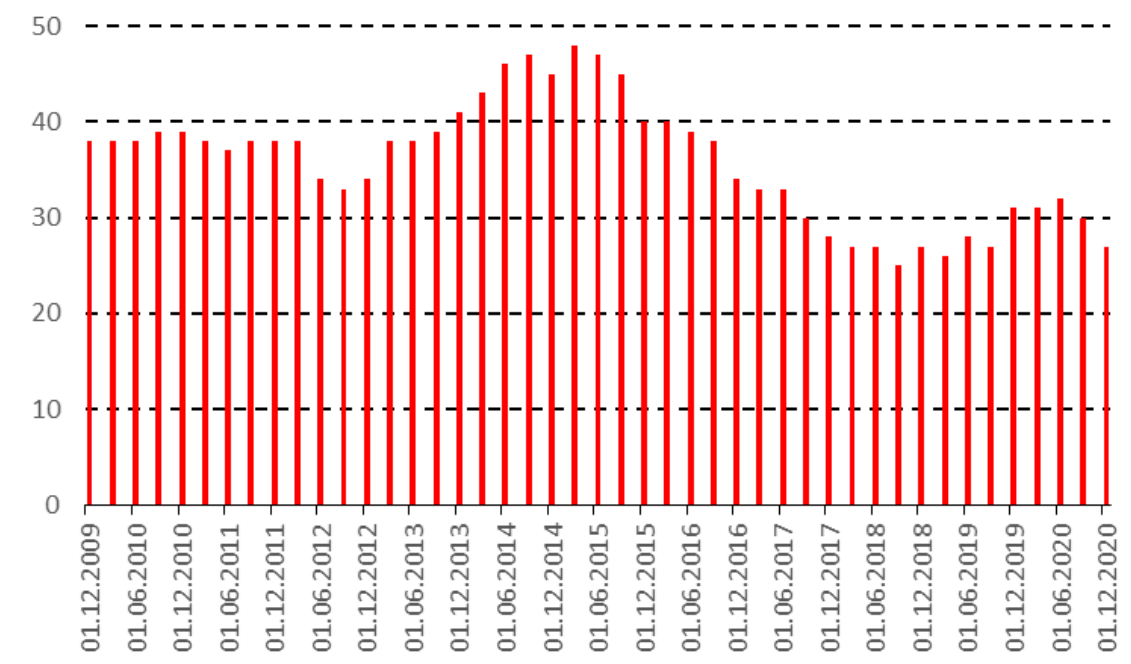
Während der Finanzkrise sind ABS, insbesondere Mortgage-Backed-Securities (MBS), in Verruf geraten. Die Qualität einzelner Forderungsportfolios zur Absicherung der emittierten Wertpapiere war in zahlreichen Fällen minderwertig und hat in der Konsequenz zu z.T. drastischen Verlusten bei den Käufern geführt. Im Rahmen der umfangreichen Aufarbeitung der Versäumnisse in der Finanzkrise sind vor allem regulatorische Lehren gezogen worden. Im Vordergrund stand die Sicherstellung hinreichender Transparenz in Bezug auf die jeweilige Verbriefungstransaktion, um jedem interessierten Anleger die Möglichkeit zu bieten, belastbare und unverzerrte Informationen über den Sicherungspool sowie die Konstruktionsdetails der einzelnen ABS zu erhalten.³⁰ In Deutschland hat es nach 2008 eine

²⁸ Eine konzise Darstellung von Verfahren und Varianten der Verbriefung findet sich u.a. bei Reichling, Beinert und Henne (2005), S. 202 ff., wesentlich detaillierter analysieren z.B. Hartmann-Wendels, Pfungsten und Weber (2019), S. 181 ff.

²⁹ Vgl. zum Thema Verbriefungen auch die Ausführungen unter Abschnitt 8.3, 11 und 13.2.

³⁰ Die ab Januar 2019 EU-weit gültigen Regeln beziehen sich auf „Simple, Transparent, and Standardised (STS)“-Verbriefungen, vgl. ESMA (2018): Descriptive & disclaimer text at the top of the ESMA webpage containing the STS notifications, ESMA33-128-585, 13. November 2018,

Reihe von (durchaus erfolgreichen) Initiativen gegeben, die Verbriefung als (ergänzendes) Instrument der Unternehmensfinanzierung wieder hoffähig zu machen.



Quelle: Deutsche Bundesbank

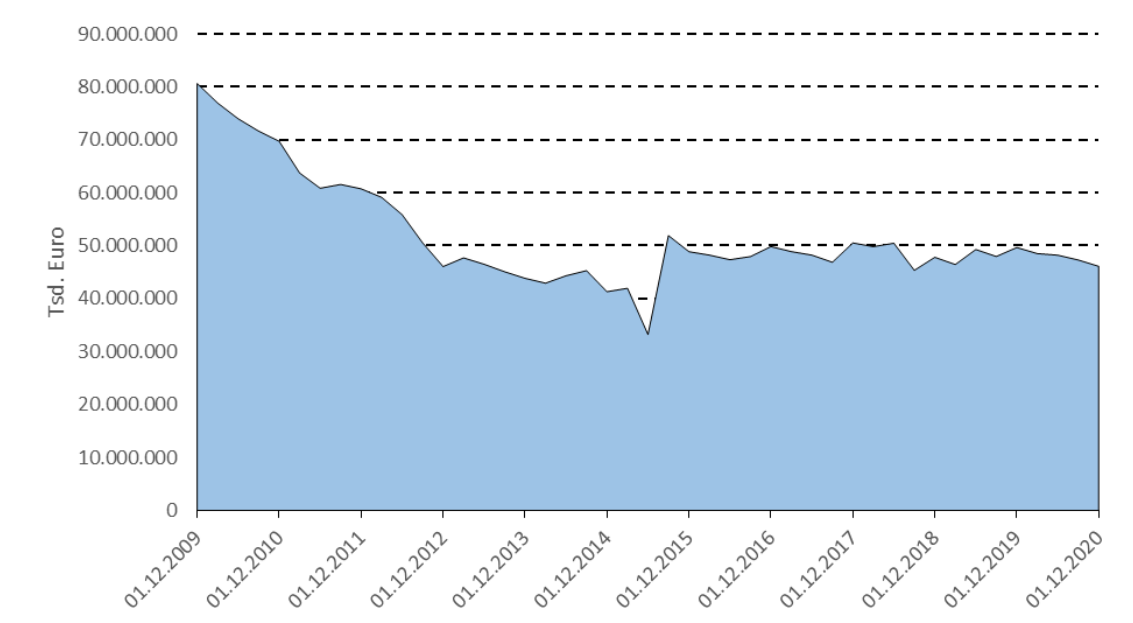
Abbildung 10: Zahl der Verbriefungszweckgesellschaften (FVC)³¹

Das Geschäftsmodell „Verbriefung“ führt gleichwohl eine Art Schattendasein. Zwar hat die Zahl der FVCs nach der Finanzkrise tendenziell zugenommen (vgl. Abbildung 10), seit Mitte 2016 scheint sich das Segment jedoch in der Größenordnung von rd. 30 Anbietern zu stabilisieren.³² Ein sehr ähnliches Bild ergibt sich auch mit Blick auf die Entwicklung der Gesamtvolumina von ABS-Transaktionen im Betrachtungszeitraum (siehe Abbildung 11). Bis in das Jahr 2015 nimmt die aggregierte Bilanzsumme der FVCs auf weniger als 50 Prozent des Ausgangsniveaus ab, um nach einem moderaten Anstieg bis dato auf rd. 50 Mrd. Euro zu verharren. Die Dynamik der letzten Jahre ist überdies trotz anhaltenden Wachstums der deutschen Realwirtschaft eher gering.

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-128-585_sts_reporting_instructions.pdf . Eine ausführliche Auseinandersetzung mit den regulatorischen Details findet sich im Abschnitt II dieses Gutachtens.

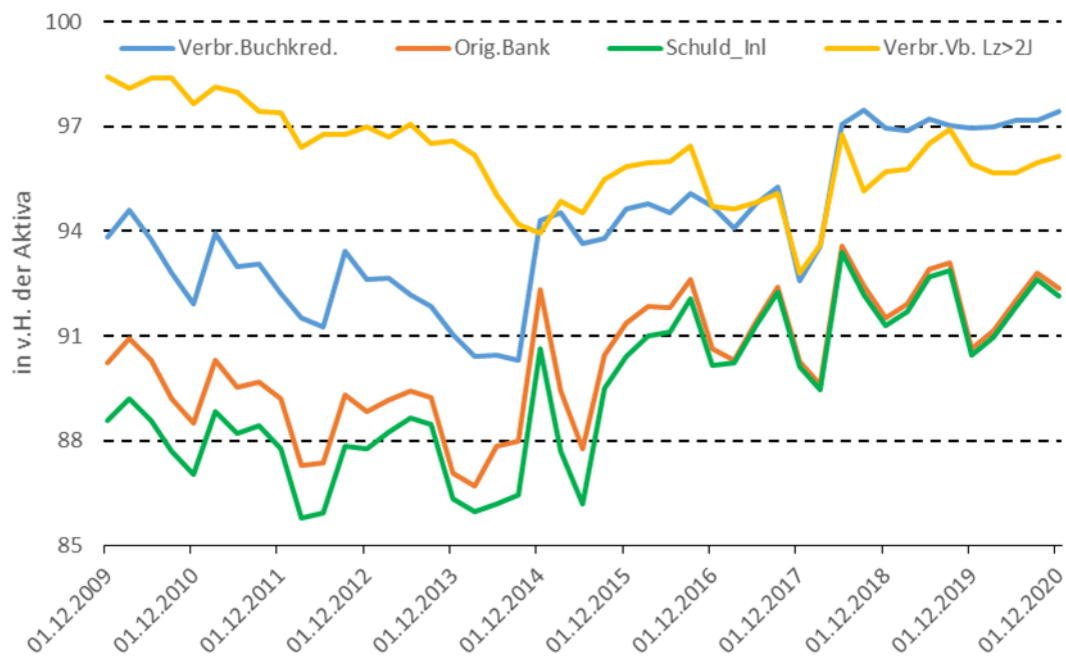
³¹ Im Eurosystem werden Verbriefungszweckgesellschaften als „financial vehicle corporations“ (FVC) geführt.

³² Die Ausführungen beziehen sich zunächst nur auf in Deutschland domizilierte FVCs, allein diese werden von den offiziellen Statistiken der Deutschen Bundesbank erfasst. Wir erweitern den Fokus an späterer Stelle.



Quelle: Deutsche Bundesbank

Abbildung 11: Aktiva von FVCs in Deutschland



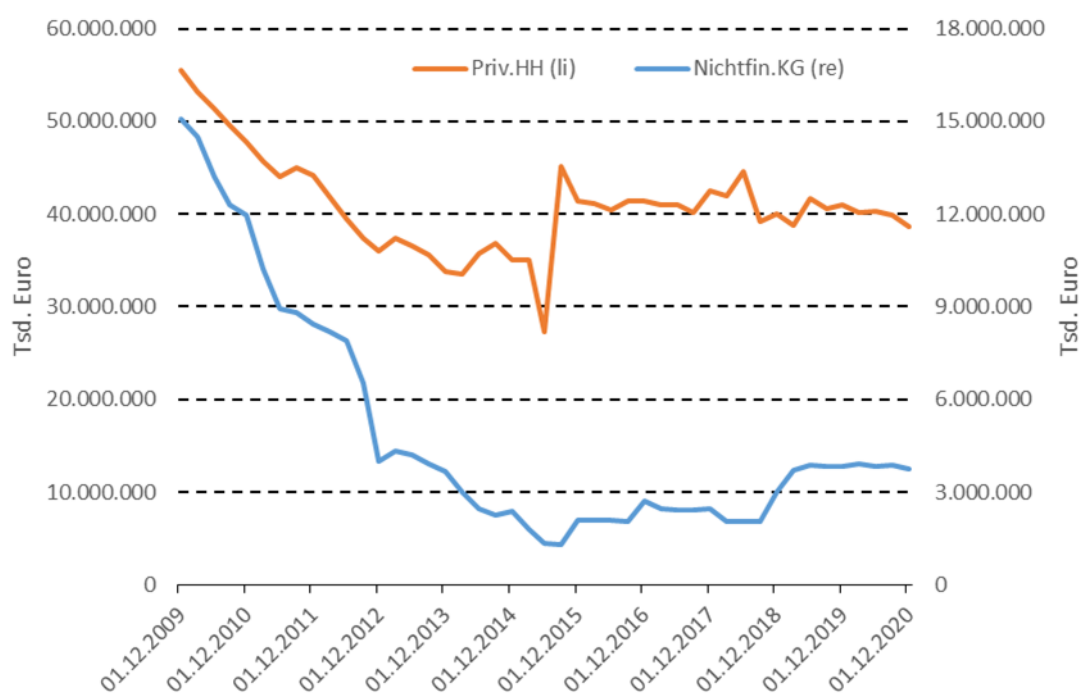
Quelle: Deutsche Bundesbank; eig. Berechnung

Abbildung 12: Strukturkennzahlen

Die (cursorischen) Kennzahlen in Abbildung 12 deuten auf einen strukturellen Wandel des Verbriefungssektors zur Mitte des Betrachtungszeitraumes. Bis Ende 2014 nahm u.a. der Anteil der verbrieften Kredite an der Gesamtaktiva der FVCs um rd. drei Prozentpunkte ab, etwa in der gleichen Größenordnung reduzierte sich die relative Bedeutung der Buchkredite von im Eurogebiet als Originatoren fundierenden MFIs. Die Quote der emittierten

Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mindestens zwei Jahren ging sogar um etwa fünf Prozentpunkte zurück.

Ab 2015 ändern sich die Verhältnisse erkennbar. Besonders deutlich wird der Zuwachs von insgesamt sechs Prozentpunkten bei den verbrieften Krediten im Portfolio der FVCs. Parallel steigt im Trend auch der Anteil der längerfristigen Schuldverschreibungen auf der Passivseite. Gleichförmig, und im Ergebnis deutlich positiv, entwickeln sich auch die Kennzahlen für die Herkunft der verbrieften Kredite aus dem Eurogebiet sowie für die relative Bedeutung inländischer Schuldner insgesamt.

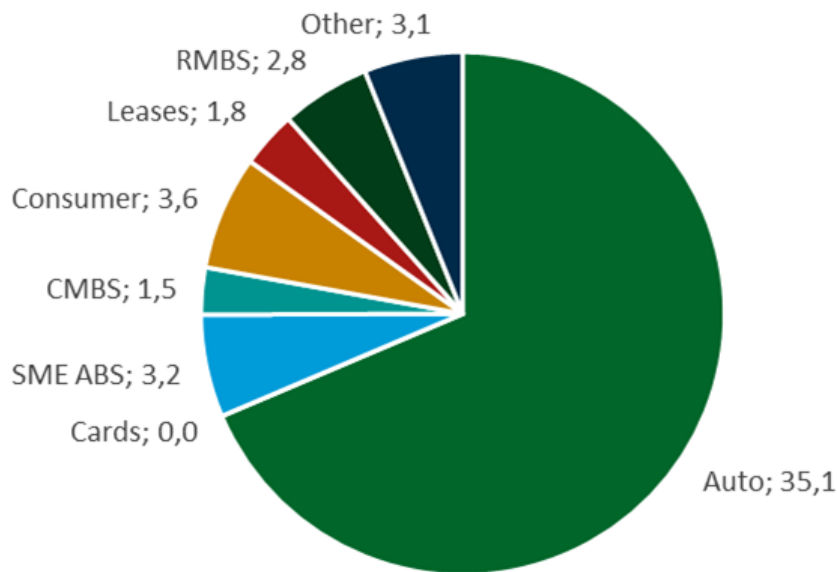


Quelle: Deutsche Bundesbank; eig. Berechnungen

Abbildung 13: Inländische Schuldner

Abbildung 13 liefert eine weitere, grundlegende Erkenntnis über die substantiellen Veränderungen auf dem Markt für Verbriefungen in Deutschland. In der ersten Hälfte des Beobachtungszeitraums sind in den FVCs die Forderungen gegen private Schuldner um rd. 50 Prozent gesunken, die Verbindlichkeiten nicht-finanzieller Kapitalgesellschaften sogar um fast 90 Prozent. In der Folgezeit haben sich Struktur und Volumina der FVC-Portfolien weitgehend stabilisiert. Die Verbriefungsunternehmen halten im Durchschnitt der vergangenen fünf Jahre rd. 40 Mrd. Euro an Krediten gegenüber inländischen privaten

Haushalten und etwa 3 Mrd. Euro gegenüber deutschen nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften.



Quelle: Association for Financial Markets in Europe

Abbildung 14: Sicherheiten der verbrieften Kredite (Deutschland, 2020:Q4; in Mrd. Euro)

In Abbildung 14 sind schließlich die Sicherungsgüter der verbrieften Kredite auf dem deutschen Verbriefungsmarkt für das vierte Quartal 2020 wiedergegeben. Man erkennt die Dominanz der Kfz-Kredite, die beinahe 70 Prozent des Gesamtgeschäfts abdecken. An zweiter Stelle stehen Grundschulden für Wohnimmobilien, dahinter folgen Konsumentenkredite, beide Segmente aber wenig bedeutsamen Niveau.

Bei einer realitätsnahen Einschätzung des Verbriefungsmarktes müssen allerdings die nationalen Grenzen verlassen werden. Nicht zuletzt die Durchsetzung des europäischen Binnenmarktes auch für den Finanzsektor sorgt dafür, dass sich Unternehmen in den Ländern mit (relativen) Besteuerungsvorteilen ansiedeln. Dies gilt insbesondere für FVCs (auch: Special Purpose Vehicles, SPVs), die im Auftrag von in Deutschland ansässigen Originatoren (vornehmlich) von Luxemburg aus Verbriefungsemissionen abwickeln, um immer noch existierende fiskalische Nachteile, vor allem bei der Gewerbesteuer, zu vermeiden.³³ Folglich werden Verbriefungstransaktionen mit inländischen Originatoren und ebenfalls heimischen Sicherheiten dem Ausland zugerechnet, ohne in den deutschen

³³ Vgl. ausführlich z.B. Dlugai (2018), S. 27 ff.

Statistiken unmittelbar Niederschlag zu finden. Tabelle 2a spiegelt die Konsequenzen dieser „technischen“ Trennung wider. Im Gegensatz zur vorangegangenen Analyse betrachten wir nachfolgen (einzelne) Emissionen, also „Flows“, anstelle von Beständen, oder „stocks“.

Alle						Public					
ganzer Zeitraum		2000 - 2008		2009 - 2020		ganzer Zeitraum		2000 - 2008		2009 - 2020	
Anzahl	Volumen (Mill. Euro)	Anzahl	Volumen (Mill. Euro)	Anzahl	Volumen (Mill. Euro)	Anzahl	Volumen (Mill. Euro)	Anzahl	Volumen (Mill. Euro)	Anzahl	Volumen (Mill. Euro)
383	419499,5	176	214120,2	207	205379,4	238	257909,3	68	103444,7	170	154464,6
100	176288,1	30	81507,8	70	94780,3	69	139480,7	14	69088,8	55	70391,9
26,1%	42,0%	17,0%	38,1%	33,8%	46,1%	29,0%	54,1%	20,6%	66,8%	32,4%	45,6%
Ø pro Jahr	Ø Volumen (Mill. Euro)	Ø pro Jahr	Ø Volumen (Mill. Euro)	Ø pro Jahr	Ø Volumen (Mill. Euro)	Ø pro Jahr	Ø Volumen (Mill. Euro)	Ø pro Jahr	Ø Volumen (Mill. Euro)	Ø pro Jahr	Ø Volumen (Mill. Euro)
18,2	1095,3	19,6	1216,6	17,3	992,2	11,3	1083,7	7,6	1521,2	14,2	908,6
4,8	1762,9	3,3	2716,9	5,8	1354,0	3,3	2021,5	1,6	4934,9	4,6	1279,9
	Ø Jahresvol. (Mill. Euro)		Ø Jahresvol. (Mill. Euro)		Ø Jahresvol. (Mill. Euro)		Ø Jahresvol. (Mill. Euro)		Ø Jahresvol. (Mill. Euro)		Ø Jahresvol. (Mill. Euro)
gesamt	19976,2	gesamt	23791,1	gesamt	17114,9	gesamt	12281,4	gesamt	11493,9	gesamt	12872,1
SPV in D	8394,7	SPV in D	9056,4	SPV in D	7898,4	SPV in D	6641,9	SPV in D	7676,5	SPV in D	5866,0

Quelle: Concept ABS; eig. Berechnungen

Tabelle 3: Verbriefungen durch Originatoren mit Sitz in Deutschland

Im Betrachtungszeitraum von 2000 bis 2018 haben inländische Originatoren insgesamt 383 Verbriefungstransaktionen durchgeführt, aber nur 100, oder rd. ein Viertel, davon mit im Inland ansässigen SPVs. Zwar war der „heimische“ Anteil am Gesamtvolumen mit mehr als 40 Prozent signifikant höher, gleichwohl werden Emissionen im Gesamtumfang von mehr als 240 Mrd. Euro in der deutschen Statistik nicht sichtbar.

Die Tabelle 2a gibt auch Auskunft über eine Reihe von strukturellen Charakteristika des Verbriefungsmarktes mit im Inland ansässigen Originatoren. Die gleichzeitig eingetretenen Veränderungen werden durch einen Vergleich der Vor- und Nach-Finanzkrisen-Zahlen deutlich. Im ersten Teil-Intervall war nur die Hälfte aller Emissionen öffentlich, nach der Finanzkrise immerhin mehr als 80 Prozent. Die durchschnittliche Zahl der Transaktionen pro Jahr im öffentlichen Segment hat sich nach 2008 beinahe verdoppelt, das durchschnittliche jährliche Emissionsvolumen hat sich indes nur leicht auf knapp 13 Mrd. Euro erhöht. Leicht irreführend ist allerdings der Vergleich der mit inländischen SPVs abgewickelten öffentlichen Emissionen zwischen 2000 und 2008. Ausgewiesen werden 14 Transaktionen im Gesamtumfang von beinahe 70 Mrd. Euro, für die zweite Teilperioden stehen hingegen 55 Emissionen mit einem aggregierten Volumen von leicht über 70 Mrd. Euro zu Buche. Die

rechnerischen Jahresdurchschnitte suggerieren zwar eine gestiegene Frequenz, aber kleinere Tranchen. Bei näherem Hinsehen präsentiert sich ein Sondereffekt im Jahr 2008: Zwischen August und Dezember haben vier große Banken je eine mit Immobilien gesicherte Transaktion im Gesamtumfang von knapp 60 Mrd. Euro platziert und damit den (Jahres-) Durchschnitt massiv verzerrt.

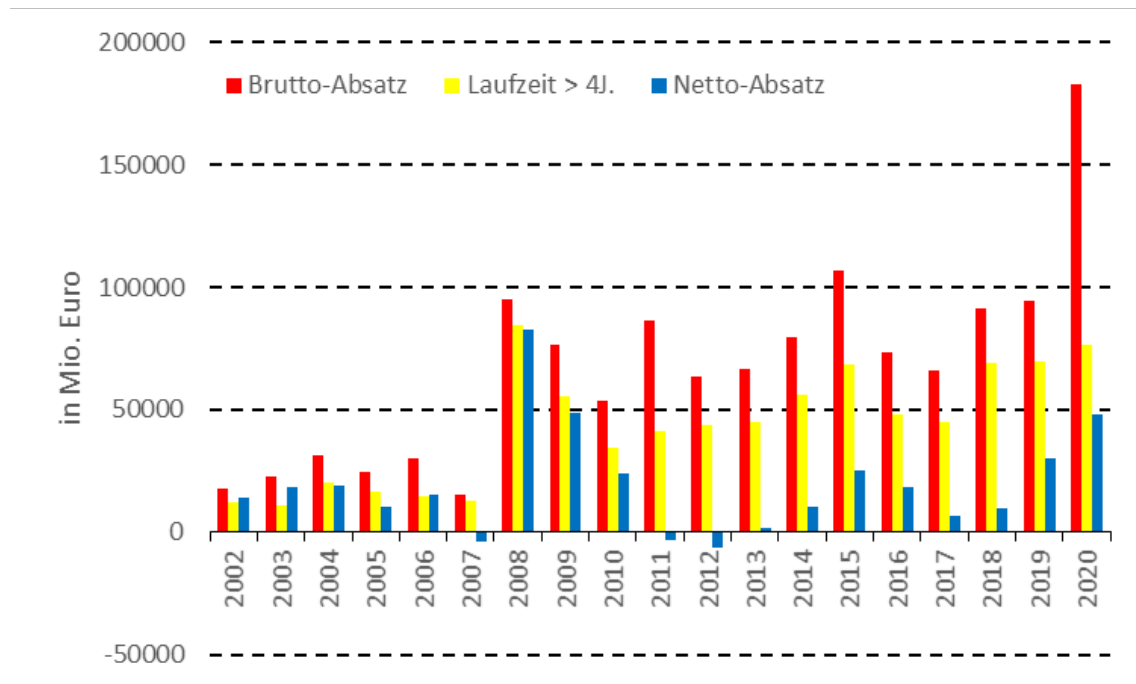
Als Zwischenfazit kann man festgehalten, dass nach der Finanzkrise durchschnittlich rd. 15 öffentliche Verbriefungstransaktionen mit in Deutschland ansässigen Originatoren durchgeführt wurden, ein Drittel davon auch mit einheimischen SPVs. Das aggregierte Volumen belief sich auf knapp 13 Mrd. Euro/Jahr, auf die SPVs in Deutschland entfielen davon jährlich beinahe sechs Mrd. Euro.

Der abschließende Blick auf die Angebotsseite des Finanzsektors gilt „dem“ Kapitalmarkt. Dieser rückt in der Praxis nicht zuletzt durch die sich in Aufbau befindliche europäische Kapitalmarktunion (CMU) immer deutlicher in das Zentrum der politischen Sphäre, gleichwohl haben nicht alle bis dato eingeleiteten Maßnahmen uneingeschränkten Beifall gefunden. Es ist nicht überraschend, dass wiederholte Kritik besonders in Deutschland formuliert wurde.³⁴

Abbildung 15 vermittelt einen Eindruck von den inländischen Verhältnissen. Wiedergegeben sind die Brutto- und Netto-Absatzvolumina von Unternehmensanleihen in den vergangenen zwei Dekaden. Die strukturellen Änderungen sind deutlich erkennbar: Bis einschließlich 2007 lagen Brutto- (Ø 23,5 Mrd. €) und Netto-Absatz (Ø 12,3 Mrd. €) in niedrigen zweistelligen Milliardenbereich. Während der Finanzkrise erhöhten sich beide Volumina massiv, die Brutto-Absatzerfolge blieben anschließend bis einschließlich 2019 auf beachtlichem Niveau (Ø 78,2 Mrd. €), während der Netto-Absatz (Ø 11,7 Mrd. €) auf den Stand vor 2008 zurückfiel. Diese Erkenntnisse sind umso bedeutsamer, als im Betrachtungszeitraum das nominale Bruttoinlandsprodukt (BIP) in Deutschland um mehr als 1.260 Mrd. Euro gewachsen ist. Zur Finanzierung dieses Expansionsprozesses hat der Kapitalmarkt durch den aggregierten Netto-Absatz von Unternehmensanleihen per Saldo mit lediglich gut 320 Mrd. Euro beigetragen. Im Jahr 2020 haben sich allerdings sowohl der Brutto- als auch der Nettoabsatz der Kapitalmarktverbindlichkeiten von Unternehmen nahezu verdoppelt. Auffällig ist zudem

³⁴ Exemplarisch etwa Gischer und Ilchmann (2017) oder Gischer, Ilchmann und Kessler (2019).

der starke (relative) Anteil der kurzfristigen Verschuldung, die im Zusammenhang mit den staatlich subventionierten Stützungsmaßnahmen für von der Corona-Pandemie besonders stark betroffener Betriebe in Verbindung stehen könnte. Es bleibt abzuwarten, wie sich diese Entwicklung auch angesichts der anhaltenden Ausnahmesituation durch die Bekämpfung der Covid-Welle in den Folgejahren darstellen wird



Quelle: Deutsche Bundesbank

Abbildung 15: Anleihen von Unternehmen (Nicht-MFIs)

4 Unternehmensfinanzierung in Deutschland: Die Nachfrageseite

Die Unternehmenslandschaft in Deutschland unterscheidet sich durchaus signifikant von der anderer größerer Volkswirtschaften in der EU. Obgleich in Bezug auf das nationale BIP z.T. deutlich kleiner, liegen bei der Zahl der statistisch erfassten Unternehmen Länder wie Italien (3, 712 Mio.), Frankreich (2,784 Mio.) oder Spanien (2,661 Mio.) vor dem Inland (2,504 Mio.).³⁵ Allerdings sind diese Angaben vor allem im Segment der (sehr) kleinen Einheiten (0 bis 9 Beschäftigte) nur bedingt vergleichbar, da die gesetzlichen Definitionen der Unternehmereigenschaft grenzüberschreitend unterschiedlich sind.³⁶

Betrachtet man die Unternehmen mit mindestens zehn (und mehr) Beschäftigten, zeigt sich die Ausnahmestellung Deutschlands: Kein anderes Land der EU hat auch nur einen annähernd hohen Anteil an größeren Gewerbeeinheiten wie die Bundesrepublik (knapp 20%), in allen anderen EU-Volkswirtschaften weisen (im Durchschnitt) deutlich weniger als zehn Prozent der Unternehmen mehr als zehn Beschäftigte aus.³⁷ Selbst die großen, oben genannten Flächenländer fallen im direkten Vergleich sehr weit zurück und im Aggregat der EU-28 war im Jahr 2017 jedes vierte Unternehmen mit zwanzig und mehr Beschäftigten in Deutschland ansässig.³⁸

Die hier verwendeten Größenklassen orientieren sich an den üblichen Vorgaben für die systematische Abgrenzung des sog. „Mittelstandes“, präziser: der kleinen und mittleren Unternehmen (KMU). Gebräuchlich sind als Klassifikationskriterien neben der Zahl der Beschäftigten auch die Umsatzerlöse bzw. die Bilanzsumme. Die EU³⁹ definiert z.B. „Kleinstunternehmen“ (Beschäftigte < 10 sowie entweder Umsatzerlöse ≤ 2 Mio. € oder Bilanzsumme ≤ 2 Mio. €), „kleine Unternehmen“ (Beschäftigte < 50 sowie entweder Umsatzerlöse ≤ 10 Mio. € oder Bilanzsumme ≤ 10 Mio. €) sowie „mittlere Unternehmen“ (Beschäftigte < 250 sowie entweder Umsatzerlöse ≤ 50 Mio. € oder Bilanzsumme ≤ 43 Mio. €). Davon abweichend differenziert das Institut für Mittelstandsforschung (IfM) wie folgt: „Kleinstunternehmen“ (Beschäftigte ≤ 9 und Umsatzerlöse ≤ 2 Mio. €), „kleine

³⁵ Zahlenangaben für 2017, Quelle: EUROSTAT.

³⁶ So gelten etwa Freiberufler in Deutschland nicht (zwingend) zu den Unternehmen.

³⁷ Quelle: EUROSTAT, eig. Berechnungen.

³⁸ Ebd.

³⁹ Europäische Kommission (2003): Empfehlung vom 6. Mai 2003 (2003/361/EG).

Unternehmen“ (Beschäftigte ≤ 49 und Umsatzerlöse ≤ 10 Mio. €) und „mittlere Unternehmen“ (Beschäftigte ≤ 499 und Umsatzerlöse ≤ 50 Mio. €).⁴⁰

Umsatzklasse	Anzahl	Umsatz	Anzahl %	Umsatz %	
bis 500 Tsd Euro	2 596 990	330 861	78,98	4,89	Gewerbetreibende
0,5 bis 5 Mio Euro	583 667	840 802	17,75	12,42	
5 bis 10 Mio Euro	50 171	349 546	1,53	5,16	unterer Mittelstand
10 bis 25 Mio Euro	32 394	497 814	0,99	7,35	
25 bis 50 Mio Euro	11 688	407 939	0,36	6,02	
50 bis 100 Mio Euro	6 395	445 226	0,19	6,58	oberer Mittelstand
100 bis 250 Mio Euro	4 174	635 228	0,13	9,38	
250 bis 500 Mio Euro	1 510	521 781	0,05	7,71	
0,5 bis 1 Mrd Euro	718	487 859	0,02	7,21	
über 1 Mrd Euro	599	2 253 769	0,02	33,29	Großunternehmen
Summe	3 288 306	6 770 825	100,00	100,00	

Quelle: Statistisches Bundesamt; eig. Berechnungen

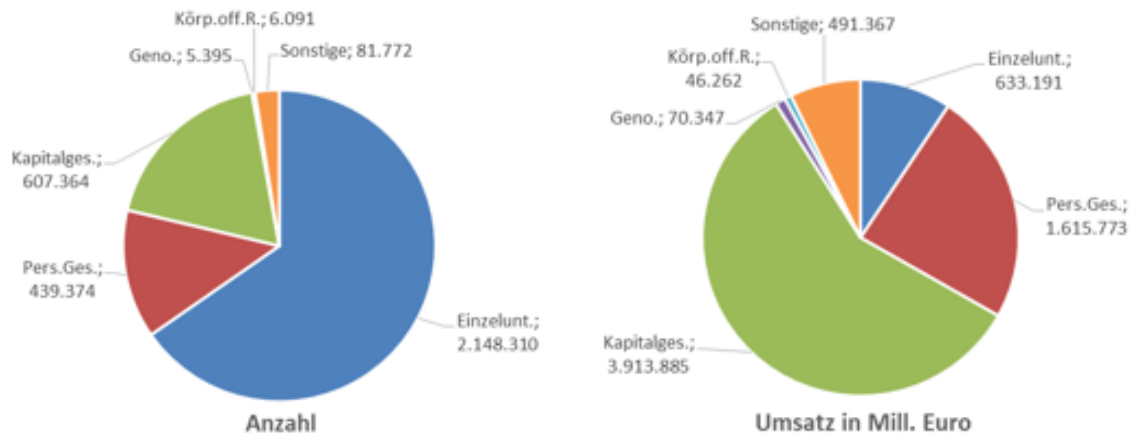
Tabelle 4: Steuerpflichtige nach Größenklassen (2019)

Unabhängig von den „Feinheiten“ der Klassifizierung sind die eher groben Kriterien für eine detaillierte Analyse allenfalls bedingt geeignet. Das deutsche System der Unternehmensbesteuerung liefert präzisere Informationen. Tabelle 4 enthält ausgewählte Daten aus der Umsatzsteuerstatistik (Fachserie 14, Reihe 8.1). Die Ergebnisse unterstreichen die bereits skizzierte Sonderstellung des deutschen Unternehmenssektors. Der Mittelstand (in der Abgrenzung des IfM) stellt 99,59% aller Unternehmen in Deutschland, deren Umsatzanteil beträgt allerdings nur etwas mehr als 35 Prozent. Eine pragmatische Unterteilung trennt die häufig sehr kleinen Einheiten (Handwerk, lokale Dienstleister, Einzelhandel u.ä.), die Gewerbetreibende, von dem unteren Mittelstand, der die andere Hälfte des Umsatzanteils des untersten Segments erwirtschaftet.

Die folgende Kategorie, der obere Mittelstand, repräsentiert u.a. eine große Zahl an häufig traditionsreichen und alt eingesessenen Familienunternehmen von z.T. sehr beträchtlicher Größe sowie durchaus respektablem internationalem Ansehen („hidden champions“). Diese rund 12.000 Betriebe tragen ihrerseits mit etwa einem Drittel zum deutschen Gesamtumsatz bei und bilden nicht selten ökonomische Schwerpunkte in ihrem jeweiligen regionalen Umfeld. Die Zahl der „Umsatzmilliardäre“ in Deutschland ist mit beinahe 600 Unternehmen

⁴⁰ Institut für Mittelstandsforschung (2016): KMU-Definition des IfM Bonn, <https://www.ifm-bonn.org/definitionen/kmu-definition-des-ifm-bonn/>.

eher überschaubar. Ihr gesamtwirtschaftliches Gewicht ist allerdings mit dem der beiden übrigen Segmente nahezu identisch. In der Finanzierungspraxis besitzen – bis auf einzelne Ausnahmen – nur die Großunternehmen einen unmittelbaren Kapitalmarktfähigkeit.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Abbildung 16: Steuerpflichtige und Umsatz nach Rechtsformen (2019)

Abbildung 16 enthüllt weitere Details. Wie schon ausgeführt, handelt es sich bei den sehr kleinen Betrieben in Deutschland weit überwiegend um Einzelunternehmen oder natürliche Personen. Die Gesamtzahl dieser Einheiten korrespondiert stark mit den Subsegmenten „Kleinstunternehmen“ bzw. „Gewerbetreibende“. Der durchschnittliche Umsatz dieser Steuerpflichtigen belief sich im Jahr 2019 auf rd. 295 Tsd. Euro. Ihr Beitrag zum Gesamtumsatz beträgt weniger als 10 Prozent. Von deutlich größerer Bedeutung für die inländische Wertschöpfung sind Personengesellschaften. Sie sind für etwa 25 Prozent der marktmäßigen Umsätze verantwortlich. Durchschnittsgröße und Rechtsformen variieren in dieser Kategorie sehr stark, knapp die Hälfte der Betriebe sind BGB-Gesellschaften mit durchschnittlich etwa 430 Tsd. Euro Jahresumsatz. Die ökonomisch größte Bedeutung haben die fast 150 Tsd. GmbH & Co KGs, die im Mittel ca. 8,1 Mio. Euro an Verkaufserlösen zu versteuern hatten. Erwähnenswert sind unter den Personengesellschaften die knapp 300 Aktiengesellschaften & Co KGs, die in 2019 durchschnittliche Umsätze von über 295 Mio. Euro versteuert haben.

Den mit Abstand größten Anteil an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung haben jedoch die Kapitalgesellschaften. Mehr als 90 Prozent dieser Unternehmen firmieren als GmbHs, die als Stütze des (unteren) Mittelstands gelten können. Im Mittel außergewöhnlich hohe Umsätze erzielten allerdings Unternehmen mit eher (sehr) seltenen Rechtsformen: Weniger

als 150 Kommanditgesellschaften auf Aktien versteuerten 2019 rechnerisch je knapp 630 Mio. Euro, die etwa 270 Europäischen Aktiengesellschaften sogar durchschnittlich fast 650 Mio. Euro. Die übrigen Kategorien (Erwerbs- und Wirtschaftsgenossenschaften, Körperschaften des öffentlichen Rechts und sonstige Rechtsformen) sind quantitativ von eher nachrangiger Bedeutung.

In Bezug auf die geographische Verteilung der (größeren) Unternehmen nimmt Deutschland ebenfalls eine Sonderposition ein.⁴¹ Im Gegensatz zu vielen seiner Nachbarn sind politische Handlungsträger und ökonomische Wertschöpfung sehr dezentral lokalisiert, nicht zuletzt eine (gewünschte) Folge der föderalen Organisation der Bundesrepublik. Selbstverständlich verfügt die heimische Wirtschaft auch über regionale Zentren mit jeweiligen gewerblichen Schwerpunkten, andererseits sind zahlreiche „hidden champions“ in zentrumsfernen Regionen tätig und sorgen damit auch in der Fläche für dauerhafte Beschäftigung bzw. angemessene Infrastruktur.

Im Vergleich zu anderen Flächenländern in Europa werden in Deutschland deutlich höhere Anteile der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung in kleinen Regionen (z.B. Landkreisen) erzeugt. Die Ausstrahlungseffekte großer Unternehmen sind daher erkennbar geringer als in vergleichbaren europäischen Ländern.⁴² Ein geographisch-soziales Gefälle in Deutschland ist zwar fraglos identifizierbar (Nord vs. Süd, Ost vs. West), im tatsächlichen Ausmaß gleichwohl (noch) nicht wirklich virulent.

Das beschriebene Nebeneinander von differenzierter Größenstruktur und geographisch-räumlicher Verteilung der Unternehmenseinheiten in Deutschland begründet gleichsam die Notwendigkeit der (relativen) Kleinteiligkeit innerhalb des nationalen Bankensektors. Die örtliche Nähe von Gläubiger und Schuldner senkt die Informations- bzw. Transaktionskosten und reduziert damit tendenziell die Kreditrisiken. Die ausgeprägte Bankendichte begünstigt aber nicht nur die bereits existierenden Unternehmen, sondern erleichtert auch Neugründungen oder -ansiedlungen in zentrumsfernen Landesteilen.⁴³

⁴¹ Vgl. zum Folgenden auch Gischer, Ilchmann und Kessler (2019), S. 155 ff., oder Gischer und Ilchmann (2018), insb. S.46 ff.

⁴² Gischer und Ilchmann (2018), S. 50 f.

⁴³ Regelmäßig wird in diesem Zusammenhang über die Sicherstellung der Gleichwertigkeit der Lebensverhältnisse sowie der angemessenen Daseinsvorsorge im gesamten Bundesgebiet diskutiert, vgl. grundlegend Art. 72 Abs. 2 Grundgesetz (GG) und ergänzend § 2 Abs. 2 Nr. 1 Raumordnungsgesetz (ROG).

Vornehmlich regional operierende Kreditinstitute, wie z.B. Kreditgenossenschaften und Sparkassen, sind die qualifizierten Ansprechpartner. Ihre Expertise ist hilfreich zur Analyse von individuell konzipierten Finanzierungskonzepten, die Betreuung bei der Organisation der betrieblichen Ein- und Auszahlungsprozesse sowie die begleitende Anlageberatung. für alle in diesem Zusammenhang anstehenden Entscheidungen. Die Bank übernimmt vornehmlich für (sehr) kleine oder junge Unternehmen Aufgaben, die diese selbst entweder gar nicht oder nur zu sehr hohen Kosten erfüllen könnten.⁴⁴

Eine nicht zu vernachlässigende Rolle bei der Standortverteilung spielen die bereits erwähnten Familienunternehmen.⁴⁵ Auch wenn eine beachtliche Zahl selbst der großen Firmen bereits im 19. Jahrhundert gegründet wurden, sind doch knapp die Hälfte der 500 größten Familienunternehmen „Kinder der Nachkriegszeit“. Dennoch hat die Umwandlung der drei ehemaligen westlichen Besatzungszonen in die Bundesrepublik Deutschland die (Neu-)Ansiedlung dieser Betriebe abseits der zumeist weitgehend zerstörten Vorkriegszentren erleichtert. Gerade in den weniger dicht besiedelten Flächenländern wie Niedersachsen oder Schleswig-Holstein ist der Anteil der Familienunternehmen mit 82 bzw. 80 Prozent besonders hoch.⁴⁶

⁴⁴ In Analogie zur Analyse von Diamond (1984) bzw. Diamond und Dybvig (1983) spricht man in diesem Kontext auch von „delegated contracting“.

⁴⁵ Zur Vereinfachung wird auf die explizite Unterscheidung zwischen „familienkontrolliert“ oder „eigentümergeführt“ verzichtet, vgl. zur Definition Stiftung Familienunternehmen (2019), S. 51 ff.

⁴⁶ Ebd. S. 37.

5 Finanzierungsbedarfe und deren Entwicklung

In ökonomischer Reinform lässt sich eine Finanzierungsmaßnahme als Zahlungsreihe beschreiben, die mit einer Einzahlung beginnt und der spätere Auszahlungen folgen.⁴⁷ (Nicht nur) betriebswirtschaftlich relevant ist die Verwendung der finanziellen Mittel, d.h. die mit ihr verbundene Investition. Aus der Sicht der vorliegenden Untersuchung gilt es mithin, die konkreten Motive von unternehmerischen Anlageentscheidungen zu analysieren. Darüber hinaus gilt der Blick auch den verschiedenen, im Zeitablauf in ihrer relativen Bedeutung variierenden, Finanzierungsformen. Besondere Beachtung finden dabei Varianten, die explizit über die im Abschnitt 2 differenzierte Angebotspalette abgewickelt werden.

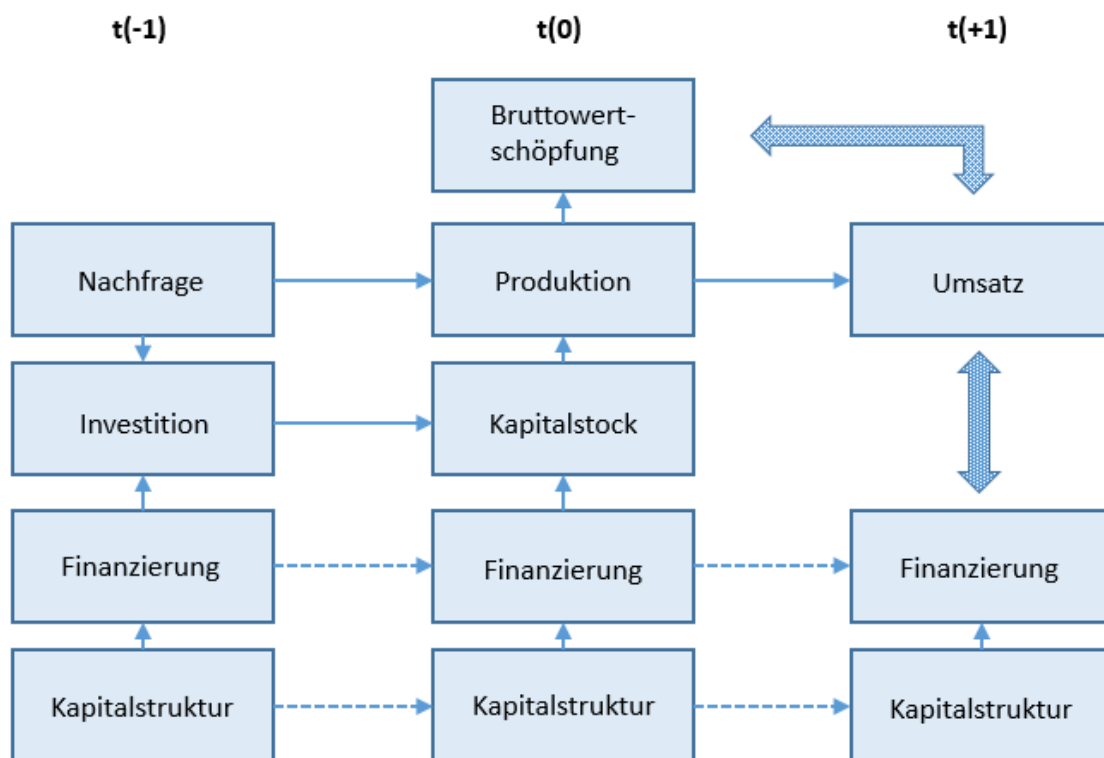


Abbildung 17: Funktionale Zusammenhänge

Abbildung 17 vermittelt einen stark vereinfachten Eindruck der funktionalen Zusammenhänge aus der Sicht einer Unternehmung in einer zeitlichen Perspektive. Das Ziel der betrieblichen Tätigkeit ist der erfolgreiche Verkauf der produzierten bzw. angebotenen Leistungen oder Waren. Voraussetzung sind die hinreichende Nachfrage sowie ein von

⁴⁷ Diese, häufig Dieter Schneider zugeschriebene, Definition geht – wie der Genannte selbst ausdrücklich erwähnt – auf Hallsten (1966), S. 17 f. zurück; vgl. dazu SCHNEIDER (1990), S.35.

dieser akzeptierter Preis.⁴⁸ Der realisierte Umsatz dient letztendlich (auch) der Finanzierung vorangegangener Investitionen, die wiederum den Kapitalstock zur Sicherstellung der dem Angebot vorangehenden Produktion generieren. Die skizzierten Prozesse wiederholen sich in einem wettbewerbsfähigen Unternehmen periodisch und kulminieren – parallel beeinflusst von hier nicht abgebildeten Vorgängen – in der Kapitalstruktur.

Diese wiederum bildet die Quellen der Finanzierung, und damit die Mittelherkunft, ab. Nur für wenige Rechtsformen wird Eigenkapital in Deutschland auf institutionellen Kapitalmärkten (z.B. Börsen) gehandelt, während – wie ausführlich beschrieben – Fremdkapital vornehmlich über unterschiedliche Kanäle des Finanzsektors bereitgestellt werden kann. Die Entscheidungen über die von einem Unternehmen angestrebte Kapitalstruktur haben mithin einen signifikanten Einfluss auf die Nachfrage nach Fremdkapital.

Neben den skizzierten Formen der Außenfinanzierung besteht für Marktakteure zusätzlich die Möglichkeit, wie in Abbildung 17 angedeutet, zusätzliches Kapital (gleichsam) direkt über die Umsatzerlöse zu generieren. Man spricht von Innenfinanzierung, wenn grundsätzlich zur Entlohnung des Eigenkapitals verfügbare Mittel (befristet oder dauerhaft) im Unternehmen verbleiben.⁴⁹ Im 1. Abschnitt dieser Untersuchung haben wir bei der Abgrenzung von Finanzsystemen herausgestellt, dass Märkte nur funktionsfähig sind, wenn Akteure mit entgegengesetzten Interessen aufeinander treffen: Käufer und Verkäufer – oder auf Finanzmärkten: Sparer und Investoren. Wenn Letztere, typischerweise Unternehmen, indes ebenfalls (netto) sparen, fehlt der „markttechnische Antagonist“.

Um die folgenden Ausführungen nachvollziehen zu können, bedarf es eines kurzen Exkurses in die statistische Aufbereitung gesamtwirtschaftlicher Vorgänge. Diese wurde zuletzt im Jahr 2013 auf EU-Ebene (in großen Teilen) vereinheitlicht⁵⁰ und trennt die Rechenwerke in die Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung (VGR) im engeren Sinne und die parallel veröffentlichte Finanzierungsrechnung. Letztere berichtet über die Mittelherkunft und -

⁴⁸ So auch bei Deutsche Bundesbank: Finanzierungsrechnung – Methodische Erläuterungen, Juni 2020, S. 5-17, hier: S. 8, <https://www.bundesbank.de/de/statistiken/gesamtwirtschaftliche-rechenwerke/finanzierungsrechnung/finanzierungsrechnung--804172>.

⁴⁹ „Technisch“ handelt es sich hier um den sog. „(Free) Cash Flow“, vgl. z.B. Reichling, Beinert und Henne (2005), S. 27.

⁵⁰ EU-Verordnung Nr. 529/2013 vom 21. Mai 2013.

verwendung der einzelnen Sektoren einer Volkswirtschaft und betrachtet vor diesem Hintergrund im Unterschied zur VGR auch alternative Formen von sektoraler Vermögensbildung.

Im ersten Schritt wird, hier am Beispiel von Unternehmen, die Summe der Einnahmen ermittelt, die im Wesentlichen aus dem Ergebnis der Bruttowertschöpfung (sprich: Umsatz) fallen und ggfs. um Vermögenseinkünfte ergänzt werden. Nach Abzug aller betrieblichen Aufwendungen nebst Ausschüttungen und Steuern ergibt sich der Betrag an eigenen Mitteln. Übersteigt dieser die Summe der Bruttoinvestitionen, dann ist der sog. Finanzierungssaldo positiv, das Unternehmen ist per Definition „Netto-Sparer“ (vgl. Tabelle 5).

Prozent der BWS	1997–2001	2013–2017	Δ
Bruttowertschöpfung	100,0	100,0	/
+Vermögenseinkommen	0,6	5,3	4,7
-Arbeitnehmerentgelt	-61,4	-59,1	2,3
-Ausschüttungen	-20,4	-18,7	1,7
-Steuern und Sonstiges	-0,6	-2,9	-2,3
=Eigene Mittel	18,2	24,6	6,4
-Bruttoinvestitionen	-23,5	-19,2	4,3
=Finanzierungssaldo	-5,3	5,4	10,7

Quelle: KfW Research, Destatis

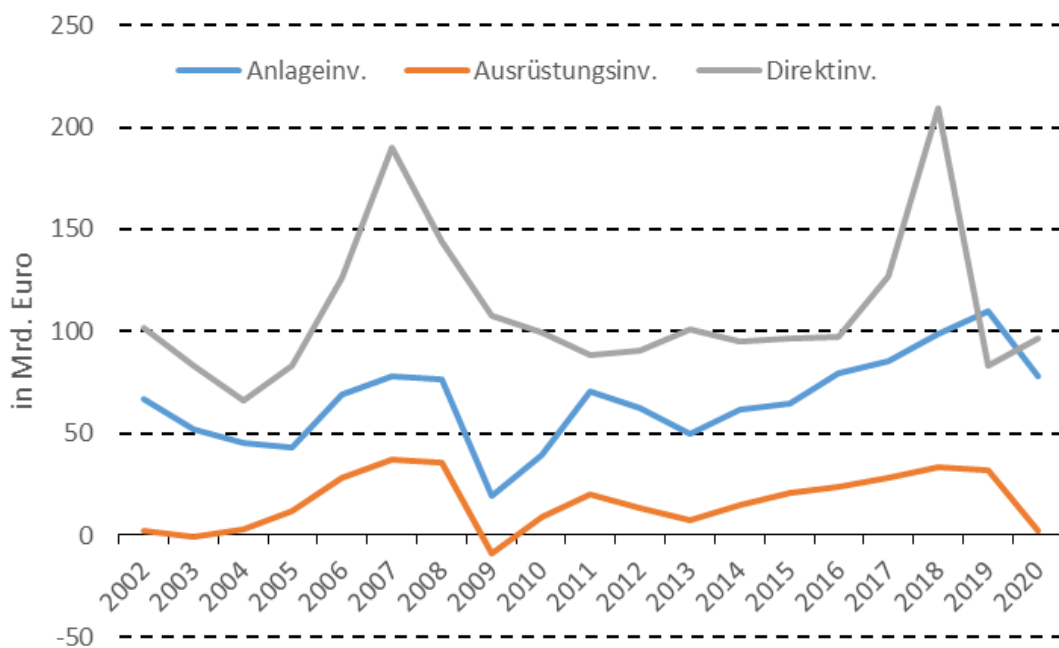
Tabelle 5: Finanzierungssaldo von Unternehmen⁵¹

Überraschend ist gleichwohl, dass sich der Unternehmenssektor trotz eines positiven Finanzierungssaldos durchaus (zusätzlich) verschulden kann. Allerdings fließen die Gegenwerte nicht in die Bildung von Sach- sondern in den Aufbau des Geldvermögens. Dieses umfasst dann z.B. auch Beteiligungen bzw. unmittelbare Ansprüche an Unternehmen oder Einrichtungen im Ausland. Im Inland aufgenommene Kredite finanzieren in diesem Fall Bruttowertschöpfung sowie Arbeitsplätze jenseits der deutschen Grenzen.

Abbildung 18 verdeutlicht die Sachverhalte in der „Interpretation“ der VGR. Hier sind alle Netto-Investitionen nicht-öffentlicher Haushalte wiedergegeben, zusätzlich die periodischen

⁵¹ Borger, K.: Unternehmen mehr Sparer als Investor: Hürde für raschen Abbau des Leistungsbilanzungleichgewichts, KfW Research – Fokus Volkswirtschaft, Nr. 235 vom 21. November 2018.

Veränderungen des Bestands der inländischen Nettokapitalanlagen im Ausland (Direktinvestitionen). Da ein wesentlicher Teil der inländischen Investitionstätigkeit in den privaten und gewerblichen Immobiliensektor fließt, mithin nicht unmittelbar produktiv wirkt, werden Anlage- und Ausrüstungsinvestitionen separat dargestellt, beide Segmente sind um die anteiligen Abschreibungen bereinigt. Man erkennt seit beinahe zwei Dekaden aufmäßigem Niveau stagnierende Ausrüstungsinvestitionen, während der Bestand bei aggregierten Anlagen zumindest seit 2013 einen erkennbaren Positivtrend aufweist. Hier kann das seit Jahren historisch niedrige Zinsniveau als Unterstützung der deutlich gestiegenen Immobiliennachfrage zur Begründung herangezogen werden. Dennoch haben deutsche Investoren per Saldo das Ausland trotz der jüngsten Handelskonflikte immer noch deutlich (und nachhaltig) präferiert. Dieser Effekt hat sich während der Covid-Pandemie noch verstärkt, während die inländischen Nettoinvestitionen in 2020 erkennbar gesunken sind, haben realwirtschaftliche Engagements im Ausland sogar noch leicht zugenommen



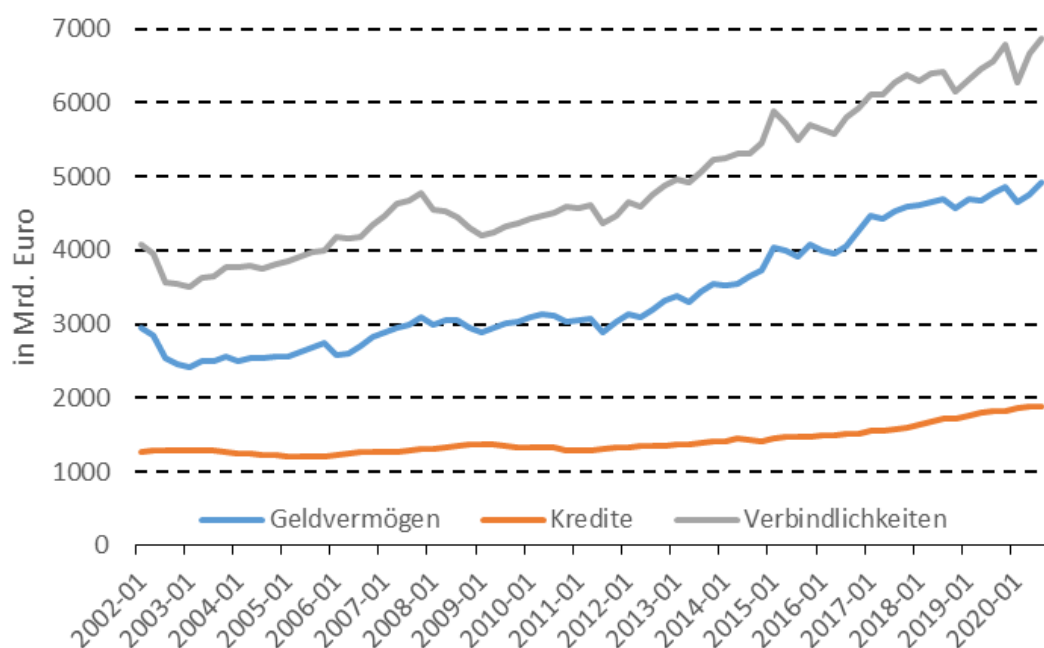
Quelle: Deutsche Bundesbank; eig. Berechnungen

Abbildung 18: Netto-Inlands- und Auslandsinvestitionen

Tatsächlich verläuft die Entwicklung des Geldvermögens nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften erkennbar dynamischer als der Bestandzuwachs für Anlage- bzw. Ausrüstungsinvestitionen (siehe Abbildung 19). In den vergangenen zwei Dekaden hat sich das Geldvermögen der Unternehmen in Deutschland beinahe verdoppelt, gleichzeitig sind

die Kreditverbindlichkeiten im Unternehmenssektor zwar stetig, aber um weniger als 50 Prozent, gestiegen. Der weitaus größere Anteil des Innenfinanzierungsspielraums wird demnach seit vielen Jahren nicht unmittelbar produktiv – im Sinne von direkter Wertschöpfung – verwendet.

Auch diese Entwicklung schlägt sich in Abbildung 19 indirekt nieder. In der Finanzierungsrechnung umfasst die Summe der Verbindlichkeiten alle Positionen der (fiktiven) Bilanzsumme aller Kapitalansprüche gegenüber dem nichtfinanziellen Unternehmenssektor. Damit lässt sich (näherungsweise) das gesamte Sachvermögen als (rechnerische bzw. vertikale) Differenz zwischen Verbindlichkeiten und Geldvermögen ermitteln. Im Betrachtungszeitraum hat es um etwa 650 Mrd. Euro oder knapp 60 Prozent des Ausgangswertes zugenommen. Seit Anfang 2015 bewegt sich das (rechnerische) Niveau des Sachvermögensbestandes etwa zwischen 1700 und 1.800 Mrd. Euro.



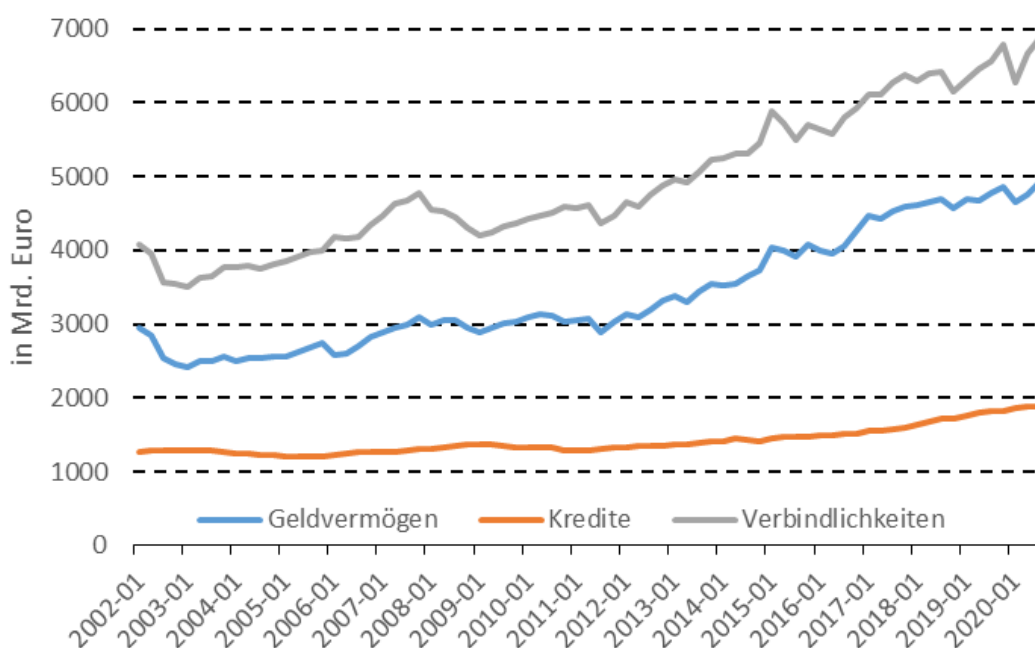
Quelle: Deutsche Bundesbank; eig. Berechnungen

Abbildung 19: Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

Die bereits angesprochene intensive Auslandsorientierung der deutschen Wirtschaft hat nachhaltige strukturelle Konsequenzen, die über die Finanzierungsbestandteile hinaus gehen. Die Bereitschaft eines Unternehmens, grenzüberschreitend tätig zu werden, erweitert den ohnehin umfangreichen Kranz an technologischen oder rechtlichen

Nebenbedingungen zusätzlich. Innerhalb der Europäischen Währungsunion (EWU) spielen seit 1998 zumindest die bilateralen Wechselkurse keine Rolle mehr, allerdings beeinflusst Deutschland die Schwankungen der gemeinsamen Währung nicht mehr allein, sondern wird stattdessen von möglichem ökonomischen Fehlverhalten der Partnerländer u.U. ebenfalls negativ getroffen. Interessenskonflikte innerhalb der EWU-Länder⁵² hinsichtlich der mutmaßlich optimalen Wechselkursniveaus gegenüber dem „Rest der Welt“ können die deutschen Im- und Exporteure erheblich belasten.

Ungeachtet dieser komplexen Veränderungen hat die deutsche Wirtschaft spätestens seit Beginn der 2000er Jahre per Saldo vom europäischen Integrationsprozess massiv profitiert (vgl. Abbildung 20). Noch vor der Jahrtausendwende war die inländische Leistungsbilanz, auch als Folge der Wiedervereinigung, zeitweise deutlich defizitär. Spätestens mit Beginn der letzten Stufe der Währungsunion ist eine bemerkenswerte Wende im Außenhandel eingetreten.



Quelle: Deutsche Bundesbank; eig. Berechnungen

Abbildung 20: Entwicklung der Leistungsbilanz

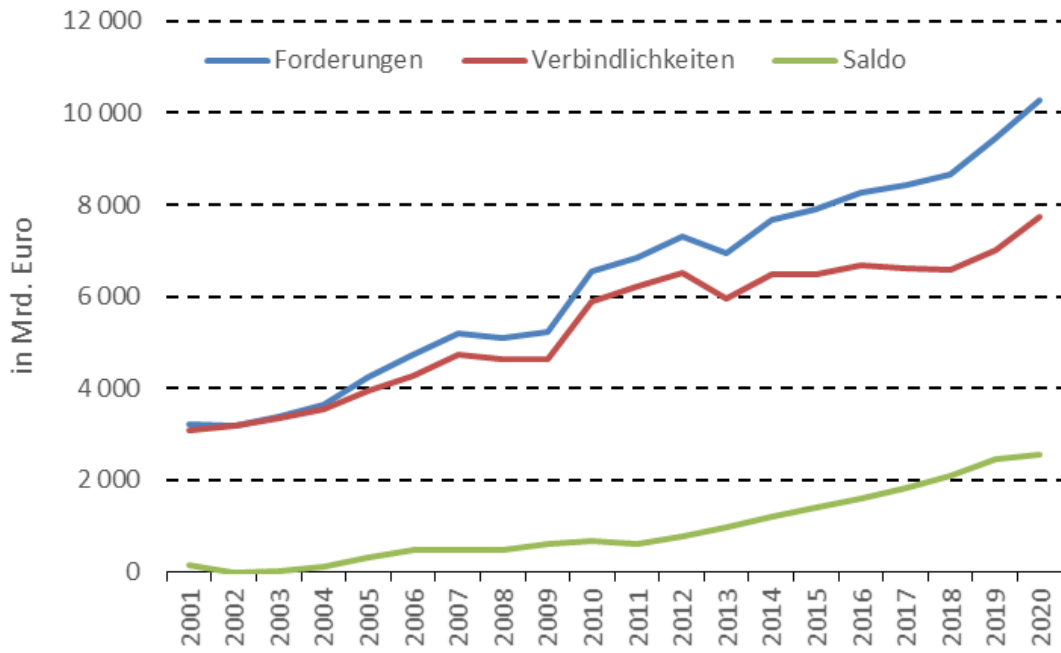
⁵² Auf die inzwischen (z.T. grenzwertigen) Belastungen der intensiven Regulierung (nicht nur des Finanzsektors) innerhalb der Europäischen Union (EU) bzw. der EWU wird im Abschnitt II dieser Expertise ausführlich eingegangen. Die nationalen Freiheitsgrade sind in den vergangenen zwei Dekaden (für alle Mitgliedsländer) deutlich beschnitten worden.

Man erkennt, dass sich die ökonomischen Überschüsse gegenüber dem Ausland allein seit 2002 auf mehr als 3000 Mrd. Euro belaufen. Die makroökonomische Saldenmechanik fördert eine notwendige (Neben-)Bedingung für diesen Zustand zutage: Jeder Leistungsbilanzüberschuss erfordert implizit einen Netto-Kapitalexport. In der täglichen Praxis werden grenzüberschreitende Lieferungen und Leistungen (beinahe) regelmäßig über inländische Parallelkredite (teil-)finanziert. Diese Volumina fehlen systematisch als möglicher Bestandteil der Inlandsnachfrage. Die langjährigen grenzüberschreitenden Absatzerfolge heimischer Unternehmen machen diese aber auch abhängig von ausländischen Zahlungsströmen zur Innenfinanzierung ihrer Investitionen in der Heimat. Nicht zuletzt die o.a. Wechselkursunsicherheiten können folglich das Risikopotential der unternehmerischen Aktivitäten erhöhen.

Die bisher diskutierten Gesichtspunkte sind bei der Beurteilung zukünftiger Finanzierungsbedarfe sorgfältig zu berücksichtigen. Mit (erneutem) Rückgriff auf Abbildung 17 lassen sich die Mechanismen nachzeichnen: Ausschlaggebend für das unternehmerische Verhalten ist die (wie ebenfalls skizziert) die Nachfrage, jetzt sollte aber zwischen der Binnen- und Außenkomponente differenziert werden. In einer Ökonomie mit (netto-)sparenden Sektoren bleibt letztendlich nur das Ausland als Auffangbecken für die einheimischen Zahlungsüberschüsse. Die gesamtwirtschaftlichen Konsequenzen illustriert Abbildung 21.

Seit beinahe zwanzig Jahren produziert die deutsche Wirtschaft mehr physische Güter und Dienstleistungen als im Inland von privaten Haushalten, Unternehmen oder öffentlichen Einrichtungen nachgefragt werden. Folgerichtig ist die Summe aller Einkommen größer als die inländische Konsum- und Investitionsnachfrage, d.h. aggregiert sparen die einheimischen Sektoren.⁵³ Sowohl die realen als auch die monetären Überschüsse werden letztendlich vom Ausland absorbiert und führen damit zu einem positiven Auslandsvermögensbestand. Der im Auslandsvermögensstatus ausgewiesene Saldo (Netto-Bestand) betrug im Jahr 2020 rd. 2400 Mrd. Euro, was etwa zwei Dritteln des Bruttoinlandsprodukts (BIP) entspricht.

⁵³ Seit mehreren Jahren gilt diese Feststellung sogar disaggregiert für jeden einzelnen inländischen Sektor.



Quelle: Deutsche Bundesbank

Abbildung 21: Auslandsvermögensstatus

6 Alternativen der Bedarfsdeckung in verschiedenen Umweltzuständen

Wie bereits im Kapitel 1 beschrieben, unterscheiden sich Finanz- und Gütermärkte nicht zuletzt durch die zeitliche Komponente. Zukunftsorientierte Kontrakte generieren ein ganzes Spektrum an verschiedenen Risiken, die systematisch durch die unvollkommene Voraussicht der Zukunft entstehen. Eine weitere, wichtige Differenzierung betrifft die (grundsätzliche) Übertragbarkeit des Risikos einer Transaktion, die bei (z.B.) börsengängigen Kontrakten relativ leicht möglich ist, bei bilateralen Kreditverträgen indes keineswegs vorausgesetzt werden darf.

Funktionsfähige Finanzmärkte sollen dafür sorgen, dass Risiken von denjenigen Akteuren eingegangen werden, die sie zum einen beurteilen und zum anderen auch tatsächlich tragen können. Letzteres bedeutet, dass selbst der vollständige Ausfall einer Forderung keine existenzbedrohenden Auswirkungen auf den Gläubiger hat. Da sich das konkrete Ausmaß von Risiken während der Laufzeit des Kontrakts ändern kann, haben handelbare Ansprüche aus der Sicht des Erwerbers deutliche Vorteile. Auch für den Schuldner sind veräußerbare Verbindlichkeiten nützlich, da der Wettbewerb zwischen potentiellen Erwerbern zu günstigeren Konditionen führen kann.

Prinzipiell können alle Finanzinstrumente als (mehr oder weniger) differenzierte Kombinationen von einzelnen Attributen aufgefasst werden.⁵⁴ „Technisch“ handelt es sich hier um einen n -Tupel (oder Spaltenvektor) mit konkreten Werten skalierbarer Eigenschaften, bei Finanzkontrakten z.B.

- Nennwert, Kreditbetrag o.ä.
- (erwartete) Rendite
- Laufzeit
- Besicherung
- Liquiditätsnähe
- Ausfallwahrscheinlichkeit (PD)

⁵⁴ Diese, auch als „characteristics approach“ bekannte, Darstellung geht zurück auf Lancaster (1966a) und Lancaster (1966b).

- Verlustquote (LGD)
- ...

Der jeweilige Finanzinvestor verfügt über individuelle Präferenzen hinsichtlich der (relativen) Bedeutung der einzelnen Attribute sowie deren gewünschten Ausprägungen. Im Idealfall stimmen seine Vorstellungen und die Ausstattung des angebotenen Instruments überein und es kommt zum Vertragsabschluss.

Freilich sind in der Praxis diese idealen Bedingungen vermutlich eher unwahrscheinlich, folglich gilt es zu prüfen, ob und in welchem Ausmaß negative Abweichungen einzelner Attributausprägungen durch positive andere kompensiert werden können.⁵⁵ Von Bedeutung sind folglich hinreichend bemessende Substitutionselastizitäten⁵⁶, die das Spektrum alternativer „Bündel“ von subjektiv gleichwertigen Eigenschaftskombinationen erhöhen können. Fügt man diesem – nur sehr cursorisch beschriebenen – Konzept eine Budgetrestriktion (im Sinne der bereits angesprochenen Risikotragfähigkeit) hinzu, befindet man sich wieder im gewohnten Umfeld der mikrotheoretischen Optimierungskalküle.

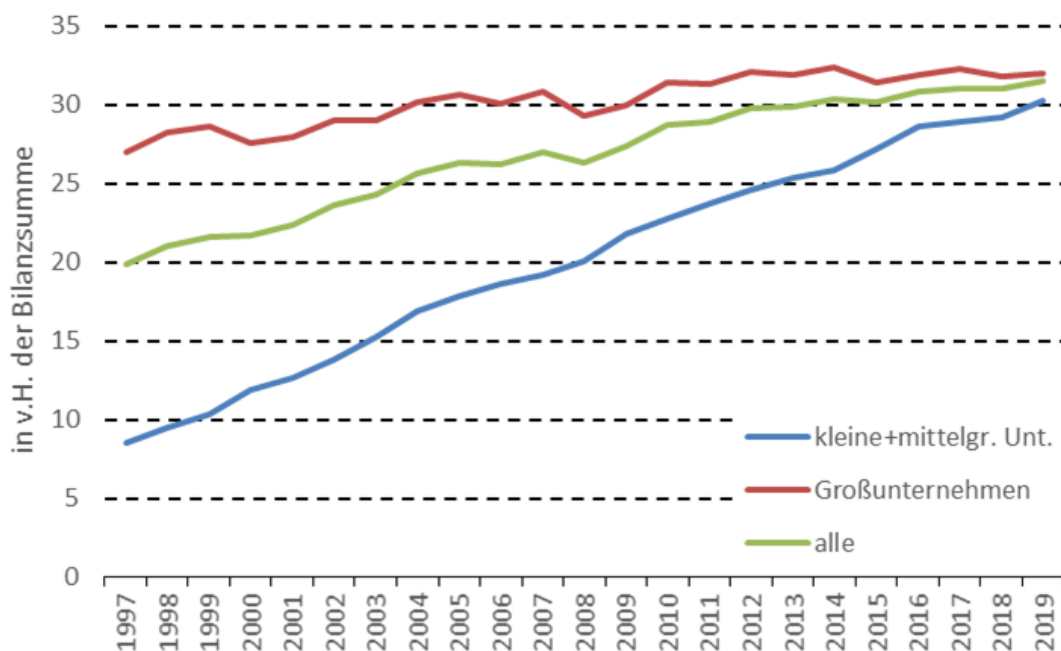
Vor diesem Hintergrund wird nachvollziehbar, warum unterschiedliche Formen der Fremdfinanzierung a) von typischen Akteuren angeboten und b) von wiederum speziellen potentiellen Schuldnern nachgefragt werden. Die Budgetrestriktion limitiert de facto die Kreditvergabemöglichkeiten von einzelnen MFIs, ihre Bereitschaft (und ökonomische Fähigkeit) zur Risikoabgeltung ist grundsätzlich begrenzt. Andere Finanzinstitute, insbesondere Nicht-MFIs, suchen u.U. Anlageformen, die zwar ein höheres (statistisches) Ausfallrisiko beinhalten, deren Konstruktion jedoch die Verlustquote auf ein tragbares Maß begrenzen und gleichzeitig eine höhere Rendite versprechen. Wünschenswert für einen „geräuschlos“ funktionierenden Kapitalmarkt sind möglichst friktionslose Übergänge („Substitutionshebel“) zwischen den einzelnen Teilsegmenten. Zumindest für Deutschland liegt die Vermutung nahe, dass das Optimierungspotential noch nicht ausgeschöpft ist.

Wie im Kapitel 3 ausführlich analysiert, ist die Umschreibung des Segments „Mittelstand“ in Deutschland nicht einheitlich. Die Ermittlung möglicher, zukünftiger Finanzierungsbedarfe und deren Spezifizierung in Bezug auf unterschiedliche Instrumente oder Kanäle kann daher

⁵⁵ Man denke in diesem Zusammenhang etwa an die sog. „Risikoabgeltung“, vgl. z.B. Gischer, Herz und Menkhoff (2020), S. 131 ff.

⁵⁶ Bei Kreditverhandlungen etwa „Zinssatz“ vs. „Besicherungsumfang“.

allenfalls näherungsweise erfolgen. In einem ersten Ansatz wird zurückgegriffen auf eine ausführliche Analyse von Jahresabschlussdaten deutscher Unternehmen, die von der Deutschen Bundesbank ausgewertet und hochgerechnet wurden.⁵⁷ Die Untersuchung unterscheidet primär zwischen den Ergebnissen in ausgewählten Wirtschaftszweigen (in den Abgrenzungen der VGR), liefert aber auch belastbare Daten bei der Differenzierung nach – allerdings groben – Größenklassen. Betrachtet werden ausschließlich Unternehmen außerhalb des Finanzsektors.



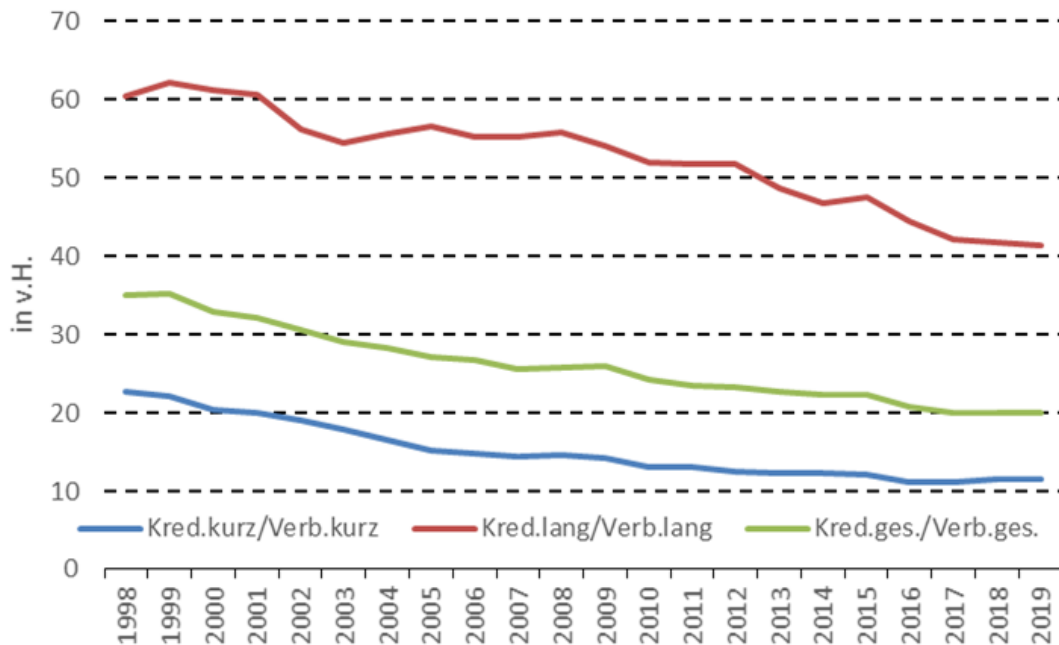
Quelle: Deutsche Bundesbank; eig. Berechnungen

Abbildung 22: Eigenmittelquote

Bereits die erste graphische Umsetzung der Daten in Abbildung 22 vermittelt überraschende Entwicklungen: einen anhaltenden und z.T. massiven Anstieg der Eigenmittelquote innerhalb der vergangenen zwei Dekaden. Bei den KMUs hat sich der Eigenkapitalanteil mehr als verdreifacht, im Durchschnitt aller Unternehmen hat er um rd. 50 Prozent zugenommen. Selbst die ohnehin schon beachtliche (relative) Eigenkapitalausstattung der Großunternehmen ist um rd. fünf Prozentpunkte gewachsen. Die insgesamt erfreuliche wirtschaftliche Entwicklung Deutschlands seit der Jahrtausendwende hat ihren positiven Niederschlag auch in der Finanzierungsstruktur der heimischen Unternehmen gefunden.

⁵⁷ Deutsche Bundesbank: Hochgerechnete Angaben aus Jahresabschlüssen deutscher Unternehmen von 1997 bis 2018, Sonderveröffentlichung der Deutschen Bundesbank, Dezember 2019.

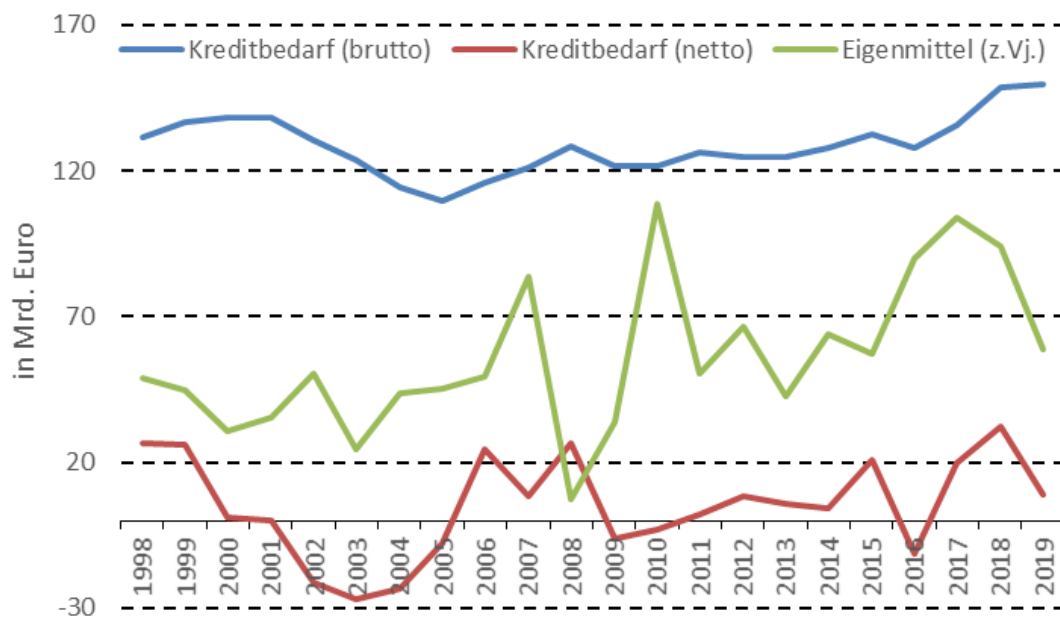
Von besonderem Interesse in unserem Untersuchungsumfeld ist die Offenlegung der Quellen unternehmerischer Kapitalzuflüsse. Obgleich der deutsche Finanzsektor, wie im Abschnitt 2 dargelegt, als bankbasiert gelten kann, sind Kredite von MFIs für die gewerbliche Wirtschaft von rückläufiger Bedeutung (vgl. Abbildung 23).



Quelle: Deutsche Bundesbank; eig. Berechnungen

Abbildung 23: Relative Bedeutung der Kreditfinanzierung (alle Unternehmen)

Insgesamt hat sich der Anteil von Bankkrediten an den gesamten Verbindlichkeiten im Unternehmenssektor seit 1998 von 35 auf knapp 20 Prozent kräftig reduziert. In der langen Frist beträgt die Quote in 2018 immerhin noch gut 40 Prozent (nach 60 Prozent in 1998), aber im Segment der kurzfristigen Verbindlichkeiten spielen Bankdarlehen mit einem Beitrag von weniger als 12 Prozent nur noch eine Nebenrolle. Trotz eines Wachstums der aggregierten Bilanz aller Unternehmen um beinahe 100 Prozent im Betrachtungszeitraum hat sich der Brutto-Kreditbedarf allenfalls unwesentlich verändert (vgl. Abbildung 24). Die verfügbaren Eigenmittel wuchsen zwischen 1998 und 2018 auf mehr als das Dreifache, nicht zuletzt deshalb bestand in etlichen Jahren kein positiver Netto-Kreditbedarf, erst in 2019 sind sowohl der Netto-Kreditbedarf als auch die Eigenmittel signifikant gesunken.



Quelle: Deutsche Bundesbank; eig. Berechnungen⁵⁸

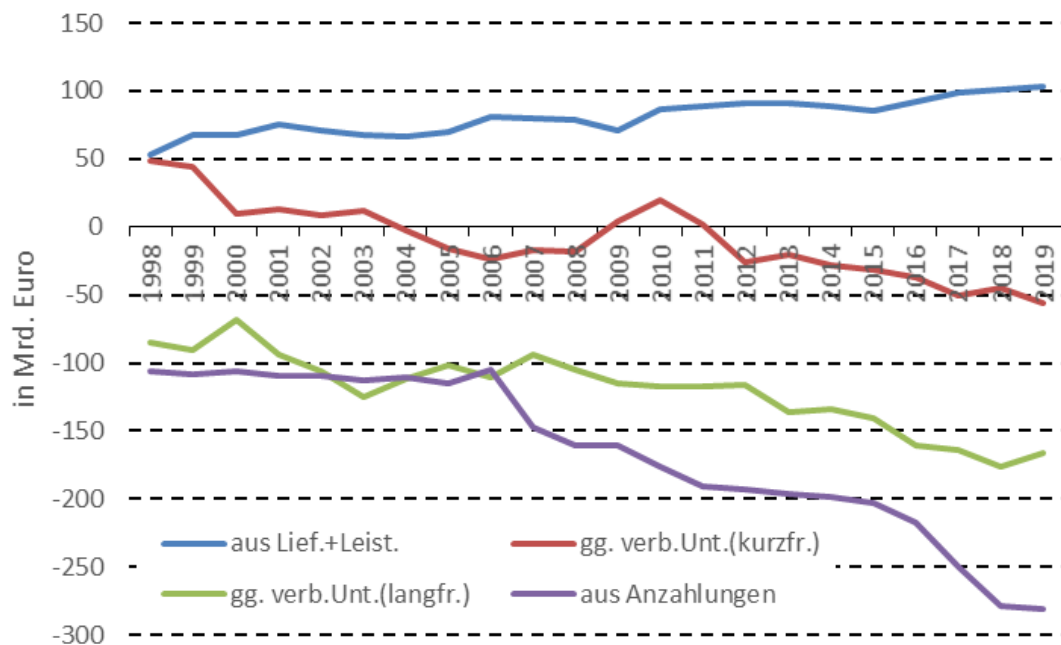
Abbildung 24: Kreditbedarf und Entwicklung der Eigenmittel (alle Unternehmen)

Offenkundig lief die Finanzierung des Wachstums der vergangenen zwei Jahrzehnte über andere Kanäle. Abbildung 25 präsentiert ergänzende Informationen. Betrachtet werden Zahlungsströme, die weitgehend abseits der institutionellen Finanzmärkte stattfinden und häufig aus den direkten Liefer- und Absatzbeziehungen entstehen. Regelmäßig werden Abnehmern von physischen Gütern oder Dienstleistungen Zahlungsziele eingeräumt, die – je nach Volumen des Projekts – auch aus längerfristigen Raten bestehen können. Für das einzelne Unternehmen schlagen sich derartige Vereinbarungen auf beiden Seiten der Bilanz nieder, da diese üblicherweise sowohl die Abnehmer- als auch die Lieferantenposition einnehmen. Ausschlaggebend ist mithin der Saldo von Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen.

Ein weiterer Finanzierungsstrang ergibt sich Konzernen oder Unternehmensgruppen („verbundene Unternehmen“). In größeren, sehr häufig international tätigen Konglomeraten sorgt ein zentrales Management für die Sicherstellung von Liquiditäts- und

⁵⁸ Für die Ermittlung des Brutto-Kreditbedarfs wird eine durchschnittliche Laufzeit der bilanzierten Bankverbindlichkeiten für kurzfristige Darlehen von zwei Jahren und für langfristige Engagements von zehn Jahren unterstellt. Jährlich stehen also (statistisch) 50 Prozent der kurzen sowie 10 Prozent der langen Laufzeiten zur Prolongation an. Als (ausgewiesener) Netto-Kreditbedarf wird die tatsächliche Veränderung der Bilanzposition „Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten“ zum Vorjahr definiert.

Finanzierungsplafonds, aus denen die einzelnen Einheiten versorgt werden. Auf diese Weise können zum einen Größen- und Verhandlungsvorteile realisiert werden, zum anderen besteht Zugang zu nicht nur nationalen Finanzmärkten, wodurch grenzüberschreitende Zinsdifferenzen genutzt werden können.

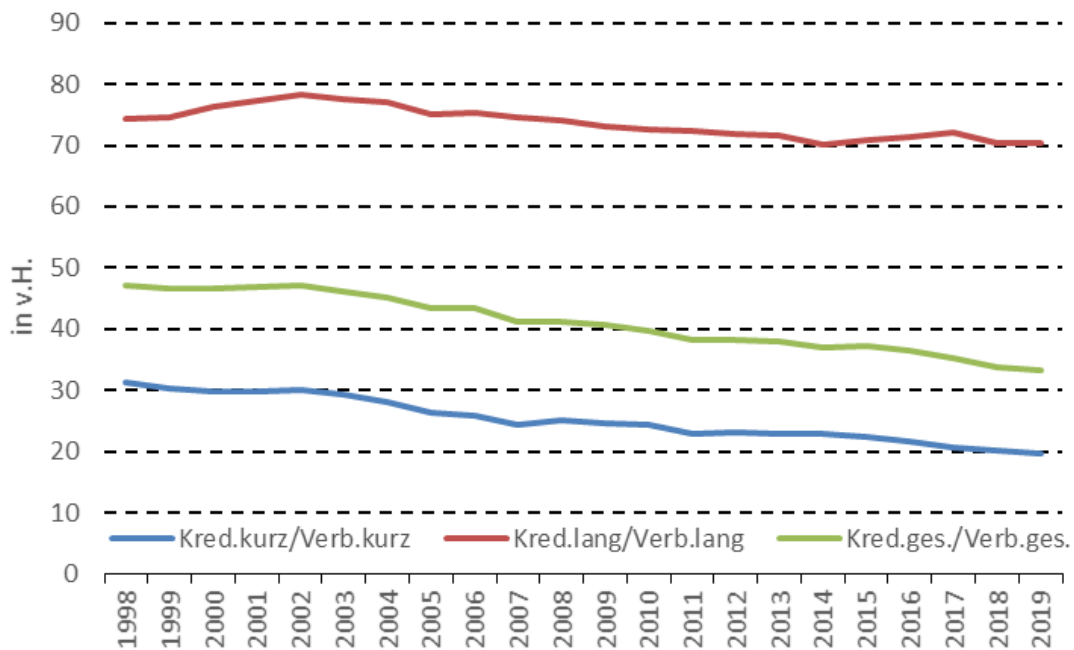


Quelle: Deutsche Bundesbank; eig. Berechnungen

Abbildung 25: Nettoforderungen ... (alle Unternehmen)

Eine ergänzende Finanzierungsquelle bilden die Anzahlungen für später lieferbare Produkte oder Leistungen. Auch hier kann das einzelne Unternehmen als Zahler oder Empfänger involviert sein, so dass wiederum der Saldo relevant wird. Man erkennt, dass der inländische Unternehmenssektor seit 1998 durchgängig zunehmende Nettoforderungen aus Lieferungen und Leistungen erworben hat, was sich mit dem bereits früher konstatierten Anstieg des Geldvermögens bei nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Einklang bringen lässt.

Gleichzeitig sind indes die Gesamtverbindlichkeiten aus Anzahlungen sowie gegenüber verbundenen Unternehmen von gut 140 Mrd. Euro in 1998 auf beinahe 500 Mrd. Euro in 2018 gestiegen. Im langfristigen Segment haben sich die Verbindlichkeiten innerhalb von Unternehmensgruppen verdoppelt, im kurzen Laufzeitbereich wandelten sich die heimischen Unternehmen von Netto-Gläubigern zu Netto-Schuldnern beinahe identischen Umfangs.



Quelle: Deutsche Bundesbank; eig. Berechnungen

Abbildung 26: Relative Bedeutung der Kreditfinanzierung (kleine und mittelgroße Unternehmen)⁵⁹

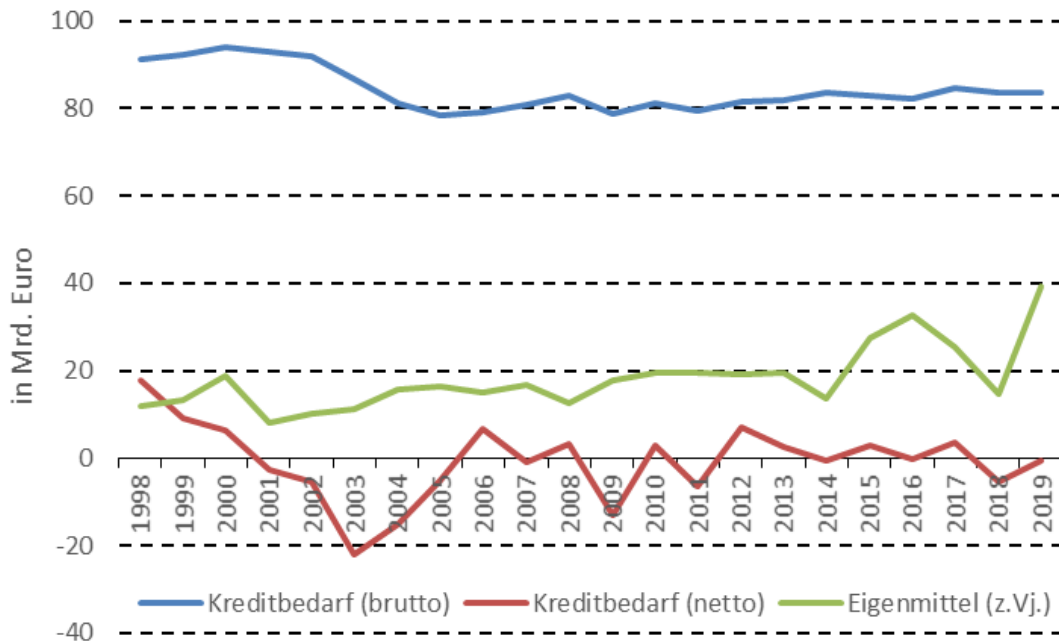
Aus Abbildung 26 lassen sich deutliche Unterschiede der Finanzierungsverhältnisse für kleine und mittelgroße Unternehmen (KMU) im Vergleich zum Gesamtsektor entnehmen.⁶⁰ Besonders augenfällig ist der signifikant höhere – und im Zeitablauf relativ konstante – Anteil der langfristigen Kredite an den langfristigen Verbindlichkeiten, im Mittel beträgt die Quote mehr als 70 Prozent. Der (absolute) Rückgang der relativen Bedeutung der Bankkredite im kurzfristigen Segment entspricht hingegen dem aller Unternehmen, das durchschnittliche Niveau liegt allerdings etwa zehn Prozentpunkte höher. Wurden 1998 noch beinahe 50 Prozent der gesamten Verbindlichkeiten der KMUs von Kreditinstituten bereitgestellt, lag dieser Anteil im Jahr 2019 nur noch bei knapp 35 Prozent.

Im Hinblick auf den (rechnerischen) Brutto-Kreditbedarf unterscheiden sich die KMUs nicht systematisch von der Gesamtheit der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften (siehe Abbildung 27). Das Wachstum der kleinen und mittelgroßen Unternehmen (plus 60 Prozent) konnte im Berichtszeitraum nicht mit dem Sektor-Durchschnitt mithalten, gleichzeitig stieg aber der Eigenmittelbestand auf mehr als das Fünffache des Ausgangsniveaus.

⁵⁹ Unternehmen mit Umsätzen unter 50 Mio. Euro.

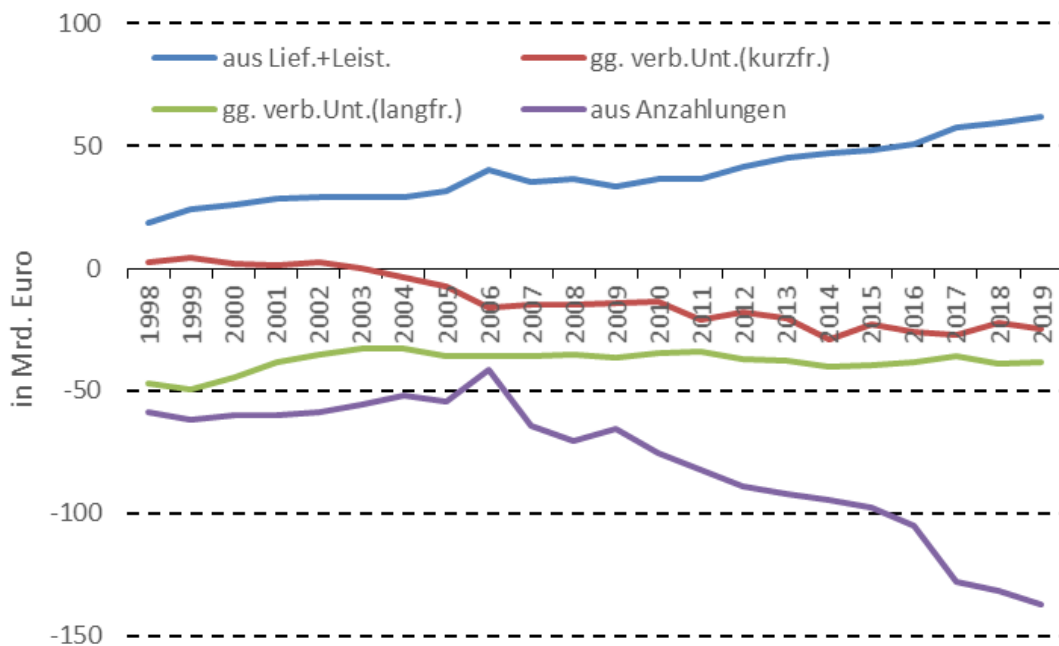
⁶⁰ Die Bedeutung des Bankkredits für die Finanzierung von mittelständischen Unternehmen wird auch in Abschnitt 8.1 nochmals aufgegriffen.

Dementsprechend war der Netto-Kreditbedarf der KMUs nur zu Beginn des Untersuchungszeitraums signifikant positiv, in den Folgejahren allerdings weitgehend bedeutungslos.



Quelle: Deutsche Bundesbank; eig. Berechnungen

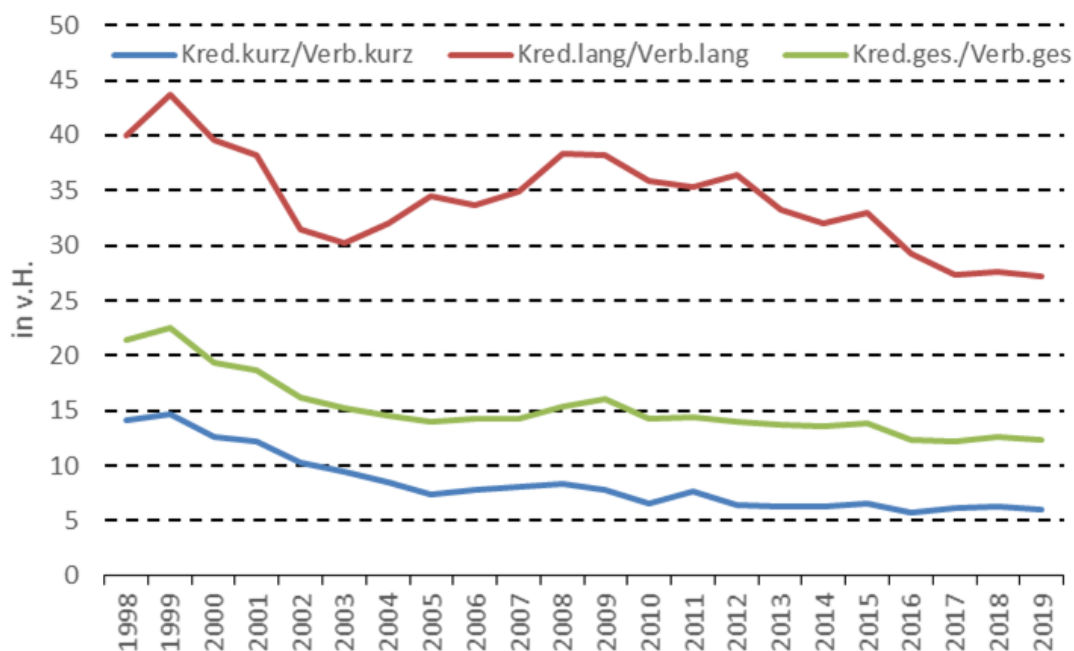
Abbildung 27: Kreditbedarf und Entwicklung der Eigenmittel (kleine und mittelgroße Unternehmen)



Quelle: Deutsche Bundesbank; eig. Berechnungen

Abbildung 28: Nettoforderungen ... (kleine und mittelgroße Unternehmen)

In Bezug auf die übrigen Finanzierungsquellen unterscheiden sich die KMUs vom Gesamtsektor weniger deutlich (vgl. Abbildung 28). Auch sie halten mit stetig zunehmendem Volumen Nettoforderungen aus Lieferungen und Leistungen, parallel haben die Nettoverbindlichkeiten aus Anzahlungen seit mehr als zehn Jahren auf das Dreifache zugenommen. Die Finanzbeziehungen zu verbundenen Unternehmen haben sich bei den langen Laufzeiten leicht verringert. Im kurzen Laufzeitbereich sind KMUs seit 2004 Nettoschuldner.



Quelle: Deutsche Bundesbank; eig. Berechnungen

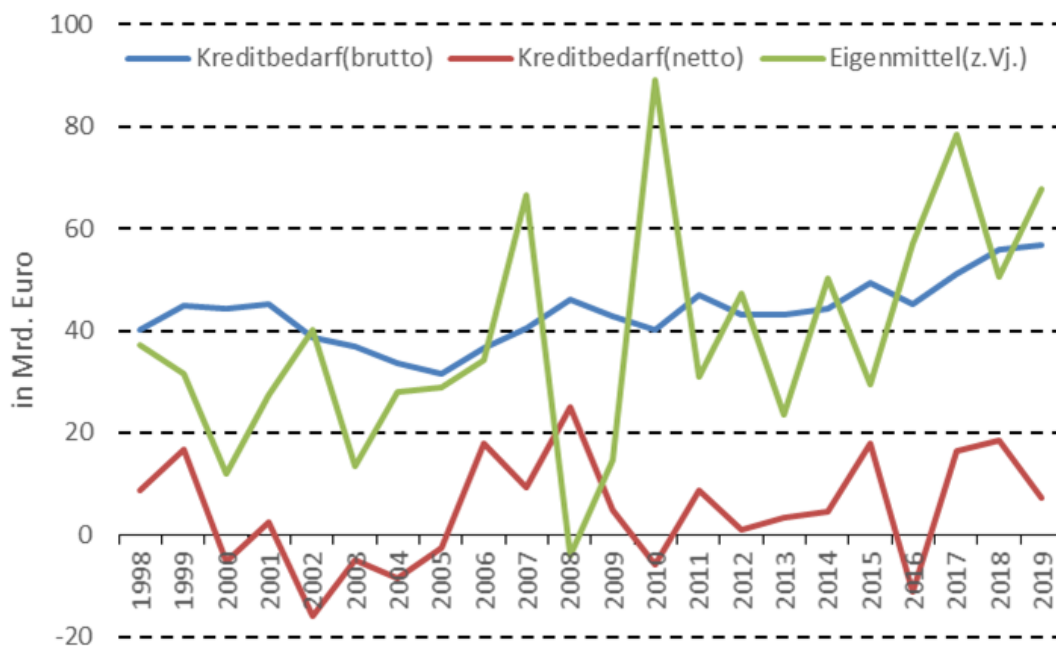
Abbildung 29: Relative Bedeutung der Kreditfinanzierung (Großunternehmen)

Zur Abrundung des Bildes und zur fundierteren Ableitung von ökonomischen Konsequenzen gilt der Blick dem Segment der Großunternehmen⁶¹. Freilich sind die Ergebnisse vor dem Hintergrund der bisherigen Analyse nicht wirklich überraschend.

Für Großunternehmen ist die Kreditfinanzierung über MFIs von quantitativ nachrangiger Bedeutung, im Betrachtungszeitraum hat sich die Bankkredit-Quote an den gesamten Verbindlichkeiten beinahe halbiert (siehe Abbildung 29). Das Niveau betrug in 2018 nur noch wenig mehr als zehn Prozent, im kurzen Laufzeitsegment sogar gerade einmal knapp sechs Prozent. Auch bei den langfristigen Bankkrediten ist der Trend seit der Finanzkrise eindeutig

⁶¹ Unternehmen mit Umsätzen von 50 Mio. Euro und mehr.

rückläufig, nur noch jeder vierte Euro an Fremdmitteln stammt bei Großunternehmen aus diesem Segment.

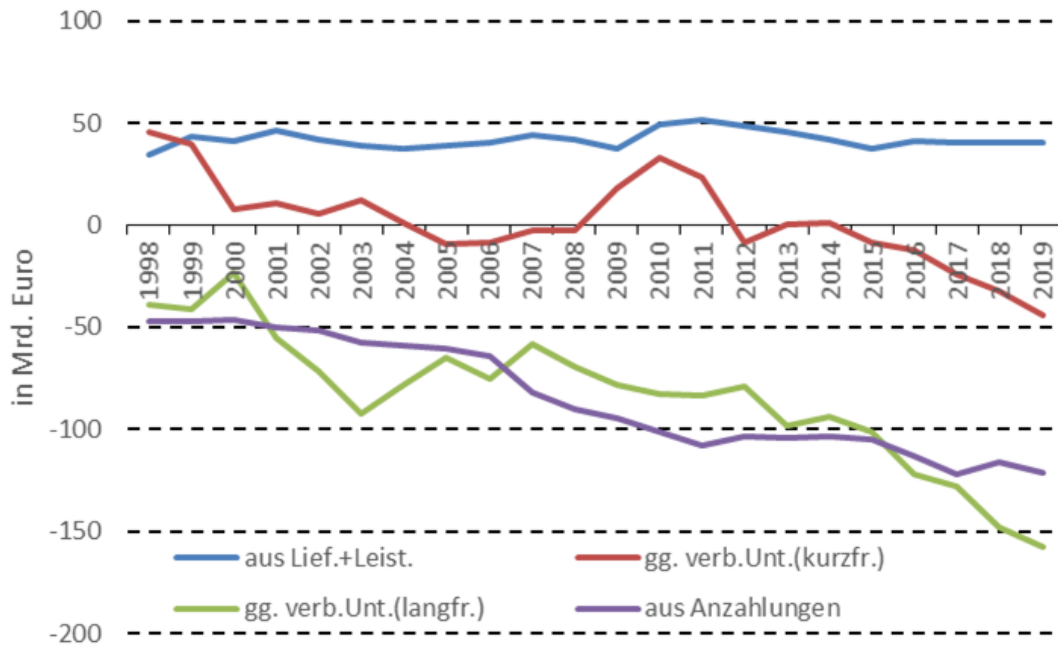


Quelle: Deutsche Bundesbank; eig. Berechnungen

Abbildung 30: Kreditbedarf und Entwicklung der Eigenmittel (Großunternehmen)

Erwartungsgemäß sind sowohl Niveau als auch Entwicklung des Brutto-Kreditbedarfs der Großunternehmen gemessen an der aggregierten Bilanzsumme bzw. am Wachstum des Segments im Betrachtungszeitraum weitgehend unbedeutend (vgl. Abbildung 30). Zwischen 1998 und 2019 hat sich die Bilanzsumme mehr als verdoppelt, die Eigenmittel sind simultan auf beinahe das Dreifache gestiegen. Ein Brutto-(Netto-)Kreditbedarf von 52 Mrd. Euro (6 Mrd. Euro) bei einer Bilanzsumme von mehr als 3.800 Mrd. Euro im Jahr 2019 ist kaum eine Erwähnung wert.

Entsprechend stellt sich in Abbildung 31 auch die Analyse hinsichtlich der weiteren Fremdfinanzierungskanäle dar. Auch die Großunternehmen halten Netto-Forderungen, wenn auch mit konstantem und niedrigem Bestand, aus Lieferungen und Leistungen. Bei kurzen Laufzeiten sind sie anfangs des Betrachtungszeitraums ebenfalls noch Netto-Gläubiger gegenüber verbundenen Unternehmen, seit 2012 aber durchgängig Netto-Schuldner. Über die gesamte Untersuchungsperiode fließen den Großunternehmen mit ähnlichem Trend und vergleichbaren Volumina (netto) Fremdmittel aus langfristigen Verpflichtungen gegenüber verbundenen Unternehmen bzw. aus Anzahlungen zu.



Quelle: Deutsche Bundesbank; eig. Berechnungen

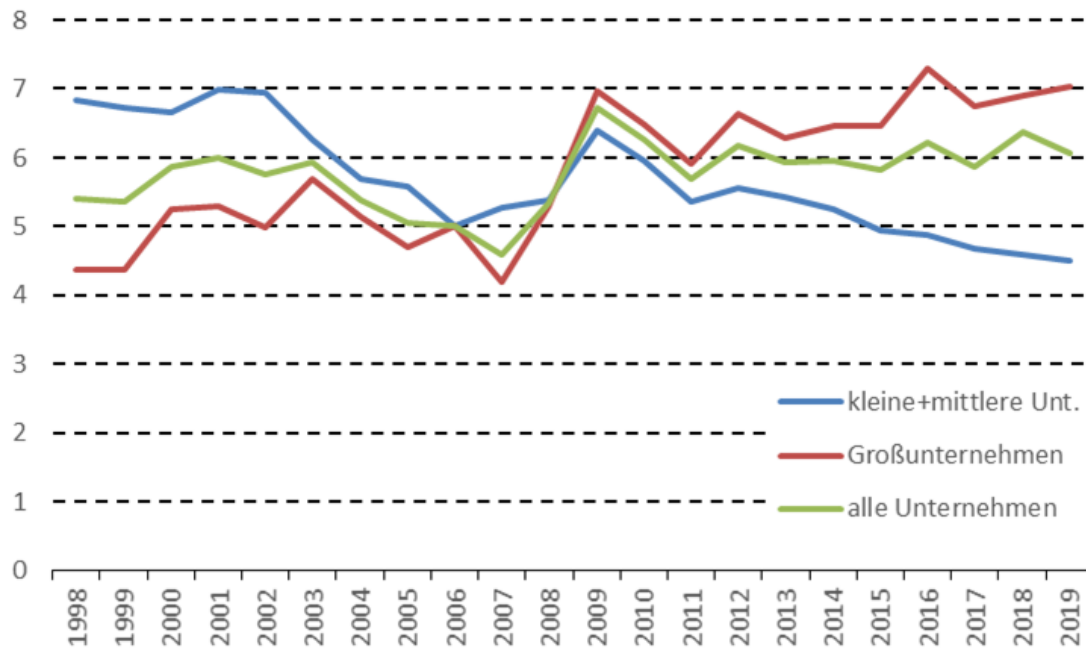
Abbildung 31: Nettoforderungen ... (Großunternehmen)

Um die Kombination von Innen- und Fremdfinanzierung einschätzen zu können, wird als Indikator häufig der „dynamische Verschuldungsgrad“ herangezogen:

$$\text{dynamischer Verschuldungsgrad} = \frac{\text{Verbindlichkeiten}}{\text{Cash Flow}}$$

Es handelt sich (technisch) um eine dimensionslose Verhältniszahl, die inhaltlich (vereinfacht) als Dauer der Rückzahlung aufgenommener Fremdmittel durch betrieblich bedingte Zahlungsüberschüsse (in Jahren) interpretiert werden kann. Je niedriger der dynamische Verschuldungsgrad ausfällt, desto größer ist die Tilgungsfähigkeit des betreffenden Unternehmens. Abbildung 32 stellt die Ergebnisse für die verschiedenen Segmente des Unternehmenssektors dar.

Augenfällig ist die gegenläufige Entwicklung des dynamischen Verschuldungsgrad von KMUs und Großunternehmen. Im Betrachtungszeitraum reduzierten die KMUs den Indikatorwert von knapp sieben auf deutlich unter fünf (etwa minus 35 Prozent), während die rechnerische Tilgungsdauer der Verbindlichkeiten bei den Großunternehmen von gut vier auf beinahe sieben (um mehr als 50 Prozent) zugenommen hat. Grundsätzlich haben die KMUs damit (im Mittel) ihre erkennbare gestiegene Schuldentilgungsfähigkeit unter Beweis gestellt, eine Eigenschaft, die bei (etwaigen) Kreditverhandlungen regelmäßig als bonitätsfördernd gilt.



Quelle: Deutsche Bundesbank; eig. Berechnungen

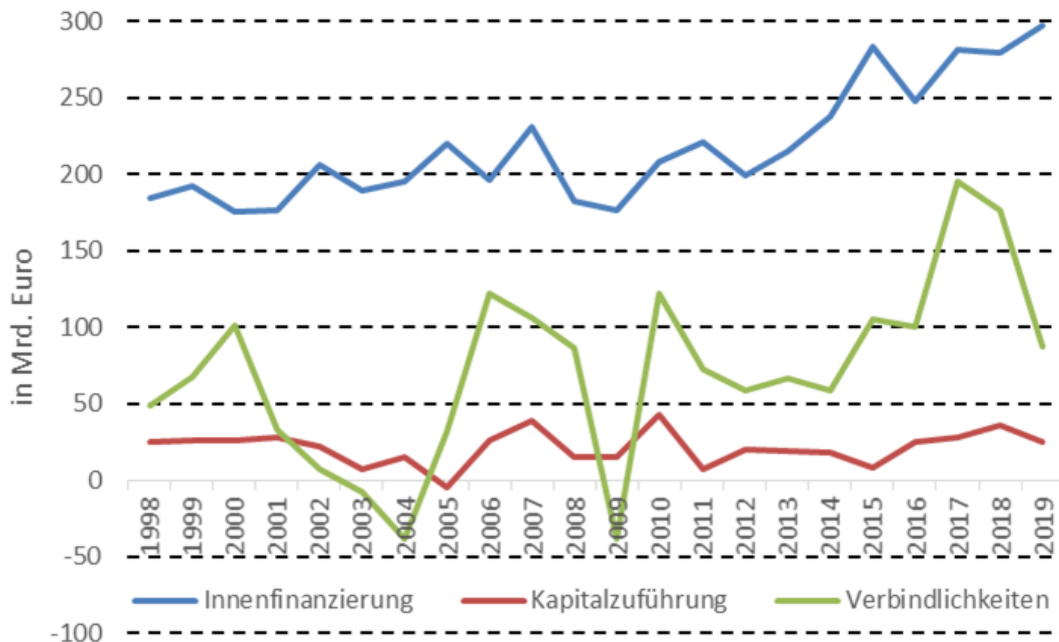
Abbildung 32: Dynamischer Verschuldungsgrad

Ein Blick auf die Bewegungsbilanzen des Betrachtungszeitraumes (siehe Abbildung 33) verdeutlicht einerseits die herausgehobene Bedeutung der Innenfinanzierung, lässt aber andererseits eine in den letzten Jahren erhöhte Zufuhr von Verbindlichkeiten erkennen.

Inwiefern daraus eine Trendumkehr abgeleitet werden kann, ist zum gegenwärtigen Zeitpunkt unmöglich abzuschätzen, zumal die massiven Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen seit Ausbruch des SARS-CoV-2-Erregers durchaus dauerhafte Konsequenzen haben können. Zumindest die augenblicklichen Verwerfungen lassen befürchten, dass die deutsche Wirtschaft vor gleichsam historischen Herausforderungen steht.

Am 28. Januar 2020 wurde die erste infizierte Person in Deutschland identifiziert und unmittelbar unter Quarantäne gestellt. Die Erfahrungen bereits frühzeitiger betroffener Staaten haben die anschließend von den inländischen Institutionen veranlassten Maßnahmen nachhaltig beeinflusst. Mehr als vierzehn Monate nach dem Ausbruch der Erkrankung sind zwischenzeitlich mehr als 2,9 Millionen Menschen in Deutschland positiv mit Covid19 getestet worden, über 77.000 Erkrankte sind infolge der Infektion verstorben. Nach anfänglich durchaus ermutigenden Erfolgen im Kampf gegen das Virus sind inzwischen eine Reihe gravierender strategischer Fehlentscheidungen (allerdings nicht nur) in

Deutschland zu beklagen. Die bisweilen an Hilflosigkeit erinnernde Eindimensionalität der (gesundheits)politischen Maßnahmen droht zunehmend größere Teile von Wirtschaft und Gesellschaft nachhaltig zu demotivieren.



Quelle: Deutsche Bundesbank

Abbildung 33: Bewegungsbilanzen

Die in der Folge eingetretenen ökonomischen Einbrüche führten zu dauerhaften Engpässen auf den unterschiedlichsten Märkten, bisweilen auch abseits der unmittelbaren Begründbarkeit (z.B. bei Toilettenpapier). Simultan traten aber systemische Schwächen der inländischen Volkswirtschaft offen zutage:

- Die fortgeschrittene internationale Arbeitsteilung hat in den vergangenen Jahren zunehmend „kleinteilige“ Liefer- und Wertschöpfungsketten geschaffen, die bei Störungen sehr sensitiv reagieren und erhebliche Folgewirkungen auslösen können. Corona-bedingte Produktions- bzw. Leistungsausfälle in einzelnen Ländern breiten sich dadurch ebenfalls „Pandemie-ähnlich“ auf andere Volkswirtschaften aus.
- Insbesondere im Bereich pharmazeutischer Produkte oder medizinischer Hilfsmittel (Nasen-Mund-Masken, Desinfektionsartikel etc.) hat sich Deutschland als außergewöhnlich „anfällig“ erwiesen. Die Beschaffung systemisch-notwendiger Produkte im Ausland hat sich großenteils als ausgesprochen aufwendig erwiesen.

Sowohl verlängerte Lieferzeiten als auch deutlich gestiegene Preise haben die betroffenen Märkte stark belastet.

- Infolge ausgeprägter Tendenzen zum Prinzip der „Just-in-time“-Produktion und der damit einhergehenden sehr geringen Lagerhaltung an den Produktionsorten, schlagen sich auch vorübergehende Verzögerungen in den Lieferketten negativ in den Fertigungsprozessen nieder. Sehr häufig bestehen darüber hinaus – auch aus technologischen Gründen – keine Substitutionsmöglichkeiten für ausfallende Vorprodukte.
- Gravierende Defizite in der öffentlichen Infrastruktur (u.a. in der Gesundheits- und Digitalversorgung, bei der Kinderbetreuung oder der Altenpflege) haben die Anpassungsfähigkeit privater Unternehmen ebenso beeinträchtigt wie geplante Ausweichreaktionen bei nicht-stationären Arbeitsplätzen (z.B. beim Homeoffice oder beim digitalen Unterricht).
- Negativ haben sich – nicht nur anfänglich – auch Friktionen im Abstimmungsprozess der föderal-organisierten Institutionen (Gesundheits- oder Ordnungsämter) erwiesen. Erst die Vereinheitlichung von Geboten und Strategien über die Grenzen der Bundesländer hinweg hat auch die Akzeptanz für Schutz- oder Kontrollmaßnahmen in der Bevölkerung erkennbar verbessert, die unzulänglichen Lerneffekte auf vielen Ebenen haben die Mitwirkungsbereitschaft der breiten Öffentlichkeit indes deutlich verringert.

In der Konsequenz folgten zahlreiche hoheitliche Eingriffe primär den Regeln „learning by doing“ bzw. „trial and error“ („lockdown“-Bestimmungen, Maskenpflicht, Testmöglichkeiten etc.), wodurch im Zweifel nicht nur Zeit vergeudet, sondern vermutlich auch zusätzliche (Transaktions-)Kosten verursacht wurden.

Die Bundes- und Länderregierungen haben ebenso schnell auf die massiven ökonomischen Probleme reagiert wie die Europäische Zentralbank (EZB). Milliarden schwere Hilfsprogramme für Unternehmen und deren Arbeitskräfte wurden in durchaus beeindruckender Geschwindigkeit verabschiedet und umgesetzt, die Einschaltung der

Bundes- und Landesförderbanken hat die Effektivität der eingeleiteten Maßnahmen fraglos positiv beeinflusst.⁶²

Lehman-Insolvenz (15.09.2008)



SARS-CoV-2 (28.01.2020)



Quelle: ONVISTA

Abbildung 34: Börsenreaktionen

Beachtlich ist freilich die Reaktion der institutionellen Finanzmärkte (vgl. Abbildung 34). Sechs Monate nach der Lehman-Insolvenz lag der DAX-30 noch immer rd. 2.000-Indexpunkte unter dem Stand zum Tage des Krisenereignisses. Die Corona-Pandemie hat hingegen den deutschen Aktienmarkt allenfalls sehr vorübergehend aus der Bahn geworfen. Ein halbes Jahr nach Ausbruch der Erkrankung im Inland ist der Index-Höchststand vor der Krisenbeginn beinahe vollständig wieder erreicht worden, der Erholungsprozess verdient (mindestens) das Attribut „beachtlich“. Im Frühjahr 2021 hat der DAX ungeachtet aller nicht nur nationalen politischen und ökonomischen Herausforderungen sogar erstmals die 15.000-Punkte-Marke überschritten.

Die Pandemiefolgen haben die einzelnen inländischen Wirtschaftszweige sehr unterschiedlich getroffen, die tatsächlichen Auswirkungen können auch gegenwärtig nur vage spezifiziert werden. Erste Einschätzungen sind daher vor allem graduell, aber dennoch durchaus informativ.

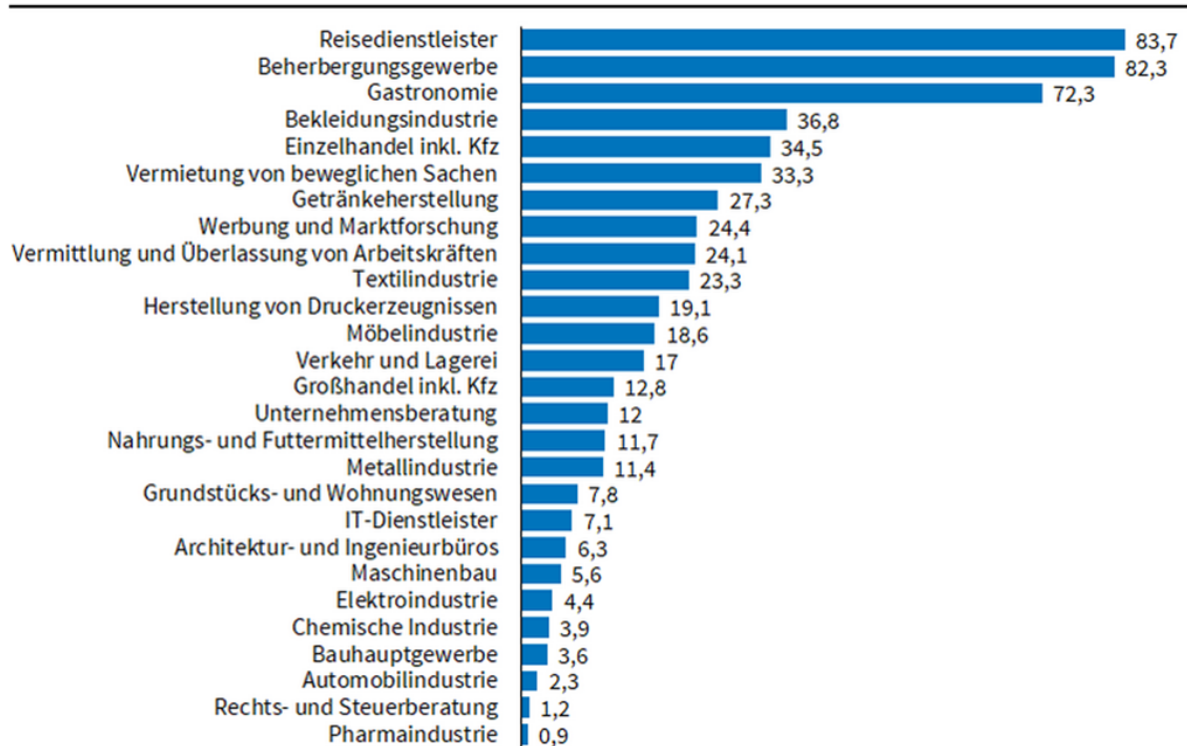
Neben den unmittelbaren Auswirkungen der Pandemie auf die realisierbaren Umsätze sind zudem beinahe alle organisatorischen Abläufe betroffen. Es beginnt mit der breitflächigen Umstellung auf Homeoffice-Regelungen, die von Belegschaften völlig neue Arbeits- und Kommunikationsformen verlangt. Wenngleich von vielen Arbeitnehmern durchaus begrüßt,

⁶² Vgl. hierzu auch Abschnitt 12.

werden mit der Neuorganisation des „Bürobetriebs“ zahlreiche Eintrittspforten für Nichtbefugte geschaffen: Firewalls für digitale Unternehmensnetzwerke sind u.U. unwirksam, sensible Daten werden auf Rechnern außerhalb geschützter Bereiche verwendet (und unbeabsichtigt Dritten zugänglich), Videokonferenzen sind weniger vertraulich als in einem geschlossenen Konferenzraum, Arbeit in Gruppen ist nur eingeschränkt möglich. Die Liste ließe sich problemlos erweitern, der ungestörte Arbeitsplatz in der privaten Umgebung kann darüber hinaus mitnichten für alle Betroffenen vorausgesetzt werden.

Existenzbedrohte Unternehmen nach Wirtschaftsbereichen

Anteil in %



Quelle: Ifo-Konjunkturumfragen, Februar 2021

Abbildung 35: Belastung von Pandemiefolgen nach Branchen

Die getroffenen Vorsichtsmaßnahmen haben die gesamtwirtschaftlichen Aktivitäten weltweit massiv beeinflusst. Deutschland verbuchte in 2020 einen Rückgang des BIP um 4,9 Prozent gegenüber dem Vorjahr.⁶³ Allgemein wird allerdings ein positives Wachstum von rd. 3 Prozent im Jahr 2021 sowie von etwa 4 Prozent im Folgejahr erwartet, die Prognosen für

⁶³ Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2021), S. 25.

eine vollständige Rückkehr auf die Beschäftigungsniveaus „vor Corona“ bleiben jedoch vage.⁶⁴

Aus Tabelle 6 lässt sich ableiten, dass für die Mehrheit der ausgewählten, gesamtwirtschaftlich relevanten Wirtschaftszweige eine vollständige Erholung nicht vor 2023 erwartet wird. Zahlreichen Branchen steht der (absolute) Tiefpunkt vermutlich noch bevor, die geschätzten Umsatzrückgänge bewegen sich z.T. im höheren zweistelligen Prozentbereich. Die gravierendsten Einbußen werden für die Automobilindustrie sowie das Hotel- und Gastronomiegewerbe prognostiziert, Letzteres und der Maschinenbau bleiben möglicherweise sogar dauerhaft negativ betroffen.

Wirtschaftszweig	Anteil BWS (%)	Einbruch (%)	Tiefpunkt	Prä-Covid	Defizit 2024 (%)
Automobilbau	2,9	-60,6	II/20	III/23	
Hotel/Gastronomie	1,6	-49,5	II/20		-10
Maschinenbau	4,1	-23,3	IV/20		-3
Transport/Logistik	4,4	-20,1	IV/20	I/23	
Einzel-/Großhandel	10,1	-17,0	I/21	I/23	
Elektronikkomponenten	2,8	-16,5	I/21	IV/24	
Versorger	2,7	-16,1	I/21	I/24	
Metall	2,9	-15,6	IV/20	II/23	
Chemie	3,2	-15,2	I/21	IV/23	
Bauwirtschaft	4,7	-14,3	IV/20	IV/22	
Unternehmensnahe DL	11,5	-13,1	IV/20	I/23	
Immobilien	10,5	-12,3	IV/20	I/23	
Finanzdienstleistungen	4,2	-12,0	IV/20	IV/21	
Lebensmittel/Getränke	1,8	-8,3	IV/20	IV/21	

Quelle: McKinsey, Manager Magazin

Tabelle 6: Entwicklung ausgewählter Branchen (Prognose)

Unbestritten haben die umfangreichen staatlichen Programme einen noch tieferen Einbruch verhindern können, allein für den Bund wird für 2020 und 2021 mit einem negativen Finanzierungssaldo in Höhe von mehr als 300 Mrd. Euro gerechnet. Die seit Beginn der

⁶⁴ Ebd.

Pandemie verabschiedeten direkten Hilfs- und Konjunkturpakete des Bundes summieren sich auf knapp 100 Mrd. Euro.⁶⁵

Gerade die Mittelstandshilfen sind jedoch ins Zwielicht geraten.⁶⁶ Insbesondere kleine Unternehmen haben große Probleme, an den, u.a. von der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) avisierten, öffentlichen Kreditlinien zu partizipieren. Die formalen (und bürokratischen) Anforderungen sind für diese Unternehmensgruppe zu komplex, die Konditionen überdies nicht hinreichend attraktiv. Zudem fehlt in der Krise nicht selten die aktive Unterstützung einer Hausbank, welche – je nach Ausgestaltung des Darlehens – ein Restrisiko übernehmen muss. Durch die (vorübergehende) Aussetzung der Insolvenzordnung (InsO) kann nur sehr schwer abgeschätzt werden, in welchem Umfang letztendlich kleine und Kleinstunternehmen endgültig aus ihren jeweiligen Märkten ausscheiden müssen, ihre Liquiditäts- und Kapitalpuffer sind regelmäßig dünn.

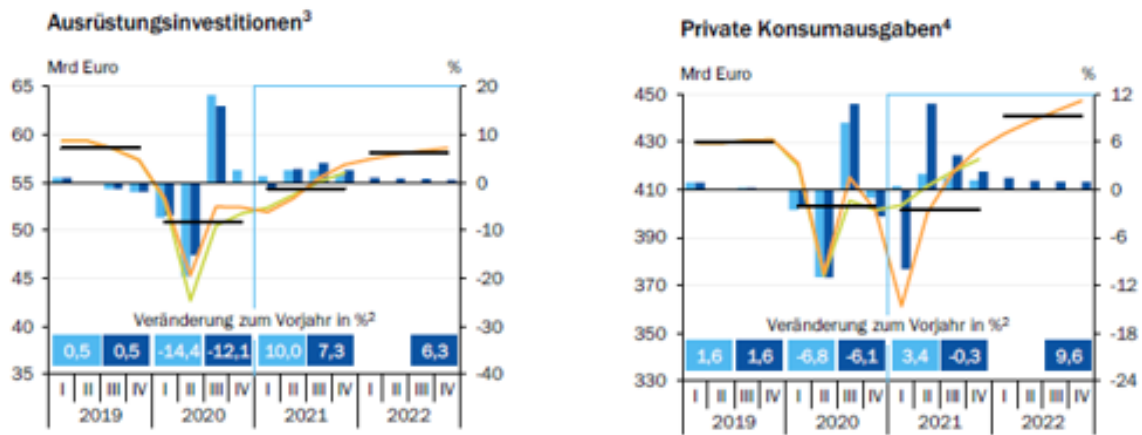
Ausschlaggebend für die Finanzierungsbedarfe im Unternehmenssektor sind, wie vorangegangenen Abschnitt analysiert, der erwartete Absatz und die damit einhergehenden Umsatzerlöse. Reaktionspotentiale bei rückläufigen Einnahmen sind kurzfristig vornehmlich bei den Personalkosten zu heben, dauerhaft besteht ohne qualifizierte Arbeitnehmer allerdings die Gefahr der eingeschränkten Lieferfähigkeit. Hilfreich ist – wie in Deutschland schnell und umfangreich geschehen – die (verlängerte) Zahlung von Kurzarbeitergeld. Diese Maßnahme reduziert die Personalaufwendungen des Arbeitgebers, sichert aber den Rückgriff auf den Mitarbeiterstamm bei eintretender wirtschaftlicher Erholung.

Die gewerbliche Investitionsnachfrage ist im ersten Halbjahr 2020 um rd. 11 Prozent gesunken, der für das laufende Jahr erwartete zusätzliche Ausrüstungsbedarf ist zwar positiv, per Saldo aber deutlich geringer als der diesjährige Rückgang (vgl. Abbildung 36). Etwas günstiger fällt die Prognose für den privaten Konsum aus. Nachdem die Konsumausgaben im ersten Halbjahr 2020 aufgrund der beinahe flächendeckenden „lockdowns“ spektakulär eingebrochen waren, erholte sich das Konsumklima in der zweiten Jahreshälfte 2020 vorübergehend, per Saldo gingen die Verbrauchsausgaben der privaten

⁶⁵ Bundesministerium der Finanzen, Monatsbericht März 2021, S. 57 ff.

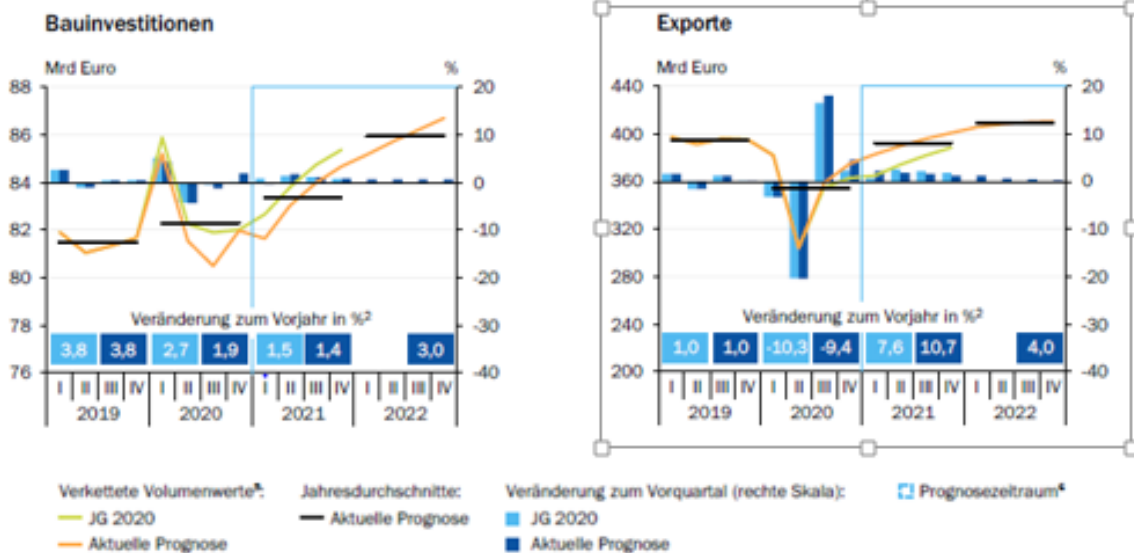
⁶⁶ Osman/Atzler: Bilanz der KfW-Kredite: Kleine Firmen suchen dringend Geld, Handelsblatt vom 11.08.2020, abrufbar unter <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/corona-hilfen-bilanz-der-kfw-kredite-kleine-firmen-suchen-dringend-geld/26081038.html?ticket=ST-3759455-V7ar4nMIEonXXiri0jfU-ap5>.

Haushalte im Jahr 2020 um gut 5 Prozent zurück. Der Sachverständigenrat rechnet noch in 2021 mit einem Zuwachs von 2 Prozent auf Jahresbasis, das Vorkrisenniveau könnte bei günstigem Verlauf in 2022 wieder erreicht werden.



Quelle: Sachverständigenrat

Abbildung 36: Prognostizierte Nachfrageentwicklung (I)



1 – Alle angegebenen Komponenten des BIP preisbereinigt. 2 – Ursprungswerte. 3 – Einschließlich militärischer Waffensysteme. 4 – Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck. 5 – Referenzjahr 2015; saison- und kalenderbereinigt. 6 – Prognosen des Sachverständigenrates.

Quellen: Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen

Quelle: Sachverständigenrat

Abbildung 37: Prognostizierte Nachfrageentwicklung (II)

In Abbildung 37 werden zwei weitere wichtige Determinanten der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage wiedergegeben. Die Bauinvestitionen haben die Corona-Epidemie weitgehend unbeschadet überstanden, ein geringer und vorübergehender Rückgang im ersten Halbjahr 2020 wurde noch in den Folgemonaten (über)kompensiert. Für 2021 kann demnach sogar mit einem weiteren Zuwachs um rd. 5 Prozent gerechnet werden. Schwer eingebrochen sind in 2020 hingegen die Exporte (minus knapp 10 Prozent), da viele traditionelle Importländer von Covid19 z.T. deutlich schwerer betroffen sind als die heimische Wirtschaft. Am Beispiel Chinas zeigt sich allerdings, dass nach der (mutmaßlichen) Überwindung der Pandemie am Weltmarkt operierende Unternehmen schnell ihre Lieferbeziehungen wieder aufnehmen. Durch die Breite der internationalen Abnehmer deutscher Exporte erreicht aber die Gesamtnachfrage im laufenden Jahr 2021 trotz eines kräftigen Anstiegs um etwa 12 Prozent noch nicht wieder das Vorkrisen-Niveau.

Mit Blick auf die seit Januar 2020 zur verzeichnenden Umsatzausfälle über beinahe alle Wirtschaftszweige – zu den „Profiteuren“ können wohl Internet-Händler und Drogerie-Konzerne, aber auch spezialisierte Logistik-Unternehmen gezählt werden – ist es durchaus überraschend, dass sich die Kreditbestände gegenüber Unternehmen bei den stark mittelstandsorientierten Sparkassen und Kreditgenossenschaften im Jahr 2020 nicht wirklich spürbar verändert haben. Ausleihungen der Sparkassen (Kreditgenossenschaften) an Kunden des verarbeitenden Gewerbes blieben mit 39,0 Mrd. Euro (21,2 Mrd. Euro) im 4. Quartal 2019 auf 38,9 Mrd. Euro (21,5 Mrd. Euro) im 4. Quartal 2020 nahezu unverändert. Für das Dienstleistungsgewerbe erhöhten sich die Kreditforderungen im gleichen Zeitraum von 265,9 Mrd. Euro (173,0 Mrd. Euro) auf 285,6 Mrd. Euro (189,9 Mrd. Euro). Die Anpassungen liegen durchweg im üblichen Rahmen der langjährigen Quartalsdaten.⁶⁷

Weder das Ende der Corona-Pandemie noch der Umriss eines „New Normal“ sind gegenwärtig auch nur halbwegs seriös prognostizierbar. Es gibt, wie beschrieben, eine Reihe von Indizien, dass eine Rückkehr zu gewohnten Niveaus von wirtschaftlicher Aktivität, allgemeinem Lebensstandard und internationalen Handels- und Lieferbeziehungen in kurzer Frist grundsätzlich möglich ist. Und doch sind strukturelle Anpassungsbedarfe keineswegs ausgeschlossen: weniger fragile Liefer- und Produktionsketten, stärkere Inlandsorientierung

⁶⁷ Quelle: Deutsche Bundesbank.

für systemrelevante Branchen, nachhaltig veränderte Kunde-Anbieter-Beziehungen (digital statt persönlich), modifizierte betriebliche Arbeitsabläufe.

In der Folge können Finanzierungsbedarfe entstehen, die nur bedingt planbar waren. Eine verstärkte Tendenz zum Homeoffice verlangt zuverlässige und sichere Datenverbindungen sowie geeignete Hardwareausstattungen, die zudem regelmäßig den jeweils gültigen technischen Standards angepasst werden müssen. Parallel kann auf einen bedeutsamen Anteil an „festen“ Büroplätzen nebst den dazugehörigen Räumen verzichtet werden. Die halbtägig leerstehenden, häufig in zentralen Lagen regionaler Metropolen erstellten Bürotürme stünden für alternative Verwendungen zur Verfügung. Sogar ein spürbarer Druck auf die Mieten erscheint keineswegs undenkbar.

Es gibt keinen zwingenden Grund anzunehmen, alle – hier nur cursorisch skizzierten – Anpassungsnotwendigkeiten fänden nur außerhalb des Finanzsektors statt. Auf Dauer angelegte Finanzbeziehungen profitieren von Verlässlichkeit und Flexibilität gleichermaßen. Unternehmen mit namhaften Beständen an Kundenforderungen können Verbriefungen verwenden, um Laufzeitdifferenzen auszunutzen und konstantere Zahlungsströme zu generieren. Das „klassische“ Kreditgeschäft bliebe davon unberührt, die grundsätzliche Finanzierungsstruktur ebenfalls. MFIs können mit ihrer Expertise selbst als Originatoren auftreten oder, als Verbundunternehmen, innerhalb der Gruppe entsprechende Projekt an den zuständigen Verbundpartner vermitteln. Zudem besitzen sie (z.T. langjährige) Informationen über geeignete, hinreichend umsatz- und ertragsstarke Unternehmen, für die eine Verbriefung als Finanzierungsalternative infrage kommt. Dies umso mehr, als jüngste regulatorische Anpassungen auf EU-Ebene insbesondere im Segment der synthetischen Verbriefungen den allgemeingültigen STS-Status ermöglichen (COM(2020)0282 – C9-0207/2020 – 2020/0151(COD)) I). Ambitionierten und innovativen Mittelständlern stünde mithin eine attraktive Ergänzung ihres Fremdfinanzierungsportfolios zur Verfügung, die etwaig bestehende Abhängigkeiten verringern und damit neue Handlungsspielräume eröffnen könnte.

7 Schlussfolgerungen

Unerwartete, häufig exogene Schocks, wie die durch die Lehman-Insolvenz kulminierende Finanzkrise leiten oft eine Zäsur ein. In Europa bildete die aktive Bekämpfung der Krisenfolgen gleichzeitig den Anlass zu bis dato ungekannten Harmonisierungsanstrengungen. Beginnend mit der Einführung und Etablierung einer Bankenunion sollten (mutmaßlich) effizienzmindernde nationale Besonderheiten beseitigt, ein „Single Rule Book“ entwickelt und ein „Level Playing Field“ für alle Banken in der Europäischen Union (EU) geschaffen werden. Einheitliche Aufsicht, einheitliche Abwicklung und einheitliche Einlagensicherung wurden als tragende Säulen des Gebildes propagiert und in weiten Teilen bereits umgesetzt, gelten aber zunächst nur innerhalb der EU.⁶⁸

Erste Erfahrungen mit dem neu installierten „Modell“ haben, wie nicht anders zu erwarten, auch Unzulänglichkeiten des komplizierten Konstrukts zutage gefördert. Die weitgehend unreflektierte Gleichbehandlung von (sehr) großen und (sehr) kleinen Banken bei Aufsicht bzw. Regulierung gab – nach langen, kontroversen Diskussionen – Anlass zur Korrektur sowie zu einer modifizierten Beaufsichtigung vornehmlich regional tätiger, nicht system-relevanter Kreditinstitute („Small and Simple Banking Box“).⁶⁹

Das einseitig betonte Bestreben zur Harmonisierung weist indes systematische Fehler auf.⁷⁰ Es trägt der inhaltlichen Verzahnung von realem und finanziellem Sektor einer (nationalen) Volkswirtschaft nicht hinreichend Rechnung. Die EU bzw. die EWU beruhen auf Ideen des späteren 20. Jahrhunderts, diese werden allerdings angewendet auf Regionen und Nationen mit z.T. Jahrhunderte alter Geschichte. Die europäische Integration ist ein großartiger und unbedingt verfolgenswerter Prozess. Die Vielfalt der Traditionen sowie das Prinzip der Subsidiarität sind jedoch von zumindest gleichrangiger Bedeutung. Europäische Lösungen sollten nationale Regelungen ergänzen und damit das Spektrum der ökonomischen Alternativen erweitern. Es spricht nichts gegen einheitliche Standards, aber vieles gegen singuläre Lösungen.

⁶⁸ Zu den Entwicklungen in der europäischen Finanzmarktaufsicht vgl. die Ausführungen in Teil II.

⁶⁹ Ausführlich bei Schackmann-Fallis, Gischer und Weiß (2018); vgl. auch Abschnitt 13.1.

⁷⁰ Vgl. zum Folgenden insbesondere Gischer, Ilchmann und Richter (2017).

Der Erhalt der gewachsenen Bankenstruktur in Deutschland dient (u.a.) der Aufrechterhaltung der breit gefächerten Unternehmenspalette. Dezentral operierende Produktionsbetriebe benötigen mit der Region vertraute Finanzpartner und damit lokalen Zugang zu (möglichst) allen Dienstleistungen des monetären Sektors. Entscheidungskompetenzen vor Ort beschleunigen Investitionsprozesse, lokal gewonnene Information senken die Monitoringkosten. Kleinteiligkeit generiert nicht nur Aufwand, sondern verringert Verlustrisiken – der fragmentierte deutsche Bankensektor hat während und nach der Finanzkrise eine viel beachtete Resilienz bewiesen.

Es gibt fraglos gute Argumente für eine europäische Kapitalmarktunion, von der man mit institutionellen Finanzmärkten erfahrende Akteure mit einiger Wahrscheinlichkeit profitieren kann. Eine Notwendigkeit zur Abschaffung oder Eingrenzung nationaler Alternativen besteht indes nicht, wer der Ergiebigkeit seines „lokalen“ Marktes vertraut, sollte diesen weiter nutzen können. Wer die internationale Expertise beanspruchen möchte, dem steht die europäische Plattform zur Verfügung – *variatio delectat*. Eine weitere Institution indes, mit einem – wie bei der Bankenunion – ähnlich hoch komplexen Regelwerk, schreckt Newcomer ab, erhöht damit die Markteintrittsbarrieren und behindert letztlich die produktive Allokation von Finanzmitteln.

Für engere Marktsegmente, bspw. im Vertriebssektor, kann eine europäische Lösung genau die Erweiterung produzieren, die für eine erfolversprechende Verwendung dieses Instruments notwendig ist. Hier sind zunächst Transparenz schaffende Verfahrens- und Informationsstandards durchaus sinnvoll. Die Zertifizierung von Prozessen und Akteuren wäre z.B. eine denkbare Variante zur Vertrauensbildung. Ein besonderes Augenmerk sollte auf die sorgfältige, nachvollziehbare und testierte Qualität des Besicherungsmaterials gelegt werden, die Fehler der Subprime-Papiere in den USA während der Finanzkrise dürfen sich nicht wiederholen.

Auch viele größere mittelständische Unternehmen in Deutschland sind nicht unbedingt kapitalmarktaffin. Sie vertrauen nach wie vor auf gewachsenen Hausbank-Beziehungen, häufig ergänzt durch Finanztransaktionen mit verbundenen Firmen. Parallel haben sich (lokale) Verbindungen mit Nicht-MFIs herausgebildet, über die z.B. Schuldscheindarlehen abgewickelt werden. Quantitativ sind diese Finanzierungsalternativen allerdings von eher

geringer Bedeutung.⁷¹ Das gegenwärtig historisch niedrige Zinsniveau sowie die ausgeprägte Liquidität vieler MFIs ermöglichen bonitätsmäßig einwandfreien Schuldern erfolgversprechende Kreditverhandlungen. Die marktfähigen Finanzierungsalternativen werden vermutlich erst dann wieder attraktiver, wenn eine restriktivere Geldpolitik die Handlungsspielräume der Kreditinstitute spürbar verengt.

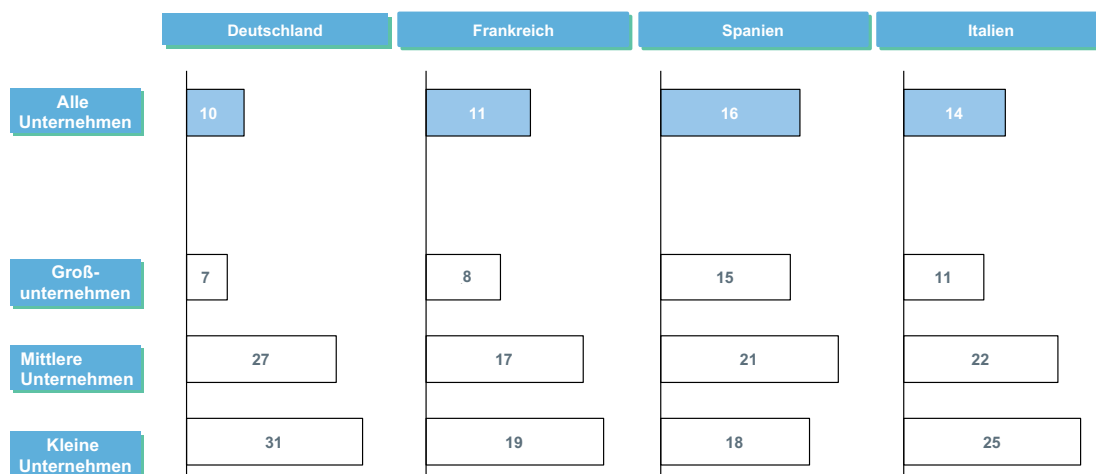
⁷¹ Vgl. Hock: Weniger neue Schuldscheine, Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 09.01.2019, abrufbar unter <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/emissionsvolumen-sinkt-weniger-neue-schuldscheine-15980138.html>.

Teil II: Regulierungsrahmen, Verbriefungsmärkte und Mittelstandsfinanzierung (Prof. Dr. Christoph Kaserer)

8 Ökonomische Überlegungen

8.1 Mittelstand und Bankenfinanzierung

Es ist bekannt, dass die hiesige Unternehmensfinanzierung zum überwiegenden Teil bankenbasiert ist.⁷² Auf diese starke Abhängigkeit weist etwa Kaserer (2015), S. 21 ff., in einer ausführlichen Analyse hin. Wie man der dort entlehnten Abbildung 38 und Abbildung 39 entnehmen kann, betragen im gewichteten Durchschnitt einer großzahligen Stichprobe von Unternehmen im Jahr 2013 die Bankverbindlichkeiten fast das fünffache der in Anleihen und ähnlichen Instrumenten verbrieften Verbindlichkeiten. Und bei Unternehmen mit weniger als 50 Mio. Euro Umsatz sind Anleiheverbindlichkeiten so gut wie vernachlässigbar. Zwar mögen sich diese Verhältnisse bei großen kapitalmarktorientierten Unternehmen in den letzten Jahren etwas zugunsten einer kapitalmarktorientierten Finanzierung verschoben haben, für mittelständische Unternehmen ist dies aber nicht der Fall.⁷³



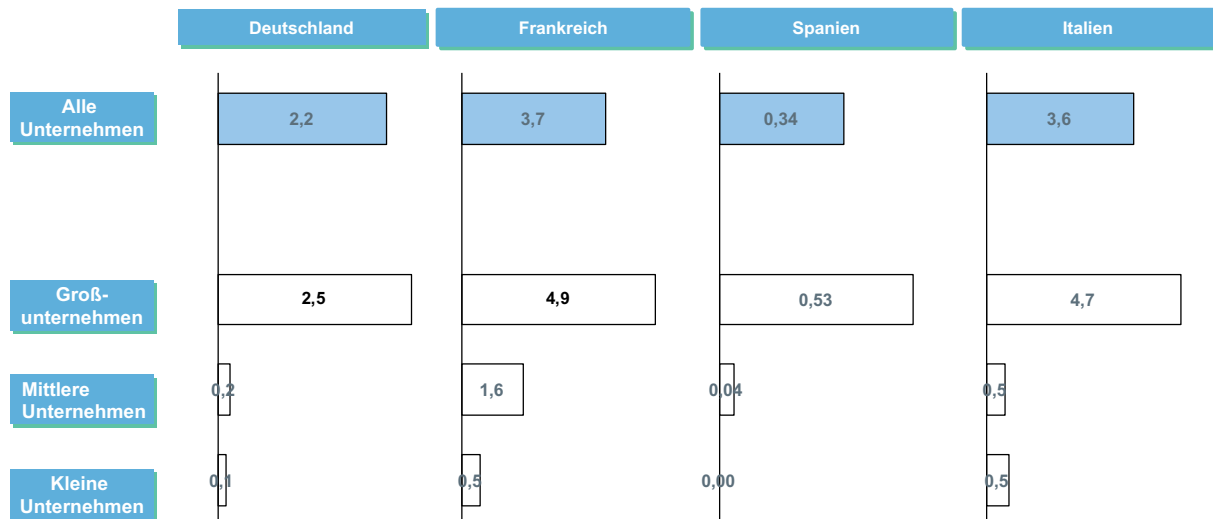
Anmerkung: Die Abbildung stellt für Unternehmen in ausgewählten europäischen Ländern die Verbindlichkeiten gegenüber Finanzinstituten, definiert als gewichteter Anteil an der Bilanzsumme in Prozent für das Jahr 2013 dar. Großunternehmen (mittlere bzw. kleine Unternehmen) sind definiert als Unternehmen mit mehr als 50 Mio. EUR (zw. 10 und 50 Mio. EUR bzw. weniger als 10 Mio. EUR) Umsatz.

Quelle: Kaserer (2015), S. 30, basierend auf BACH-Daten.

Abbildung 38: Verbindlichkeiten gegenüber Finanzinstituten europäischer Unternehmen

⁷² Für eine ausführliche Auseinandersetzung mit dieser Thematik vgl. ausführlich Beck, Kaserer und Rapp (2015) und Kaserer (2015) sowie die dort angegebene Literatur. Vgl. zudem auch die Ausführungen unter Abschnitt 2. Die Kommission hat jüngst eine vergleichende europäische Analyse zur Bedeutung der Kapitalmarktfinanzierung in Auftrag gegeben. Dort wird gezeigt, dass gerade in vielen süd- und osteuropäischen Ländern die Bankenfinanzierung weiterhin die dominierende Form der Unternehmensfinanzierung ist; vgl. Oxera Consulting (2020), S. 21 ff.

⁷³ Vgl. hierzu auch Abschnitt 4.



Anmerkung: Die Abbildung stellt für Unternehmen in ausgewählten europäischen Länder Anleihen und ähnliche Verbindlichkeiten, definiert als gewichteter Anteil an der Bilanzsumme in Prozent für das Jahr 2013 dar. Großunternehmen (mittlere bzw. kleine Unternehmen) sind definiert als Unternehmen mit mehr als 50 Mio. EUR (zw. 10 und 50 Mio. EUR bzw. weniger als 10 Mio. EUR) Umsatz.

Quelle: Kaserer (2015), S. 29, basierend auf BACH-Daten.

Abbildung 39: Verbindlichkeiten aus Anleihen und ähnlicher Instrumente europäischer Unternehmen

Interessant ist an den beiden vorangegangenen Abbildungen zudem der Umstand, dass diese starke Bankenfokussierung keineswegs nur ein deutsches Phänomen ist. In den anderen hier betrachteten kontinentaleuropäischen Ländern liegen die Verhältnisse ähnlich.

Dieses Ergebnis ist keineswegs überraschend. Die Bedeutung des Bankkredits für mittelständische Unternehmen ergibt sich allein schon aus Losgrößenüberlegungen. So wird im KfW-Mittelstandspanel, in welchem im Rahmen einer schriftlichen Wiederholungsbefragung 9.000 bis 15.000 Unternehmen mit einem Jahresumsatz von bis zu 500 Mio. Euro befragt werden, berichtet, dass im Durchschnitt der Jahre 2017 bis 2019 67% der Unternehmen einen Kreditbestand von bis zu 50.000 Euro hatten. Lediglich 5% der Unternehmen hatten einen Kreditbedarf von mehr als 500.000 Euro.⁷⁴ Damit könnte für den Großteil der mittelständischen Unternehmen eine Kapitalmarktfinanzierung schon allein wegen der damit verbundenen Fixkosten ausscheiden.⁷⁵

⁷⁴ Vgl. KfW (2020), S. 23.

⁷⁵ Für eine Auseinandersetzung mit der Frage, welche Rolle Fixkosten bei Kapitalmarktmissionen tatsächlich spielen, vgl. Kaserer und Steiner (2004), Kaserer und Kraft (2003), Bühner und Kaserer (2002) und die dort zitierte Literatur. Allerdings werden dort nur Eigenkapitalemissionen betrachtet. Lee, Lochhead und Ritter (1996) betrachten auch Anleiheemissionen. Insgesamt ist aber die Evidenz für hohe Fixkosteneffekte eher schwach.

Mindestens ebenso wichtig für die Erklärung der stark bankbasierten Finanzierung mittelständischer Unternehmen sind informationsökonomische Aspekte. Grundsätzlich stehen Unternehmen viele unterschiedliche Alternativen zur Deckung ihres Finanzierungsbedarfs offen. Soweit man an die Fremdkapitalfinanzierung denkt, kämen einerseits Bankkredite, andererseits Schuldverschreibungen in Frage. Dabei gibt es mittlerweile auch Angebote von neuen Wettbewerbern, so genannten FinTechs, die nicht mehr eindeutig der Banken- oder Kapitalmarktseite zugeordnet werden können. Zudem treten in jüngerer Zeit Kreditfonds als direkte Wettbewerber für Banken auf.⁷⁶

Nun ist es in allen Fällen von großer Bedeutung, dass die Kreditgeber über Screening- und Monitoringaktivitäten Informationen produzieren, die in die Kreditentscheidung einfließen. Auf diese Weise kommt es zu einer Allokationsfunktion, weil bestimmte Projekte durch eine positive Finanzierungsentscheidung ermöglicht, andere durch eine negative Entscheidung verhindert oder abgebrochen werden. Im Idealfall sollte das Gewinnstreben der Kreditgeber dazu führen, dass im Mittel die richtigen Projekte selektiert werden, also jene Projekte, die auch in der Lage sind, den Kredit samt Kapitalkosten zurückzuzahlen. Auf diese Weise wird knappes Kapital in seine besten Verwendungen gelenkt.

Diese Monitoring- und Screeningfunktion der Kreditgeber steht im Übrigen in engen Zusammenhang zu ihrer Beratungsfunktion, welcher Banken in ihrer Rolle als Hausbanken wahrnehmen. Die Identifikation von Risiken und die Strukturierung von geeigneten Finanzierungslösungen kann für die Kreditentscheidung auch aus der Sicht des Kreditnehmers eine wichtige Rolle spielen. Gleichzeitig versetzt diese typischerweise im Rahmen einer Hausbankbeziehung stattfindende Beratung die Bank in die Lage, zusätzliche Informationen über die zu finanzierenden Projekte zu gewinnen.⁷⁷

Natürlich sind diese Kreditentscheidungen mit Fehlern, sei es in der Informationsgewinnung als auch -verarbeitung, und Fehlanreizen seitens der Entscheidungsträger belastet. Dabei gibt es wichtige Unterschiede in der Entscheidungsfindung von Banken einerseits und Investoren am Kapitalmarkt andererseits.⁷⁸ So produzieren Banken auf der Grundlage einer

⁷⁶ Vgl. hierzu die Ausführungen unter Abschnitt 3. Zudem findet sich eine ausführliche Auseinandersetzung mit dieser Thematik in Kaserer (2019a).

⁷⁷ Burghof (2000) spricht in diesem Zusammenhang von Banken als „delegated contractors“ in Anlehnung an den Begriff des „delegated monitoring“, der von Diamond (1984) geprägt wurde.

⁷⁸ Dieser Aspekt wird ausführlich in Beck, Kaserer und Rapp (2015), S. 25 ff., analysiert.

typischerweise langfristigen Vertrauensbeziehung (Hausbankenprinzip), die – wie bereits weiter oben erwähnt – gerade im Verhältnis von mittelständischen Unternehmen und regional orientierten Unternehmen weit über das Öffnen der Bücher und Ausfüllen von Fragebögen hinausgeht, private Informationen, die in ihre Entscheidung einfließen.

Investoren am Kapitalmarkt bzw. ihre Agenten, wie etwa Analysten oder Ratingagenturen, haben keinen Zugang zu diesen privaten Informationen. Ihre Entscheidungen beruhen überwiegend auf öffentlich verfügbaren Informationen. Es ist nun leicht zu sehen, dass dort, wo der Zugang zu diesen öffentlichen Informationen kostspielig oder stark eingeschränkt ist, eine kapitalmarktbasierter Finanzierung einer bankenbasierten unterlegen sein wird oder zumindest mit größeren Risiken verbunden ist. Daher kommt es neben transaktionskostenbasierten auch aus informationsökonomischen Gründen zu einem Gleichgewicht, in welchem kleinere Unternehmen vorwiegend auf eine Bankenfinanzierung setzen, große Unternehmen hingegen stärker auf eine kapitalmarktbasierter Finanzierung.

Jenseits der Kreditvergabeentscheidung wirken sich diese Unterschiede in der Informationsproduktion auch auf die laufende Kreditbetreuung und die Governance des Unternehmens aus. Während nämlich Banken auf der Grundlage ihrer engen Beziehung zu dem Unternehmen in laufende Investitionsentscheidungen eingreifen können, wird die Kontrolle am Kapitalmarkt hauptsächlich über Kurseffekte und daraus folgenden Aktivitäten am Markt für Unternehmenskontrolle ausgeübt. Zudem ist es für Banken einfacher, in einer Krisensituation in direkten Gesprächen mit dem Unternehmen Lösungen zu finden.⁷⁹ Insoweit sieht man, dass beide Finanzierungswege ihre Vor- und Nachteile haben.

Und schließlich sollte man auch nicht vergessen, dass die bei Kreditvergabeentscheidungen ebenfalls relevanten Risikoabwägungen im Vergleich zwischen Banken und Investoren durchaus unterschiedlich sind. Da es für Investoren deutlich einfacher ist, breit diversifizierte Portfolios zu bilden, ist ihre Risikotragfähigkeit grundsätzlich höher. Hinzu kommen regulatorische Unterschiede, über die im folgenden Abschnitt noch zu sprechen sein wird. Insgesamt wird sich daher ein Gleichgewicht zwischen banken- und kapitalmarktbasierter Finanzierung herausbilden. Dieses ist von vielen Faktoren beeinflusst und unterlag großen Veränderungen im geschichtlichen Ablauf, die insbesondere von den

⁷⁹ Dieser letzte Punkt wird in Hackbarth, Hennessy und Leland (2007) als wichtiger Mechanismus dafür interpretiert, dass kleine Unternehmen sich sehr stark über Bankkredite finanzieren.

Wettbewerbsbedingungen im Bankensektor und auf dem Kapitalmarkt abhingen. In jedem Fall erfüllen aber Hausbankbeziehungen („relationship banking“) eine ökonomisch mehr oder weniger relevante Rolle in diesem Gleichgewicht.⁸⁰

8.2 Die veränderte Rolle der Bankenfinanzierung

Wie bereits erwähnt, hängt das oben beschriebene Gleichgewicht zwischen banken- und kapitalmarktbasierter Finanzierung auch von den regulatorischen Rahmenbedingungen ab. So wird die Kalibrierung der Eigenkapitalunterlegung im Kreditbuch die regulatorischen Kosten beeinflussen und möglicherweise dazu führen, dass andere Alternativen, so auch eine kapitalmarktbasierende Finanzierung, attraktiver werden. Da die Bank mit diesen Alternativen konkurriert, wird aus ihrer Sicht ein Kreditgeschäft umso weniger attraktiv, je höher das dafür regulatorisch vorzuhaltenden Eigenkapital im Vergleich zu dem ökonomisch vorzuhaltenden Eigenkapital ist. Dies gilt jedenfalls unter der plausiblen, wenngleich nicht völlig unumstrittenen Annahme, dass es bei Banken jenseits der ökonomisch geforderten Eigenkapitalunterlegung einen zumindest schwach positiven Zusammenhang zwischen steigender Eigenkapitalunterlegung und Kapitalkosten gibt.⁸¹

Die Bankenregulierung hat sich seit der Einführung von Basel I schrittweise in einen stärker risikoorientierten Ansatz gewandelt.⁸² Insbesondere mit Basel III und der damit verbundenen CRR als Rechtsgrundlage in der EU greift die Bankenaufsicht in weitreichender und detaillierter Weise in die Berechnung der für die Eigenkapitalunterlegung relevanten Parameter ein. Dies gilt auch dann, wenn die Banken einen internen Ratingansatz verwenden. Zwar sollte der Basel-Ansatz im Mittel dazu führen, dass die Abweichung zwischen regulatorisch und ökonomisch vorzuhaltendem Eigenkapital im Vergleich zum vorhergehenden Regulierungsansatz geringer wird. Wegen der Komplexität und

⁸⁰ Vgl. zu dieser Überlegung Boot und Thakor (2000).

⁸¹ Typische Argumente hierfür sind Friktionen auf den Einlagemärkten oder beim Eigenkapitalzugang einiger Banken, Steuervorteile von Fremdkapital, Konkurskosten und Probleme asymmetrischer Information; für einen Literaturüberblick und eine theoretische Begründung, warum Eigenkapital von Banken tendenziell hohe Kapitalkosten aufweist, vgl. Allen, Carletti und Marquez (2015). Zudem sind auch die Signalwirkungen von regulatorischen Eigenkapitalquoten zu beachten; vgl. Berg, Gehra und Kunisch (2011). Basten (2019) konnte zeigen, dass die Einführung von antizyklischen Kapitalpuffern für Wohnungsbaukredite tatsächlich zu einer Erhöhung der Kreditzinssätze geführt hat, was ebenfalls für die höheren Kapitalkosten von Eigenkapital spricht. Behn, Haselmann und Wachtel (2016) zeigen in einer spezifischen Konstellation von deutschen IRBA-Banken, dass höhere Eigenkapitalanforderungen zu sinkendem Kreditangebot führt.

⁸² Vgl. hierzu u.a. Kaserer (2006).

Unsicherheiten, die mit Risikomessung verbunden sind, ist zu vermuten, dass diese Konvergenz je nach Charakter und Risikostruktur des Geschäfts durchaus unterschiedlich ausfällt. Damit werden Verzerrungen in der bankinternen Kapitalallokation auch unter diesem neuen Regulierungsansatz nicht ausbleiben.

Interessanterweise konnten Berg, Gehra und Kunisch (2011) auf der Basis der ersten Basel-III-Vorschläge anhand empirischer Daten zeigen, dass die regulatorische Eigenkapitalunterlegung gemäß IRBA bei KMU-Krediten typischerweise 30 bis 50% zu hoch angesetzt wird. In Berg und Uzik (2011) wird darüber hinaus gezeigt, dass die relative Abweichung vom ökonomischen Eigenkapital umso größer ist, je kleiner die Unternehmen sind.

Dieses Ergebnis ist vom Grundsatz her nicht besonders überraschend. Denn die Eigenkapitalunterlegung im IRBA wird maßgeblich durch die von der Aufsichtsbehörde vorgegebene Vermögenskorrelation bestimmt.⁸³ Zwar wird anerkannt, dass diese für einen KMU-Kredit aufgrund der größeren Granularität des KMU-Kreditportfolios niedriger sein sollte. Aber diesen tatsächlich so zu kalibrieren, dass er den empirischen Verhältnissen entspricht, ist ein schwieriges, wenn nicht gar unmögliches Unterfangen. Ob jedenfalls die in der derzeitigen Regulierung vorgesehenen Anpassungsfaktoren bei der Ermittlung der Eigenkapitalunterlegung von KMU-Krediten ausreichen, wird durchaus angezweifelt und ist fortlaufender Gegenstand von Diskussionen mit dem Gesetzgeber.⁸⁴

Hinzu kommt, dass die regulatorischen Eigenkapitalunterlegungssätze im IRBA sehr sensibel auf die Bestimmung der Ausfallwahrscheinlichkeit reagieren. Da diese im Krisenfall nach oben geht, kommt es genau dann zu einer Verschärfung der Eigenkapitalunterlegung, wenn die Unternehmen die Kreditmittel am dringendsten brauchen. Dies wird als prozyklischer Effekt der Bankenregulierung bezeichnet, der vermutlich durch eine stärker risikoorientierte Aufsicht verschärft wurde.⁸⁵ Zwar wird gelegentlich argumentiert, dass Banken durch den Aufbau von Kapitalpuffern in Boomphasen die prozyklischen Effekte durch ein Abschmelzen dieser Puffer in Rezessionsphasen abschwächen können, allerdings spricht die empirische

⁸³ Die einschlägigen Vorschriften finden sich in Art 153 f. CRR.

⁸⁴ Vgl. z.B. Berg und Uzik (2011).

⁸⁵ Für einen Überblick und eine Herausarbeitung der möglichen Ursachen dieser Effekte vgl. z.B. Allen und Saunders (2003). Zu den prozyklischen Effekten des Basel-Rahmenwerks vgl. z.B. Kashyap und Stein (2004) und Jokipii und Milne (2008).

Evidenz gegen diese Annahme. Vielmehr scheint es sogar so zu sein, dass die Kapitalpuffer in Krisenzeiten höher sind als in Boomphasen.⁸⁶

Richtig ist allerdings auch, dass die EZB in der aktuellen Covid19-Krise den Banken im Rahmen einer ad-hoc-Maßnahme zugestanden hat, ihre Kapitalerhaltungspuffer zu nutzen. Die BaFin hat als Reaktion auf die Krise den antizyklischen Puffer mit Wirkung zum 1. April 2020 auf Null herabgesetzt.⁸⁷ An diesen Beispielen kann man sehen, dass die Aufsichtsbehörden durchaus versuchen, diesen prozyklischen Effekten gegenzusteuern.

Hierbei sind zwei Dinge zu beachten. Erstens ist es vom Grundsatz her nachvollziehbar, dass Banken im wirtschaftlichen Abschwung eine höhere Risikovorsorge treffen bzw. bei der Kreditvergabe vorsichtiger sind. Das war zweifelsohne auch schon vor der Einführung von Basel II oder III der Fall. Zweitens ist es aber auch nicht auszuschließen, dass diese dem System inhärenten prozyklischen Effekte durch die Regulierung verstärkt werden. Diese Gefahr besteht jedenfalls dann, wenn im Krisenfall Banken Eigenkapital als knapp wahrnehmen, etwa weil die regulatorischen Eigenkapitalanforderungen schwerer zu erfüllen sind und gleichzeitig der Zugang zu Eigenkapital mit höheren Friktionen belastet ist.

Je nachdem, wie stark die Berechnung der risikogewichteten Aktiva auf die sich im Krisenfall erhöhenden Ausfallwahrscheinlichkeiten reagiert, kann dieser Effekt zu einer mehr oder weniger starken Einschränkung der Kreditneuzusagen führen. Sofern die Banken interne Risikomodelle verwenden, hängt dieser Effekt sehr stark davon ab, wie schnell und wie stark die intern geschätzten Ausfallwahrscheinlichkeiten an das Krisenszenario angepasst werden.

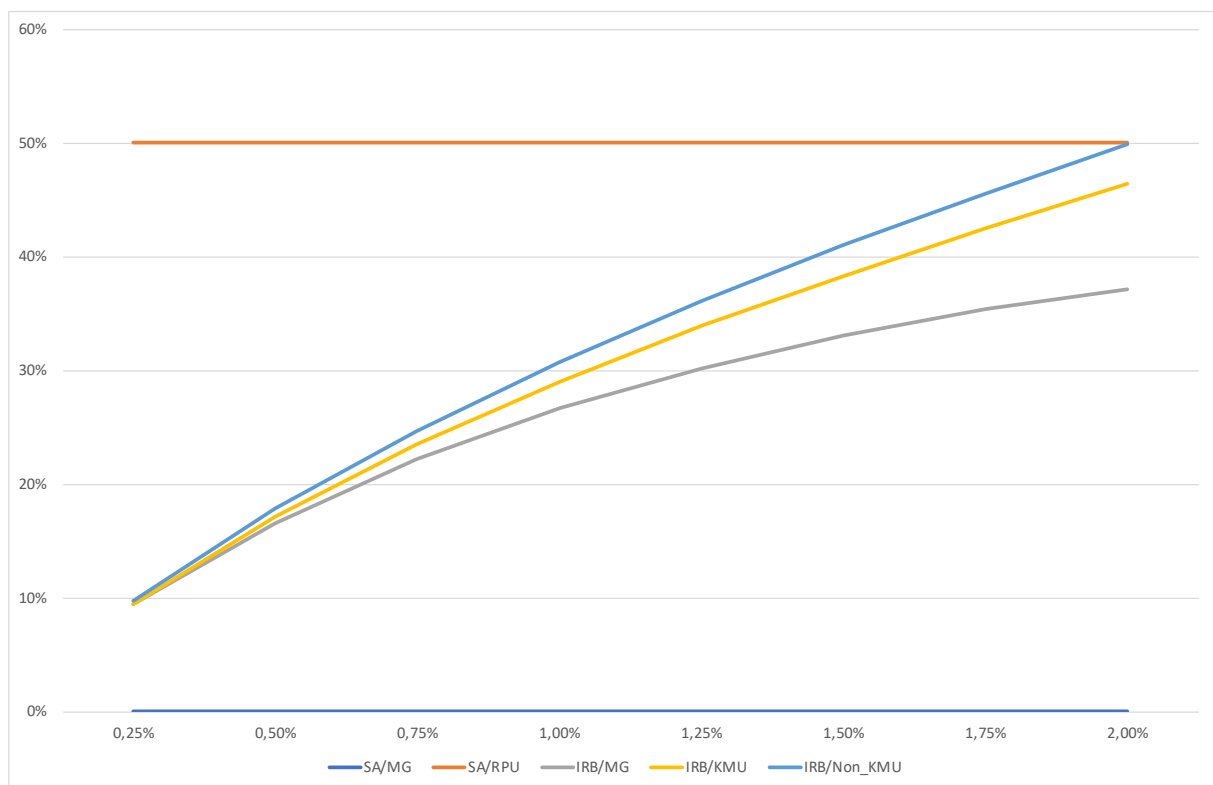
Da wir seit der Umsetzung der CRR noch keinen dauerhaften wirtschaftlichen Abschwung erlebt haben, wird es interessant sein zu sehen, wie stark die Kreditvergabe der Banken auf die jetzt eingetretene Krisensituation reagiert. Dieser Effekt wird derzeit zwar durch die unterschiedlichen bankaufsichtlichen und fiskalpolitischen Maßnahmen überlagert, bei anhaltendem Abschwung wird er sich aber früher oder später bemerkbar machen.⁸⁸

⁸⁶ Vgl. hierzu Montagnoli, Mouratidis und Whyte (2020). Die potentielle Abschwächung der prozyklischen Effekte durch den Aufbau von Kapitalpuffern wird in Repullo und Suarez (2013) analysiert.

⁸⁷ Vgl. Bekanntmachung vom 31. März 2020, Gz. IFR 2-QA 2102-2020/0002, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_200331_allgvgf_ant_izykl_kapitalpuffer.html?nn=7852116.

⁸⁸ Vgl. hierzu die Ausführungen unter Abschnitt 12.

Einen Eindruck dieses Zusammenhangs vermittelt Abbildung 40. Hier wird beispielhaft dargestellt, wie sich die nach CRR geforderte Eigenkapitalunterlegung bei KMU-Krediten verändert, wenn sich die Ausfallwahrscheinlichkeit des Schuldners erhöht. Sofern die Bank mit dem Standardansatz arbeitet und der Kredit im Mengengeschäft verbucht wird, gibt es keinen Effekt, weil dort das Risikogewicht immer 75% multipliziert mit dem KMU-Entlastungsfaktor nach Art 501 CRR beträgt. Ist der Kredit als Risikoposition gegenüber Unternehmen verbucht, ergibt sich dann ein Effekt, wenn die veränderte Ausfallwahrscheinlichkeit dazu führt, dass die Bonitätsstufe verändert wird. In Abbildung 40 wird von einer Veränderung von Bonitätsstufe 3 oder 4 auf 5 oder 6 ausgegangen, so dass sich eine Zunahme von 50 % ergibt.



Anmerkung: Die Abbildung gibt die prozentuale Zunahme bei unterschiedlichen Kreditrisikomodellen nach CRR für unbesicherte KMU- bzw. Unternehmenskredite wieder. SA steht für Standardansatz nach Art. 111 f. CRR, MG für Mengengeschäft nach Art. 123 CRR, RPU für Risikopositionen gegenüber Unternehmen nach Art. 122 CRR, IRB für einen auf internen Beurteilungen beruhenden Ansatz nach Art. 142 ff. CRR. Bei der Berechnung wird im Ausgangszenario eine Ausfallwahrscheinlichkeit von 1%, eine LGD von 50% und eine Kreditlaufzeit von einem Jahr angenommen. Die Ausfallwahrscheinlichkeit wird dann in Schritten von 25 Basispunkten erhöht. Bei Risikopositionen gegenüber Unternehmen gemäß Standardansatz kommt es nur zu einem Effekt, wenn sich die Bonitätsstufe verändert. Hier wurde eine Veränderung von Stufe 3 oder 4 auf 5 oder 6 unterstellt. Bei einer Veränderung von 1 auf 2 wäre der Effekt bei 150%, bei einer Veränderung von 2 auf 3 bei 100%.

Abbildung 40: Prozentuale Zunahme der Eigenkapitalunterlegung nach CRR bei Anstieg der Ausfallwahrscheinlichkeit

Handelt es sich hingegen um eine IRBA-Bank, dann hängt der Effekt davon ab, wie stark sich die Ausfallwahrscheinlichkeit verändert. Die hier dargestellte Beispielrechnung geht von einer Ausfallwahrscheinlichkeit von 1%, einer Verlustquote bei Ausfall (LGD) von 50% und einer Kreditlaufzeit von einem Jahr aus. Danach wird die Ausfallwahrscheinlichkeit schrittweise um 25 Basispunkte erhöht. Wie man sehen kann, ist der Effekt bei Nicht-KMU-Unternehmenskrediten nahezu linear, wohingegen bei KMU-Krediten die Zunahme durch die KMU-spezifische Vermögenskorrelation nach Art. 153 (3) CRR etwas abgeschwächt wird. Der Effekt wird weiter verstärkt, wenn der Kredit als Position im Mengengeschäft verbucht wurde.

Unabhängig davon zeigt diese Darstellung, dass die Erhöhung der Risikogewichte in Abhängigkeit von einer Erhöhung der Ausfallwahrscheinlichkeit durchaus erheblich sein kann.

8.3 Zur Verzahnung mit einer kapitalmarktorientierten Finanzierung

Es ist in der Literatur bekannt, dass der Bankensektor aufgrund der dort stattfindenden Fristen-, Liquiditäts- und Risikotransformation eine inhärente Instabilität aufweist.⁸⁹ In Verbindung mit der systemischen Bedeutung des Bankensektors ergibt sich daraus die zentrale Rechtfertigung für staatliche Regulierungseingriffe.⁹⁰ Hierzu gehörten zunächst vor allem implizite (too-big-to-fail) oder explizite Einlagensicherungssysteme, die aber ihrerseits erhebliche Moral-Hazard-Risiken erzeugt haben.⁹¹ Besonders evident wurde diese Problem während der globalen Finanzmarktkrise 2008.

Vor diesem Hintergrund ist der Trend hin zu einer risikoorientierten Bankenaufsicht durchaus folgerichtig, wenngleich die damit verbundenen Kollateraleffekte wohl bis heute nur unzureichend verstanden werden. Jedenfalls hat dieser Trend dazu geführt, dass die Risikotragfähigkeit des Bankensektors eingeschränkt wurde, da die geforderte zusätzliche Eigenkapitalunterlegung nur teilweise durch den Aufbau neuer Eigenkapitalpuffer kompensiert werden konnte. Die damit verbundenen Probleme für die

⁸⁹ Hierzu gibt es eine umfangreiche Literatur. Ein Überblick findet sich in Freixas und Rochet (2008).

⁹⁰ Ob dieses Marktversagen allerdings durch staatliche Eingriffe in effizienter Weise behoben werden kann, ist durchaus umstritten. Es gibt auch Autoren, die hierfür marktorientierte Lösung vorschlagen. Für einen etwas breiteren Überblick vgl. z.B. Wenger und Kaserer (1999) und Dowd (1992).

⁹¹ Für eine Diskussion dieser Problematik am Beispiel der Herstatt-Krise vgl. Kaserer (2000).

Unternehmensfinanzierung sind bereits an mehreren Stellen angesprochen worden und müssen in jedem Fall mit großer Aufmerksamkeit betrachtet werden.

Unabhängig davon ist aber auch zu bedenken, dass ein Teil dieser durch eine Kreditzurückhaltung verursachten negativen Effekte dann beseitigt werden könnten, wenn es zu einer zumindest teilweisen Auslagerung der Risiken auf den Kapitalmarkt käme. Da auf Kapitalmärkten Risiken breiter diversifiziert werden können und, von Einzelfällen abgesehen, dort keine Liquiditäts- und Fristentransformation stattfindet, sind diese Märkte in der Lage Kreditrisiken zu übernehmen, ohne dass im Gegenzug systemische Risiken aufgebaut werden müssen.⁹²

Vor diesem Hintergrund bietet eine Verzahnung der Banken- mit der Kapitalmarktfinanzierung drei wesentliche Funktionen. Erstens kann der Kapitalmarkt eine Refinanzierungsfunktion bereitstellen, bei der die Banken in wesentlich flexiblerer Weise ihren Refinanzierungsbedarf decken können. Zweitens kann über eine geeignete Fristigkeit der von den Banken emittierten Schuldverschreibungen die Fristentransformation reduziert werden. Dies wirkt sich positiv auf die systemische Stabilität des Bankensektor aus. Diese Funktion wird durch die starke Begrenzung der Fristentransformation im Rahmen der von der CRR eingeführten NSFR zukünftig eine wesentliche Rolle spielen, wenn es um die Bereitschaft der Banken zur Ausreichung längerfristiger Kredite geht. Und drittens können die Banken über Kapitalmarkttransaktionen auch ihre Risikotransformation (teilweise) auslagern, weil die Kreditrisiken dann an Investoren weitergereicht werden.

Soweit die Kapitalmärkte diese Risiken tatsächlich kostengünstiger tragen können als der Bankensektor, sollte sich dies auch in geringeren Risikogewichten, die von kapitalmarktorientierten Investoren anzuwenden sind, widerspiegeln. Dies ist tatsächlich auch der Fall, was man daran sehen kann, dass es dort Investoren gibt, für die es zu Recht

⁹² Dies gilt dem Grundsatz nach, was nicht bedeutet, dass im Einzelfall auch solche systemischen Risiken am Kapitalmarkt aufgebaut werden können. Ein Beispiel etwa waren vor der Finanzmarktkrise zahlreiche Geldmarktfonds, die ihren Kunden eine Nominalwertgarantie gegeben haben, also eine jederzeitige Zurückzahlung des Nominalwertes der Geldmarkteinlagen. Damit wurde faktisch analog zu einer Bank Fristen- und Risikotransformation betrieben, was in der Finanzmarktkrise zu einem Run auf Geldmarktfonds und damit indirekt auf die Banken geführt. Letztere waren in ihrer Refinanzierung davon abhängig, dass die Geldmarktfonds ihre Schuldverschreibungen erwerben; vgl. hierzu Kacperczyk und Schnabl (2013). Ein anderes Beispiel sind offene Immobilienfonds, die bis zu einem gewissen Grad Liquiditätstransformation betreiben. Dies hat während der europäischen Staatsverschuldungskrise dazu geführt, dass zahlreiche dieser Fonds wegen zu hoher Mittelabzüge geschlossen werden mussten.

keine aufsichtsrechtliche Eigenkapitalunterlegung gibt. Und andere Investoren, wie etwa Versicherungen, unterlegen zwar einer solchen, typischerweise ist das dort vorzuhaltende Eigenkapital aber niedriger als im Bankensektor.⁹³

Wichtig ist dabei festzuhalten, dass von dieser teilweisen Auslagerung von Risiken an die Kapitalmärkte alle Kreditnehmer profitieren, auch wenn sie selbst, so wie das bei KMUs der Fall ist, gar keine Berührungspunkte zu den Kapitalmärkten haben. Verbriefungstransaktionen und andere Finanzinstrumente erlauben die Weiterleitung dieser Risiken und erhöhen damit die Risikotragfähigkeit der Banken. Im Idealfall wirkt sich das positiv auf das Volumen und die Konditionen der ausgereichten Kredite aus.

Diese Verzahnung von Bank- und Kreditgeschäft hängt natürlich maßgeblich davon ab, dass sich die Verbriefungsmärkte, und zwar sowohl in Form von synthetischen als auch „True Sale“-Transaktionen, entsprechend entfalten können. Der regulatorische Rahmen ist jüngst durch die Einführung der STS-Verbriefungen und weiterer Maßnahmen entsprechend verbessert worden. Hiermit wird sich Abschnitt 11 noch näher auseinandersetzen.⁹⁴ Gleichzeitig stehen wir in Europa vor dem Problem, dass die hiesigen Kapitalmärkte nicht den Grad an Tiefe und Breite aufweisen, der für eine friktionslose Verzahnung mit der Bankenfinanzierung notwendig wäre. Das Projekt der Kapitalmarktunion hat dieses Defizit erkannt, gleichzeitig ist aber auch die Behebung der zugrunde liegenden Probleme alles andere als einfach.⁹⁵

In diesem Zusammenhang ist auch zu erwähnen, dass es seit geraumer Zeit eine Diskussion darüber gibt, ob die seit der Finanzmarktkrise implementierten Reformen möglicherweise zu einer Verschlechterung der Sekundärmarktliquidität, insbesondere am Geld- und Rentenmarkt, geführt haben. Hier wird argumentiert, dass Banken eine wichtige Market-Maker-Funktion innehatten, sie sich von dieser aber aufgrund der strengeren Eigenkapitalunterlegungs- und Liquiditätsvorschriften zunehmend zurückzögen. Hinzu

⁹³ Für eine theoretische Rechtfertigung dieses Unterschieds vgl. Allen, Carletti und Marquez (2015).

⁹⁴ Dort werden die Details soweit es um die bankaufsichtliche Seite geht diskutiert. Hier sei noch erwähnt, dass mit Einführung der STS-Verbriefungen auch die Eigenkapitalunterlegung im Rahmen von Solvency II für diese Verbriefungen angepasst worden ist; vgl. Delegierte Verordnung 2018/1221 vom 1. Juni 2018, abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32018R1221&from=EN>.

⁹⁵ Ein von der Kommission eingesetztes High-Level Forum hat eine lange Liste von Vorschlägen zur Weiterentwicklung der EU-Kapitalmärkte vorgelegt; vgl. hierzu die Pressemitteilung der Kommission vom 10. Juni 2020 abrufbar unter https://ec.europa.eu/info/news/cmu-high-level-forum-final-report_en.

kämen Regeln wie die Volcker-Rule in den USA, die den Eigenhandel der Banken zusätzlich einschränkten.

Die empirische Evidenz zu dieser Frage ist keineswegs eindeutig. Während etwa eine Studie der IOSCO⁹⁶ keine Belege dafür findet, dass es im Zeitraum 2004 bis 2015 zu einer Verschlechterung der Sekundärmarktliquidität für Unternehmensanleihen gekommen ist, finden Bao, O'Hara und Zhou (2018) Belege dafür, dass sich zumindest die Liquidität für ausfallgefährdete Unternehmensanleihen seit Einführung der Volcker-Rule in den USA verschlechtert hat. In einer neueren Untersuchung der IOSCO wird ebenfalls darauf hingewiesen, dass man, wenngleich die empirischen Anhaltspunkte noch vage seien, die Gefahr einer Verschlechterung der Liquidität von Unternehmensanleihen insbesondere in Krisenphase sehe.⁹⁷ Damit würden sich zusätzlich prozyklische Effekte der Regulierung ergeben, die in diesem Fall nicht direkt über den Kreditmarkt, sondern indirekt über den Kapitalmarkt ausgelöst würden.

Von diesen Effekten wären Verbriefungsmärkte ebenfalls betroffen. Tatsächlich hat sich während der Covid19-Krise in den USA gezeigt, dass es zu einer Austrocknung des Commercial-Paper-Marktes kam, so dass die FED mit einem Offenmarktprogramm für eine Liquiditätshilfe sorgen musste.⁹⁸ Natürlich gab es ein ähnlich gelagertes Problem auch schon während der globalen Finanzmarktkrise, so dass man mit Schlussfolgerungen in Bezug auf die kausalen Effekte der Bankenregulierung vorsichtig sein sollte. Weil aber die Liquidität am Geld- und Rentenmarkt für die Verzahnung von banken- und kapitalmarktbasierter Finanzierung von zentraler Bedeutung ist, müssen diese möglichen Kollateraleffekte der Bankenregulierung genau beobachtet werden.

Unterstützt werden diese Befürchtungen auch durch eine Studie von Haddad, Moreira und Muir (2021), die sich mit den Effekten der Covid19-Krise auf die US-amerikanischen Anleihemärkte beschäftigt haben. Sie dokumentieren erhebliche liquiditätsbedingte Verwerfungen, die sie zumindest teilweise auch auf die fehlende Bereitschaft von

⁹⁶ IOSCO (2017): Examination of Liquidity of the Secondary Corporate Bond Markets, Final Report, Februar 2017, abrufbar unter https://www.iosco.org/publications/?subsection=public_reports.

⁹⁷ IOSCO (2017): Liquidity in Corporate Bond Markets under Stressed Conditions, Final Report, Juni 2019, abrufbar unter https://www.iosco.org/publications/?subsection=public_reports.

⁹⁸ Vgl. Pressemitteilung der FED vom 17. März 2020, abrufbar unter <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200317a.htm>.

institutionellen Händlern zurückführen, für einen vorübergehenden Liquiditätsausgleich zu sorgen.

9 Reform der europäischen Bankenaufsicht

9.1 Einleitung

Blickt man auf die letzten zehn Jahre zurück, so kann man diese als eine Dekade der Finanzmarktreformen bezeichnen. Jedenfalls ist die Quantität und Qualität der Eingriffe in die gesamte Finanzmarktarchitektur, deren Zeitzeugen wir in dieser Dekade wurden, auch unter historischen Dimensionen einmalig. Auslöser dieser Entwicklung war ohne jeden Zweifel die globale Finanzmarktkrise von 2008 und die sich kurze Zeit später anschließende europäische Staatsverschuldungskrise.

Die Ursachen und Wirkungsmechanismen, die ab September 2008 zur globalen Finanzmarktkrise geführt haben, können hier nicht im Detail aufgearbeitet werden. Es sei lediglich eine zentrale und viele der späteren regulatorischen Eingriffe auslösende Wirkungskette beschrieben.⁹⁹

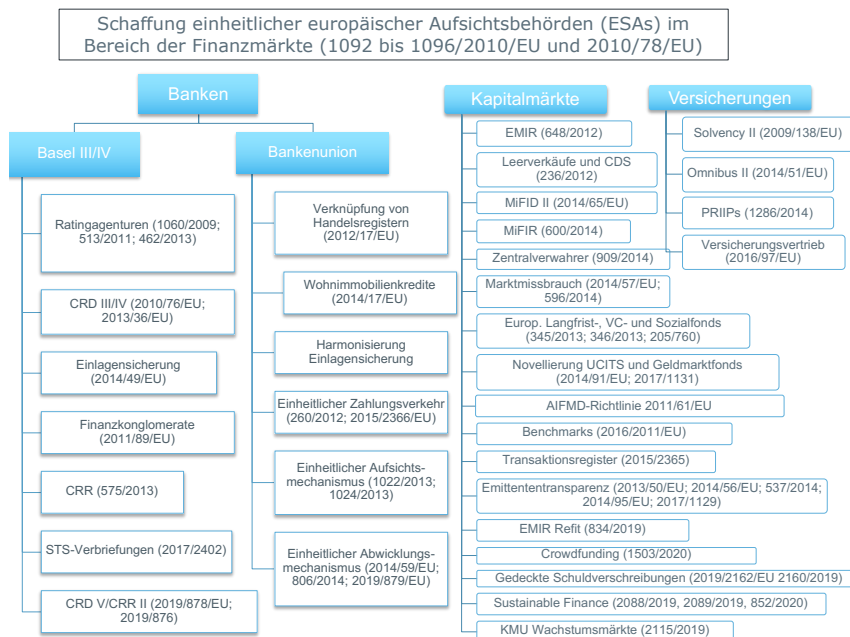
Dabei sind im ersten Schritt die Geldmarktfonds zu erwähnen, die ihre auslaufenden Bankschuldverschreibungen (einschließlich der ABS-Papiere) nicht mehr durch neue Käufe ersetzen, und damit einen institutionellen Run auf viele Banken in Gang setzten. Ursächlich hierfür war eine große Ungewissheit am Markt hinsichtlich der Frage, wer eigentlich von den Verlusten am US-amerikanischen Immobilienmarkt in welcher Höhe betroffen war. Wegen der umfangreichen und komplizierten Verbriefungen, aber auch aufgrund von OTC-gehandelten Risikotransferinstrumenten, insbesondere von Credit Default Swaps, war es für die Marktteilnehmer kaum möglich, die tatsächlichen Risiken einzelner Banken zuverlässig einzuschätzen. Damit kam es zu einem systemweiten Mittelabzug in jenen Teilen des Bankensektors, die direkt oder indirekt mit Risiken des amerikanischen Immobilienmarktes in Verbindung gebracht wurde. Verschärft wurde diese Entwicklung zusätzlich dadurch, dass insbesondere US-amerikanische Geldmarktfonds selbst Ziel eines Runs waren, weil sie häufig den Nominalwert ihrer Einlagen garantiert hatten und es somit die Befürchtung unter den Anteilshabern gab, dass diese Garantie in der Krise nicht mehr halten würde.

⁹⁹ Unter den unzähligen Publikationen, die sich mit der globalen Finanzmarktkrise und ihren Ursachen beschäftigt haben, sei hier nur beispielhaft auf den Squam Lake Report French u. a. (2010) verwiesen. Für eine Zusammenfassung an der sich auch die hier folgenden Ausführungen orientieren vgl. Kaserer (2017).

Ausgelöst durch diesen Liquiditätsentzug sahen sich viele Banken in einem zweiten Schritt zu kurzfristigen Veräußerungen der von ihnen gehaltenen Finanzinstrumente gezwungen. Dies löste erheblichen Preisdruck auf den Kapitalmärkten aus, der wiederum negativ auf die Solvabilität der Banken zurückschlug. Gleichzeitig war in dieser Krisensituation eine Erhöhung der Eigenmittel durch die Banken faktisch nicht darstellbar. Eine Reduktion ihrer mittlerweile bedrohlich angeschwollenen Verschuldung war somit nur durch eine Einschränkung der Kreditvergabe möglich. Tatsächliche oder befürchtete Finanzierungsprobleme der Realwirtschaft waren die Folge, die wiederum zu einem abrupten Abbruch vieler Investitionsprojekte führten. Damit hatte man es mit einer systemischen Krise zu tun, die nicht nur viele Banken an den Rand ihrer Überlebensfähigkeit brachte, sondern sich insbesondere auch in äußerst negativer Weise auf die gesamtwirtschaftlichen Aktivitäten auswirkte. Durchbrochen werden konnte diese Spirale kurzfristig nur durch massive staatliche Interventionen, die den Investoren wieder das Vertrauen in den Bankensektor zurückgab.

Vor diesem Hintergrund haben die G-20-Länder umfangreiche – und in diesem Ausmaß historisch einmalige – Finanzmarktreformen beschlossen. Zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit des Bankensektors sollten diese künftig über ein höheres und qualitativ besseres Eigenkapital verfügen und Verbriefungs- und Derivatemärkte transparenter gemacht werden. Zudem sollte künftig verhindert werden, dass die Verflechtung des Bankensektors mit so genannten Schattenbanken – in der Finanzmarktkrise waren das insbesondere die Geldmarktfonds – die systemischen Risiken verschärft. Und schließlich sollte auch das Vertrauens der Verbraucher in die Widerstandsfähigkeit und Fairness des Finanzdienstleistungssektors gestärkt werden.

Letztlich können die großen Regelwerke, die man national und international seither auf den Weg gebracht und zu großen Teilen auch umgesetzt hat, als Versuch interpretiert werden, diese Ziele zu erreichen. Die von den verschiedenen Gesetzgebern erlassenen Maßnahmen sind mittlerweile kaum noch zu überblicken. Allein eine Zusammenfassung der Aktivitäten des europäischen Gesetzgebers, die in Abbildung 41 wiedergegeben wird und keineswegs Anspruch auf Vollständigkeit erhebt, zeigt, wie umfassend und umfangreich das Finanzdienstleistungsgeschäft neuen gesetzlichen Maßgaben unterzogen wurden.



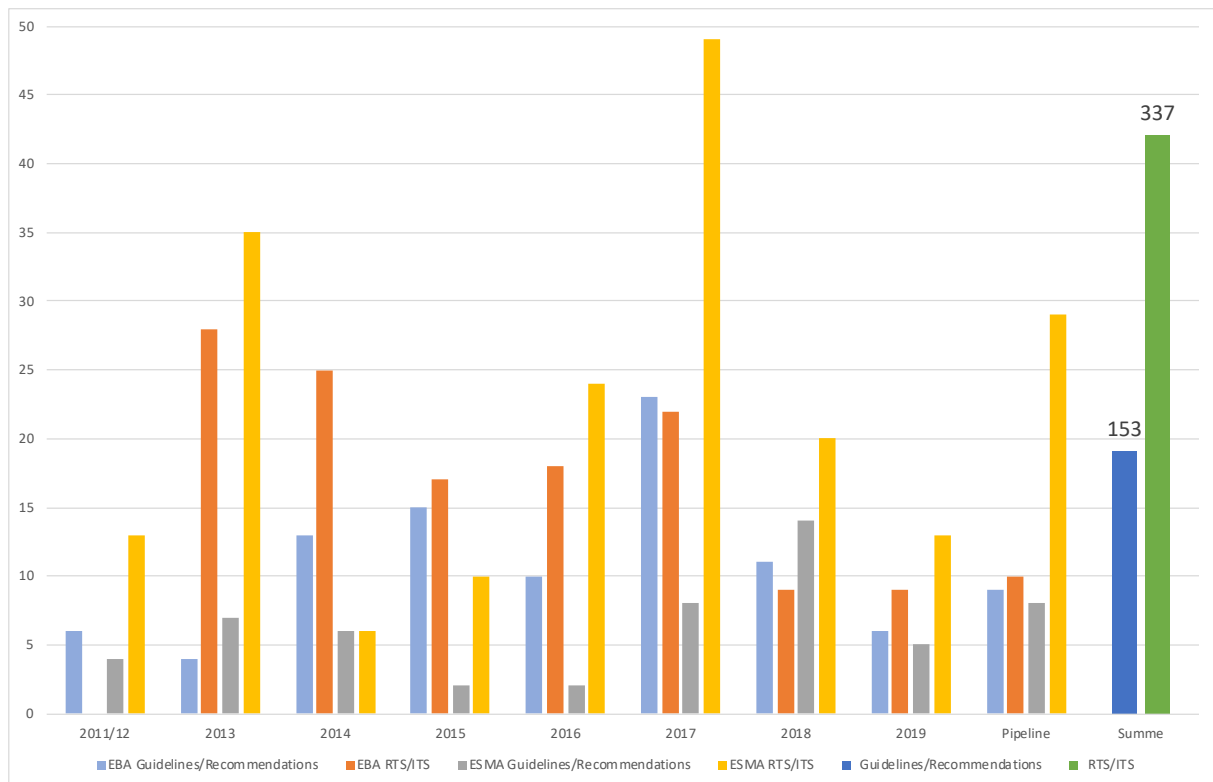
Quelle: Eigene Darstellung auf der Grundlage folgender Übersicht der Kommission: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-reforms-and-their-progress/progress-financial-reforms_en.

Abbildung 41: Übersicht zu wesentlichen europäischen Gesetzesinitiativen im Bereich der Finanzmärkte seit 2009

Dabei ist zu beachten, dass diese Darstellung nur die – gemäß dem Lamfalussy-Prozess – sogenannten Level-I-Maßnahmen enthält. Die Komplexität in der praktischen Umsetzung dieser Vorschriften wird maßgeblich durch die von der Kommission in Zusammenarbeit mit den europäischen Aufsichtsbehörden erlassenen Rechtsetzungsakte, sogenannten Level-II-Maßnahmen, sowie durch die von den europäischen und nationalen Aufsichtsbehörden erlassenen Rechtsakte, die unter den Level-III-Maßnahmen subsumiert werden, bestimmt.

Es würde den Inhalt dieses Gutachtens sprengen, würde man versuchen wollen, dieses Geflecht an Verordnungen, Empfehlungen, technischen Standards, usw., auch nur überblicksmäßig darstellten zu wollen. Möglicherweise reicht aber auch eine etwas einfachere Übung, um einen Eindruck über das Ausmaß der Komplexität der Finanzmarktregulierung zu gewinnen. Zu diesem Zwecke wurden die wesentlichen Level-II-Rechtsetzungsakte der beiden für die Finanzmarktregulierung zentralen Aufsichtsbehörden, nämlich EBA und ESMA, schlichtweg abgezählt. Als wesentliche Rechtsetzungsakte wurden dabei Richtlinien, Empfehlungen und technische Standards definiert. Für die dritte wesentliche Aufsichtsbehörde, die EIOPA, war mangels einer transparenten Berichterstattung die Abzählung dieser Maßnahmen nicht ohne weiteres möglich, weshalb deren Rechtsetzungsakte hier nicht betrachtet werden.

Das Ergebnis dieser Übung wird in Abbildung 42 dargestellt. Wie man sehen kann, haben beide Behörden seit ihrer Gründung im Jahr 2010, aber insbesondere seit der Verabschiedung der wesentlichen Finanzmarktreformen ab dem Jahr 2013, eine ganz erhebliche Zahl von Level-II-Maßnahmen ergriffen. Berücksichtigt man auch die Maßnahmen, die Ende 2019 bereits in Vorbereitung waren, also die sogenannte Pipeline, dann summieren sich diese über die Jahre 2011 bis heute auf 337 technische Standards sowie 153 Richtlinien und Empfehlungen.



Anmerkung: Eigene Darstellung auf der Grundlage der von EBA und ESMA veröffentlichten Berichte. Als relevante Rechtssetzungsakte wurden hier Guidelines, Recommendations, Regulatory Technical Standards (RTS) und Implementing Technical Standard (IST) betrachtet. Zur Pipeline wurden jene Rechtssetzungsakte gezählt, die in den Unterlagen der Aufsichtsbehörden bereits erwähnt, aber noch nicht in Kraft getreten sind (Stand Ende 2019).

Abbildung 42: Anzahl der wesentlichen Level-II-Rechtssetzungsakte von EBA und ESMA

Es kann hier selbstredend nicht auf die unzähligen Details dieser Regelungen eingegangen werden. Daher wird sich dieser Abschnitt darauf beschränken, die wesentlichen Grundzüge der diesen Regelungen zugrunde liegenden Finanzmarktreformen in der EU – insbesondere soweit sie für die Mittelstandsfinanzierung von Bedeutung sind – nachzuzeichnen. Die wesentlichen Reformprojekte sind dabei: (i) die Einführung der Bankenunion und damit die Schaffung einer einheitlichen Bankenaufsicht in den Euro-Ländern; (ii) die Umsetzung der

Basel-III-Vorschläge im Rahmen von CRD IV und CRR und der damit implementierten einheitlichen Aufsichtsregeln (Single-Rule-Book). Zudem zeichnet sich derzeit mit der Green-Finance-Initiative ein weiteres langfristiges Reformprojekt ab, welches für die Finanzmärkte von erheblicher Bedeutung sein wird. Es soll daher auch kurz besprochen werden.

9.2 Bankenunion

Die Einführung der Bankenunion ist in engem Zusammenhang mit der europäischen Staatsschuldenkrise zu sehen. Hierfür sind zwei Aspekte verantwortlich. Erstens zeigte sich während dieser Krise, dass ein zentrales krisenverschärfendes Element in den gegenseitigen Ansteckungseffekten zwischen dem Bankensektor und der Staatsverschuldung bestand. Da sich die Bonitätsverschlechterung des Staates sehr schnell in eine Bonitätsverschlechterung des Bankensektors übertrug, was nicht zuletzt mit den hohen Beständen an Staatsanleihen bei den Banken zusammenhing, kam es zu einem Rückgang der Kreditausreichungen. Dies führte zu entsprechend negativen Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum, was sich wiederum in geringeren Steuereinnahmen und höheren Sozialausgaben niederschlug. Dies erhöht die öffentliche Verschuldung und verstärkte somit den gesamten Effekt. Letztlich kam es zu einem Teufelskreis aus steigender Staatsverschuldung und sinkender Kreditvergabe.¹⁰⁰

Diese krisenverschärfende Dynamik wurde im Zusammenhang mit der spanischen Bankenkrise ab dem Jahr 2010 virulent, weshalb man auf europäischer Ebene begann, eine Durchbrechung dieses Teufelskreises durch eine Stützung des spanischen Bankensektors durch den EFSF bzw. ESM zu diskutieren. Allerdings sollten solche Finanzhilfen erst dann gewährt werden, wenn gewährleistet wäre, dass eine effektive und für alle europäischen Banken auf den gleichen Regeln beruhende Bankenaufsicht etabliert werden kann.

Damit war die Idee der Bankenunion geboren. Schließlich verständigte sich der Europäische Rat im Jahr 2013 darauf, eine auf drei Säulen beruhende Bankenunion zu etablieren. Diese bestand erstens aus einem einheitlichen Bankenaufsichtsmechanismus (SSM). Dabei wurde ab November 2014 der EZB die direkte aufsichtliche Verantwortung für 120 große Banken in der Eurozone übertragen, wohingegen die verbleibenden Banken von den nationalen Aufsichtsbehörden in Abstimmung mit der EZB kontrolliert werden. Diese neue

¹⁰⁰ Man spricht in diesem Zusammenhang von einem „Diabolic Loop“; vgl. u.a. Brunnermeier u. a. (2016). Vgl. hierzu ausführlicher auch Kaserer (2019b).

Aufgabenverteilung in der Bankenaufsicht ist im Zusammenhang mit der Implementierung der Basel-III-Reformen gemäß CRD IV (Richtlinie 2013/36/EU) und CRR (Verordnung 575/2013 und 876/2019) zu sehen. Damit wurde in der EU erstmals eine wirklich einheitliche bankaufsichtsrechtliche Grundlage geschaffen, die es jetzt der EZB erlaubt, die ihr unterstellten Banken nach einheitlichen Regeln zu überwachen.

Die zweite Säule bestand in der Schaffung eines einheitlichen Abwicklungsmechanismus (SRM), der dafür sorgen soll, dass Banken in der Eurozone in geordneter Weise restrukturiert oder abgewickelt werden können. Idealerweise sollte dies ohne den Einsatz von Steuergeldern geschehen, weshalb in einem solchen Fall neben den Anteilseignern und Gläubigern der Banken auch der so genannte Einheitliche Abwicklungsfonds (SRF) eingreifen kann. Dieser wird durch eine von den Banken zu entrichtende Abgabe gespeist und soll bis zum Ende des Jahres 2024 einen Zielwert von 1 Prozent der geschützten Einlagen erreichen, was derzeit einem Volumen von rund 60 Mrd. Euro entspricht.¹⁰¹ Damit soll verhindert werden, dass es bei Banken Krisen zu massiven staatlichen Interventionen kommt, die sich negativ auf die öffentlichen Finanzen und, auch wegen des oben beschriebenen Teufelskreises, damit auf die Realwirtschaft auswirken.

Als drittes Element der Bankenunion war die Etablierung einer einheitlichen europäischen Einlagensicherung vorgesehen. Dies war ein weiteres Element, um die oben beschriebenen Ansteckungseffekte zwischen dem Bankensektor und der Staatsverschuldung zu reduzieren. Wegen massiver Widerstände aus einigen Mitgliedsstaaten, u.a. auch Deutschland, ist es hierzu bis heute zu keiner endgültigen Einigung gekommen. Dabei ist zu beachten, dass diese Widerstände ihren Ursprung in unterschiedlichen Einlagensicherungssystemen haben, die sich in den verschiedenen Mitgliedsländern entwickelt und in der Vergangenheit mehr oder weniger bewährt haben. Insbesondere die im hiesigen Sparkassen- und Genossenschaftssektor etablierten indirekten Einlagensicherungssysteme sind mit einer EU-weit harmonisierten Einlagensicherung nur schwer in Einklang zu bringen.

Es besteht kein Zweifel, dass mit der Bankenunion die europäische Finanzaufsichtsarchitektur grundlegend verändert wurde. Mit der Übertragung der Verantwortung für die Bankenaufsicht auf die EZB und damit dem Schutz derselben vor

¹⁰¹ Bis zum Jahr 2020 hatte der SRF rund 42 Mrd. Euro eingesammelt; vgl. <https://srb.europa.eu/en/node/1039>.

nationalen politischen Interessen, wurde das Vertrauen in die Effektivität und Objektivität der Bankenaufsicht in der Eurozone sicherlich gestärkt. Gleichzeitig muss man aber auch feststellen, dass das Ziel einer Entkoppelung der Bonität von Mitgliedsstaaten und des nationalen Bankensektors nicht vollständig erreicht wurde. Dies gilt insbesondere deshalb, weil in einigen Ländern, hier ist insbesondere Italien zu nennen, immer noch ein wesentlicher Teil der Staatsverschuldung von inländischen Finanzinstituten gehalten wird. Gleichzeitig mehrten sich aber vor der Covid19-Krise die Anzeichen für sinkende Ansteckungseffekte im Euroraum.¹⁰²

9.3 Umsetzung von Basel III

Im Jahr 2013 wurde die Umsetzung von Basel III im Rahmen der CRD-IV-Richtlinie und CRR-Verordnung in Gemeinschaftsrecht abgeschlossen. Damit kam es zu einer weitreichenden Harmonisierung des europäischen Bankenaufsichtsrechts, da dieses nunmehr über die in der CRR-Verordnung festgelegten Vorschriften unmittelbar auf alle Banken in den europäischen Mitgliedstaaten anwendbar war (Single Rule Book). Zwar gab es auch schon davor ein harmonisiertes Bankenaufsichtsrecht. Dieses war aber wegen der nationalen Umsetzung von Vorgaben in EU-Richtlinien und der dort häufig implementierten Wahlrechte oder Spielräume in vielen Punkten immer noch fragmentiert.

Mit der CRR wurden zudem die Vorschläge des Basler Ausschusses, die dieser am 17. Dezember 2009 als Lehre aus der Finanzmarktkrise in zwei Konsultativdokumenten vorgelegt hatte und die gemeinhin als Basel III bezeichnet wurden, im Bereich der mikroprudentiellen Aufsicht umgesetzt.¹⁰³ Diesem folgten zahlreiche weitere Empfehlungen bis am 17. Dezember 2017 der Basel-III-Reformprozess seitens des Basler Ausschuss mit einem Finalisierungspaket abgeschlossen wurde.¹⁰⁴ Es geht dabei um Regelungen zur Eigenkapitalunterlegung, zu Liquiditätsvorschriften und zum Risikomanagement. Zu den wichtigsten und gleichzeitig komplexesten Neuerungen gehören die Erhöhung der

¹⁰² Vgl. hierzu ausführlich Kaserer (2019b). Dort werden auch die asymmetrischen Anreize, die bei Banken beim Kauf von inländischen im Vergleich zu ausländischen Staatsanleihen zu berücksichtigen sind, dargestellt. Diese machen die Durchbrechung des oben erwähnten „Diabolic Loop“ so schwierig.

¹⁰³ Die beiden Dokumente trugen die Titel „Strengthening the resilience of the banking sector“, abrufbar unter <https://www.bis.org/publ/bcbs164.pdf>, und „International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring“, abrufbar unter <https://www.bis.org/publ/bcbs165.pdf>. Weitere Dokumente und Überarbeitungen folgten. Für eine Übersicht vgl. <https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm?m=3%7C14%7C572>.

¹⁰⁴ Vgl. Basel III: Finalising Post-Crisis Reforms; abrufbar unter <https://www.bis.org/bcbs/publ/d424.pdf>.

Eigenkapitalunterlegung, die Verschärfung der Risikoermittlung im Bereich der Marktrisiken, insbesondere für Derivate und Verbriefungen, sowie die zunächst nicht bindende Einführung einer kurzfristigen (LCR) und strukturellen Liquiditätsquote (NSFR) sowie einer Leverage-Ratio.¹⁰⁵ Eine summarische Übersicht der wichtigsten Regelungen findet sich in der nachfolgenden Abbildung 43.

Eigenkapital					Liquidität
Säule 1			Säule 2	Säule 3	Globale Liquiditäts- und Aufsichtsstandards
Mindestkapitalanforderungen	Risikodeckung	Verschuldung	Aufsicht	Marktdisziplin	
<ul style="list-style-type: none"> - Mindesteigenkapital von 10,5% einschl. eines Kapitalerhaltungspuffers - Antizyklischer Kapitalpuffer von bis zu 2,5% - Kapitalinstrumente mit Verlustbeteiligung oder Kapitalumwandlung 	<ul style="list-style-type: none"> - Anpassungen des Standardansatzes im Bereich Kredit- und Marktrisiko sowie operationellem Risiko - Einschränkung bei der Verwendung interner Modelle - Verschärfung bei Verbriefungen - Einführung eines Output-Floors 	<ul style="list-style-type: none"> - Einführung einer nicht risikobasierten Verschuldungskennzahl (Leverage Ratio) 	<ul style="list-style-type: none"> - ICAAP-Zusatzanforderungen aus Risikomanagement, Zinsrisikomessung, Verbriefungen, Vergütungssystemen, Stress-Tests, Governance, etc., in Verbindung mit SREP - Einführung von Supervisory Colleges 	<ul style="list-style-type: none"> - Umfangreiche Melde- und Veröffentlichungspflichten 	<ul style="list-style-type: none"> - Mindestliquiditätsstandards (LCR) - Begrenzung der Fristentransformation (NSFR) - ILAAP-Grundsätze zur Liquiditätsüberwachung - Überwachung von Risikoverflechtungen und systemischen Risiken
Identifikation von global systemrelevanten Banken (G-SIBs) auf der Basis von quantitativen und qualitativen Faktoren verbunden mit Vorgaben zur höheren Verlustabsorptionsfähigkeit einschließlich eines Kapitalpuffers. Festlegung von Kriterien zur Identifikation und Verlustabsorptionsfähigkeit von lokal systemrelevanten Banken (D-SIBs).					

Quelle: Eigene Darstellung auf der Grundlage des Basler Ausschusses; vgl. https://www.bis.org/bcbs/basel3/b3_bank_sup_reforms.pdf.

Abbildung 43: Übersicht zu den wichtigsten Basel-III-Regelungen

Abgesehen von der hohen Komplexität der Umsetzung dieses Gesetzgebungspakets, die nicht zuletzt zu den in Abschnitt 9.2 aufgeführten zahlreichen technischen Standards der EBA geführt hat, ist diese gesetzliche Grundlage auch vom europäischen Gesetzgeber selber laufend fortentwickelt worden.¹⁰⁶ Hinzu kommt, dass die Kommission bereits im November 2016 einen Vorschlag für ein Maßnahmenpaket zur Novellierung der Basel-III-Gesetzgebung

¹⁰⁵ Für einen Überblick zur Entwicklung des Basel-III-Pakets und seiner Umsetzung vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Januar 2018, S. 78 ff.

¹⁰⁶ Vgl. hierzu die Übersicht in Abbildung 41 in Abschnitt 9.2.

aus dem Jahr 2013 vorgelegt hat. Dieses wurde mit der Richtlinie 2019/878/EU (CRD V) und der Verordnung 2019/876 (CRR II) umgesetzt.¹⁰⁷

9.4 Green Finance

Ein weiteres großes Reformpaket, welches eher indirekt mit dem Bankensektor zusammenhängt, resultiert aus der aus verschiedenen Bausteinen zusammengesetzten Nachhaltigkeitsinitiative der Kommission, die insbesondere auch auf den Finanzsektor als wesentliches Steuerungselement in der gesamtwirtschaftlichen Kapitalallokation abzielt. Die diesbezüglichen Maßnahmen werden häufig unter dem Stichwort „Green Finance“ zusammengefasst.¹⁰⁸

Nach dem jetzigen Design der Kommissionsvorschläge zielt man vor allem darauf ab, Transparenz über die Anlagepolitik institutioneller Investoren sowie über die Nachhaltigkeitsaktivitäten von börsennotierten Unternehmen herzustellen. Letzteres soll durch eine nachhaltigkeitsbezogene Berichterstattung von börsennotierten Unternehmen und Finanzdienstleistungsinstituten sichergestellt werden. Diese sollte dann Marktkräfte in Gang setzen, die eine stärker an Nachhaltigkeitskriterien ausgerichtete Anlage- und Investitionspolitik begünstigen. Flankiert wird dies durch Taxonomievorgaben und dem Schutz von nachhaltigkeitsorientierten Benchmarks. Eine Übersicht zu den wesentlichen Maßnahmen findet sich in der nachfolgenden Tabelle 7.

Banken sind von diesen Entwicklungen insoweit betroffen, als sie nach diesen Vorschlägen u.a. aufgefordert sind, Angaben zu den Auswirkungen ihres Geschäftsmodells auf die Klimaziele und zur internen Bewertung von klimabedingten Risiken zu machen. Solche Berichterstattungspflichten werden sich schon allein deshalb auf den Kreditvergabeprozess auswirken, weil in den internen Prozessen dafür gesorgt werden muss, dass diese Informationen systematisch erhoben werden. Darüber hinaus wird man vermuten können, dass sich solche Angaben auch auf die Kreditvergabeentscheidung selbst auswirken wird, da von Anlegern, aber auch von den Stakeholdern der Bank, bestimmte Zielvorgaben implizit oder explizit angelegt werden.

¹⁰⁷ Insbesondere die Inhalte der CRR II werden in Abschnitt 10 näher besprochen.

¹⁰⁸ Für eine Übersicht vgl. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/what-sustainable-finance_en#action-plan.

Maßnahme	Inhalt	Zielgruppe	Rechtsakte
Taxonomie	Definition von Aktivitäten, die mit ESG-Zielen vereinbar sind.	Investoren, Anleger	Verordnung (EU) 2020/852
Verbesserte Informationen	Zwingende Transparenz darüber, ob, und falls ja, wie, ESG-Kriterien in den Anlageprozess einfließen.	Wertpapierfirmen, bAV-Einrichtungen, Versicherungen	Verordnung (EU) 2019/2088 und Entwürfe zur Anpassung der Verordnung (EU) 2017/565 und der delegierten Verordnung (EU) 2017/2359.
Erhöhte Transparenz	Richtlinien für eine nicht-bindende klimabezogene Berichterstattung, insbesondere im Hinblick auf Anlage- und Kreditentscheidungen und -risiken.	Börsennotierte Unternehmen, Banken, Versicherungen	Mitteilung der Kommission C/2019/4490 zur Richtlinie (EU) 2014/95.
Benchmarks	Begriffsschutz für ESG-basierte Benchmarks und Transparenz hinsichtlich deren Berechnung	Datenanbieter	Verordnung (EU) 2019/2089

Tabelle 7: Übersicht zu den Green-Finance-Initiativen der Kommission

Daher ist es auch nicht überraschend, dass die EBA in ihren jüngst veröffentlichten Leitlinien zu Kreditvergabe und -überwachung fordert, dass Kreditinstitute ESG-Faktoren und die damit verbundenen Risikoeffekte in ihren Kreditvergabeprozess integrieren sollen.¹⁰⁹ Auch die Risiken der Klimaveränderung sollen bei der Risikobeurteilung berücksichtigt werden.

Insgesamt ist dies allerdings ein Thema, das die Fragestellung des vorliegenden Gutachtens nur am Rande berührt, weshalb es hier nicht weiter vertieft werden soll. Wichtig ist lediglich festzuhalten, dass neben der bereits beschriebenen hohen Komplexität, die durch die Reform der Bankenaufsicht vorangetrieben wurde, weitere Komplexitätsanforderungen auf das Bankgeschäft zukommen.

Als ein Beispiel für diese Komplexität kann der von der Kommission am 20. November 2020 vorgelegte Entwurf für eine Delegierte Verordnung zur Taxonomie-Verordnung betrachtet

¹⁰⁹ Vgl. EBA Final Report, Guidelines on Loan Origination and Monitoring, 29. Mai 2020, abrufbar unter <https://eba.europa.eu/eba-seeks-future-proof-loan-origination-standards-taking-consideration-significant-transition>.

werden. Dort wird in zwei Anhängen, die gemeinsam über 500 Druckseiten umfassen, der Versuch unternommen, detaillierte technische Kriterien aufzustellen, anhand derer beurteilt werden kann, ob eine wirtschaftliche Aktivität als klimaschutzfreundlich eingestuft werden darf.

10 Reformmaßnahmen im Bereich der Mittelstandsfinanzierung

Wie bereits in Abschnitt 9.3 erwähnt, haben sich die Vorschläge des Basler Ausschusses zum Basel-III-Regelwerk in den Jahren 2009 bis 2017 kontinuierlich fortentwickelt. Daher war die Umsetzung von Basel III im Rahmen der CRD-IV-Richtlinie und CRR-Verordnung in Gemeinschaftsrecht im Jahr 2013 auch nur ein erster Schritt, dem dann zahlreiche weitere gesetzgeberische Maßnahmen folgten und noch folgen werden. Ein wichtiger Meilenstein dabei war die Vorlage eines Entwurfs für ein Maßnahmenpaket zur Novellierung der Basel-III-Gesetzgebung durch die Kommission Ende November 2016. Dieser betraf einerseits wesentliche Regelungen des CRD-IV/CRR-Gesetzgebungspakets aus dem Jahr 2013, andererseits auch die im Jahr 2014 verabschiedete Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung von Finanzinstituten (BRRD) und Verordnung zur Errichtung eines einheitlichen Abwicklungsmechanismus (SRMR). Die gesetzgeberische Umsetzung erfolgte schließlich durch mehrere Richtlinien und Verordnungen bis zum Jahr 2019.¹¹⁰ Wesentlicher Bestandteil dieser Maßnahmen war dabei die Richtlinie 2019/878/EU (CRD V) und der Verordnung 2019/876 (CRR II).¹¹¹

Bevor im Folgenden einige für die Unternehmensfinanzierung wesentliche Inhalte dieses Gesetzgebungspakets kurz erläutert werden, sei darauf hingewiesen, dass die Kommission mittlerweile an einer weiteren Novellierung arbeitet, mit welcher dann die letzten Vorschläge des finalen Basel-III-Pakets umgesetzt werden sollen.¹¹² Hierzu zählt insbesondere eine Überarbeitung des Kreditrisikostandardansatzes und von auf internen Ratings beruhenden Ansätzen. Dies ist wegen der unklaren Auswirkungen auf die Bonitätseinstufung von mittelständischen Unternehmen ein sehr umstrittener Punkt und daher vor dem Hintergrund der aktuellen Covid19-Krise besonders umstritten.

¹¹⁰ Für einen detaillierten Überblick zu den Inhalten und der Umsetzung dieses Pakets vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juni 2019, S. 31 ff., abrufbar unter <https://www.bundesbank.de/resource/blob/799102/5d6274b2b4d2a561a54f9611cbaaed48/mL/2019-06-bankenpaket-data.pdf>. Von besonderer Bedeutung ist im hier vorliegenden Zusammenhang die sogenannte CRD-V-Richtlinie und CRR-II-Verordnung.

¹¹¹ Eine detaillierte Auseinandersetzung mit diesen Vorschlägen, an der sich auch die folgenden Ausführungen orientieren, findet sich in Kaserer (2018).

¹¹² Gelegentlich wird in diesem Zusammenhang auch vom Basel-IV-Paket gesprochen.

Ähnliches gilt auch für einen weiteren Vorschlag des Baseler Ausschusses, nämlich der sogenannte Output-Floor. Dieser soll verhindern, dass Banken mittels interner Modelle risikogewichtete Aktiva ermitteln, die weniger als 72,5% des bei Anwendung des Standardrisikoansatzes ermittelten Volumens betragen. Nach Angaben der Bundesbank würde allein der Output-Floor bei vollständiger Umsetzung den Kapitalbedarf deutscher Banken um knapp 24% erhöhen. Unter Berücksichtigung der weiteren Änderungen, insbesondere der Anpassung des Kreditrisikostandardansatzes, ergäbe sich bei großen Banken ein zusätzlicher Kapitalbedarf von 31%.¹¹³

Zurückkommend auf die mit der CRR II umgesetzten Maßnahmen ist zunächst vorauszuschicken, dass diese für das Bankgeschäft insgesamt von erheblicher Bedeutung sind. Da im hier vorliegenden Gutachten der Fokus auf der Mittelstandsfinanzierung liegt, werden im Folgenden nur jene Punkte näher angesprochen, die hierfür von besonderer Bedeutung sind.

10.1 Mittelstandsfaktor, Infrastrukturfinanzierung und Nachhaltigkeitsziele

Die bisherigen Regelungen zur Entlastung der Banken bei der Eigenmittelunterlegung von Mittelstandskrediten bleiben weitgehend aufrecht. Diese Regelungen befinden sich auf zwei Ebenen. So sieht der bisherige Art. 501 CRR eine Reduktion der Eigenmittelunterlegung von Krediten an KMUs um 23,81 Prozent vor. Als KMU wird dabei ein Unternehmen definiert, das gemäß Art. 2 des Anhangs der Empfehlung der Kommission vom 6. Mai 2003 (2003/361/EG) einen Jahresumsatz von höchstens 50 Mio. Euro aufweist. Diese Entlastung war bisher auf Kredite bis zu einem Gesamtvolumen von 1,5 Mio. Euro beschränkt. Jetzt greift diese Entlastung für alle KMU-Kredite. Soweit aber das gesamte Kreditvolumen gegenüber einem Kreditinstitut die Grenze von 2,5 Mio. Euro übersteigt, vermindert sich die Reduktion der Eigenmittelunterlegung auf 15 Prozent.

Darüber hinaus bleibt die durchaus umstrittene Regelung in Art. 153 CRR bestehen, wonach Banken, die mit einem internen Risikomodel (IRBA) arbeiten, bei der Berechnung der Risikogewichte einen Abschlag vornehmen dürfen, wenn es sich um Kredite an Unternehmen handelt, deren konsolidierter Gruppenumsatz jährlich weniger als 50 Mio.

¹¹³ Vgl. hierzu die Angaben der Deutschen Bundesbank zum Basel-III-Monitoring zum Stichtag 31. Dezember 2019, veröffentlicht am 10. Dezember 2020 und abrufbar unter <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/bankenaufsicht/rechtsgrundlagen/baseler-rahmenwerk/basel-iii-monitoring-598118>.

Euro beträgt. Dieselbe Entlastung darf auch dann angewandt werden, wenn der Kredit nicht als Unternehmenskredit gemäß Art. 153 CRR, sondern als Mengengeschäft gemäß Art. 154 CRR eingestuft wird.

Zudem sei erwähnt, dass nunmehr ein Art. 501a CRR II eingeführt wurde, wonach – grob gesprochen – die Eigenmittelunterlegung für Infrastrukturkredite um 25 Prozent pauschal reduziert werden kann. Auf die ziemlich komplexe Definition eines Infrastrukturkredits sei hier nicht näher eingegangen. Entscheidend ist jedenfalls, dass es sich um Spezialfinanzierungen handelt, bei denen die aus den Infrastrukturvermögenswerten generierten Cashflows als Sicherheiten für die Kreditrückzahlung dienen. Als Reaktion auf die Corona-Pandemie treten diese Bestimmungen ohne die ursprünglich vorgesehene Übergangsregelung in Kraft.¹¹⁴

Und schließlich wird in Art. 501c CRR II die EBA beauftragt zu überprüfen, ob eine spezielle aufsichtliche Behandlung von Risikopositionen im Zusammenhang mit nachhaltigen Tätigkeiten gerechtfertigt wäre. Hierüber hat die EBA bis 2025 einen Bericht zu verfassen.

10.2 Verschuldungsquote

Die CRR II fügt einen Art. 92 (1) d) in die CRR ein, wonach Kreditinstitute nunmehr eine Verschuldungsquote von 3% einhalten müssen, der in Art. 92 (1a) noch um einen Puffer für G-SRI erweitert wird. Die Berechnung der Verschuldungsquote ist relativ komplex und wird in dem neu gefassten Art. 429 ff. CRR II geregelt. Etwas grob gesprochen muss das Kernkapital einer Bank mindestens 3 Prozent der Verbindlichkeiten betragen. Vereinfachend dargestellt müssen die Verbindlichkeiten, die rechtstechnisch als Gesamtrisikopositionsmessgröße bezeichnet werden, wie folgt berechnet werden:

Bilanzaktiva
+ Zins-, Fremdwährungs- und Kreditderivate
+ außerbilanzielle Geschäfte

¹¹⁴ Vgl. Verordnung 2020/873 vom 24. Juni 2020, abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:32020R0873&from=EN>.

+ Aufschläge für das Ausfallrisiko von Wertpapierfinanzierungsgeschäften (z.B. Repo-Geschäfte)
= Gesamtrisikomessgröße

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Kaserer (2018)

Tabelle 8: Definition der Gesamtrisikomessgröße

Daraus ist dann die Verschuldungsquote wie folgt zu ermitteln:

$$\text{Verschuldungsquote} = \frac{\text{Kernkapital}}{\text{Gesamtrisikopositionsmessgröße}} \geq 3 \text{ Prozent}$$

Grundsätzlich ist die Regelung zur Berechnung der Verschuldungsquote nicht neu, da sich eine ähnliche Vorschrift auch bisher schon in Art. 429 CRR fand. Der entscheidende Unterschied ist, dass künftig die Einhaltung einer Verschuldungsquote von mindestens 3 Prozent zwingend erforderlich ist. Obwohl die Einführung einer risikounabhängigen Verschuldungsquote bis heute umstritten ist, geht man derzeit davon aus, dass ihre aktuelle Ausgestaltung zu keinem nennenswerten zusätzlichen Kapitalbedarf führen wird.¹¹⁵ Inwiefern es allerdings zu Effekten in den Kreditvergabe- und Allokationsentscheidungen der Banken kommt, wird wohl weiterhin Gegenstand von Diskussionen bleiben.

10.3 Strukturelle Liquiditätsquote

In ähnlicher Weise wird sich auch die Einhaltung einer strukturellen Liquiditätsquote (NSFR) künftig ändern. Bislang war diese Quote, die im Wesentlichen das Ausmaß der Fristentransformation einer Bank beschreibt, nur als allgemeine Anforderung in Art. 413 ff. CRR geregelt. Künftig müssen Banken nach Art. 428b CRR II jederzeit eine strukturelle Liquiditätsquote von 100 Prozent aufweisen. Die entsprechenden Vorschriften zur Berechnung der strukturellen Liquiditätsquote finden sich in Art. 428c ff. CRR II. Vereinfachend können diese wie folgt zusammengefasst werden.

Das Kreditinstitut hat die Höhe der verfügbaren sowie der erforderlichen stabilen Refinanzierung zu berechnen. Hinsichtlich der verfügbaren stabilen Refinanzierung können

¹¹⁵ Vgl. hierzu die Angaben der Deutschen Bundesbank zum Basel-III-Monitoring zum Stichtag 31. Dezember 2019, veröffentlicht am 10. Dezember 2020 und abrufbar unter <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/bankenaufsicht/rechtsgrundlagen/baseler-rahmenwerk/basel-iii-monitoring-598118>.

gemäß Art. 428k ff. CRR II u.a. die folgenden Positionen mit den angegebenen Faktoren berücksichtigt werden:

Anrechnungsfaktor	Positionen der verfügbaren stabilen Refinanzierung
50 Prozent	<ul style="list-style-type: none"> - Operative Einlagen - Verbindlichkeiten mit einer Restlaufzeit von mindestens sechs Monaten und weniger als einem Jahr. - Verbindlichkeiten von weniger als einem Jahr gg. der öffentlichen Hand, nichtfinanziellen Firmenkunden, Kreditgenossenschaften und privaten Beteiligungsgesellschaften sowie in Form gedeckter Schuldverschreibungen.
90 Prozent	<ul style="list-style-type: none"> - Andere Privatkundeneinlagen mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr, sofern diese bestimmte Bedingungen erfüllen.¹¹⁶
95 Prozent	<ul style="list-style-type: none"> - Stabile Privatkunden mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr, sofern diese keinen höheren Abflussraten unterliegen¹¹⁷ (z.B. Einlagen aus etablierten Geschäftsbeziehungen, Zahlungsverkehrskonten).
100 Prozent	<ul style="list-style-type: none"> - hartes Kernkapital - zusätzliches Kernkapital - sonstige Eigenkapitalinstrumente mit einer Restlaufzeit von mindestens einem Jahr - alle Verbindlichkeiten mit einer Restlaufzeit von mindestens einem Jahr

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Kaserer (2018)

Tabelle 9: Überblick zu den Anrechnungsfaktoren von Positionen der verfügbaren stabilen Refinanzierung

¹¹⁶ Vgl. Art. 25 der Delegierten Verordnung (EU) 2015/61 der Kommission vom 10. Oktober 2014, ABl. L11 vom 17. Januar 2015.

¹¹⁷ Vgl. Art. 24 der Delegierten Verordnung (EU) 2015/61 der Kommission vom 10. Oktober 2014, ABl. L11 vom 17. Januar 2015.

Die erforderliche stabile Refinanzierung wird nach Art. 428r ff. CRR II grob zusammengefasst wie folgt ermittelt:¹¹⁸

Anrechnungsfaktor	Positionen der erforderlichen stabilen Refinanzierung
0 Prozent	<ul style="list-style-type: none"> - Liquide Aktiva höchster Qualität der Stufe 1 gemäß Delegierter Verordnung (EU) 2015/61, wie sie auch für die LCR maßgebend sind (z.B. Forderungen gg. Zentralbanken oder Mitgliedstaaten), mit Ausnahme von gedeckten Schuldverschreibungen
5 Prozent	<ul style="list-style-type: none"> - Besicherte Kreditgeschäfte mit höchstens sechsmonatiger Laufzeit mit Finanzkunden (z.B. Repos), sofern diese durch liquide Aktiva hoher Qualität der Stufe 1 besichert sind - Nicht in Anspruch genommene Kreditfazilitäten
7 Prozent	<ul style="list-style-type: none"> - Gedeckte Schuldverschreibungen höchster Qualität
10 Prozent	<ul style="list-style-type: none"> - Sonstige Kreditgeschäfte mit höchstens sechsmonatiger Laufzeit mit Finanzkunden - Handelsfinanzierungen mit höchstens sechsmonatiger Restlaufzeit
15 Prozent	<ul style="list-style-type: none"> - Liquide Aktiva der Stufe 2A gemäß Delegierter Verordnung (EU) 2015/61 (z.B. Forderungen gg. lokalen Gebietskörperschaften, gedeckte Schuldverschreibungen hoher Qualität bzw. von Drittländern, Unternehmensschuldverschreibungen hoher Qualität und mit einem Emissionsvolumen von mindestens 250 Mio. Euro)
20 Prozent	<ul style="list-style-type: none"> - Unbelastete Fondsanteile mit hoher Liquidität
25 Prozent	<ul style="list-style-type: none"> - Unbelastete Verbriefungspositionen der Stufe 2B gemäß Delegierter Verordnung (EU) 2015/61
30 Prozent	<ul style="list-style-type: none"> - Unbelastete Schuldverschreibungen der Stufe 2B gemäß Delegierter Verordnung (EU) 2015/61
50 Prozent	<ul style="list-style-type: none"> - Bei anderen Finanzinstituten gehaltene operative Einlagen - Forderungen mit einer höchstens einjährigen Restlaufzeit

¹¹⁸ Allein die Regelungen zur erforderlichen stabilen Refinanzierung umfassen im Vorschlag der Kommission 17 Einzelartikel. Daran kann man erkennen, wie kompliziert diese Regelung ist. Hier wird daher nur eine grobe Übersicht gegeben.

65 Prozent	<ul style="list-style-type: none"> - Grundpfandrechlich besicherte Wohnungsbaudarlehen - Forderungen mit einer mehr als einjährigen Restlaufzeit
85 Prozent	<ul style="list-style-type: none"> - Barmittel, die bei Derivatekontrakten als Einschuss hinterlegt sind - Wertpapiere mit einer mehr als einjährigen Restlaufzeit, die nicht als liquide Aktiva gemäß Delegierter Verordnung (EU) 2015/61 behandelt werden - Börsengehandelte Aktien, die gemäß Delegierter Verordnung (EU) 2015/61 nicht als Aktiva der Stufe 2B behandelt werden können - Gehandelte physische Waren
100 Prozent	<ul style="list-style-type: none"> - Alle sonstigen Aktiva

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Kaserer (2018)

Tabelle 10: Überblick zu den Anrechnungsfaktoren von Positionen der erforderlichen stabilen Refinanzierung

Aus diesen Positionen multipliziert mit ihren jeweiligen Anrechnungsfaktoren lässt sich dann die strukturelle Liquiditätsquote gemäß der nachstehenden Formel ermitteln.

$$\text{Strukturelle Liquiditätsquote} = \frac{\text{Verfügbare stabile Refinanzierung}}{\text{Erforderliche stabile Refinanzierung}} \geq 100 \text{ Prozent}$$

Gemäß Art. 428b CRR II muss diese jederzeit bei mindestens 100 Prozent liegen. Eine Unterschreitung ist umgehend der Aufsichtsbehörde anzuzeigen.

Die Einführung der NFSR gehörte von Anfang an zu den umstrittensten Vorschlägen im Rahmen des Basel-III-Regelwerks. Wegen der damit verbundenen Einschränkung der Fristentransformation, wurde insbesondere die Auswirkung auf die Bereitschaft langfristiger Kreditausreichungen ausführlich diskutiert. Hintergrund war dabei die Sorge, dass die Banken am hiesigen Kapitalmarkt nicht ohne weiteres in der Lage sein werden, sich fristenkongruente Refinanzierungen zu besorgen. Dies hängt mit der fehlenden Liquidität und Tiefe des Marktes für Schuldverschreibungen – und damit auch für Verbriefungen – zusammen. In Abschnitt 11 wird auf dieses Thema zurückzukommen sein.

Jedenfalls geht die Bundesbank auch in ihrem Basel-III-Monitoring-Bericht vom Dezember 2020 davon aus, dass die hiesigen Institute noch Mühe mit der Erfüllung der NFSR-Quote

von 100% haben werden und ein Bedarf an stabiler Refinanzierung von 23 Mrd. Euro besteht.¹¹⁹

10.4 Proportionalitätsprinzip

Nach langen Debatten um die Frage, ob die Komplexität der neuen europäischen Bankenregulierung zu einer Überforderung von kleineren Kreditinstituten und damit zu einer ungewollten Verteuerung von Krediten für mittelständische Unternehmen führen könnte, sind nunmehr gewisse Erleichterungen bei den Melde- und Offenlegungspflichten für kleine Institute vorgesehen. Kreditinstitute unterliegen zahlreichen Meldepflichten, die zu einem erheblichen Teil durch die EBA bzw. von den nationalen Aufsichtsbehörden bestimmt werden. Diese Meldungen sind bislang typischerweise halbjährlich oder häufiger vorzunehmen.

Auch bei den Offenlegungspflichten soll künftig der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit stärker berücksichtigt werden. Bislang ist es so, dass die Offenlegungspflichten nach den Artikeln 435 ff. CRR mindestens einmal jährlich zu erfolgen haben. Es handelt sich hierbei u.a. um Informationen zum Risikomanagement, zur Eigenmittelausstattung, zu Ausfallrisiken von Gegenparteien, zu Kredit- und Marktrisiken, zu operationellen Risiken, zu Risiken der Verbriefungspositionen sowie zur Vergütungspolitik.

Künftig wird zwischen großen (Art. 433a CRR II), kleinen und nicht komplexen (Art. 433b CRR II) und anderen Instituten (Art. 433c CRR II) unterschieden. Im neu eingeführten Art. 4 (1) Nummer 145 CRR werden kleine und nicht komplexe Institute definiert. Wichtigstes Element ist eine Bilanzsumme von nicht mehr als 5 Mrd. Euro. Grundsätzlich gilt, dass große Institute ihren Offenlegungspflichten auf jährlicher, halb- oder vierteljährlicher Basis nachkommen müssen. Kleine und andere Institute hingegen können in den meisten Fällen auf jährlicher Basis veröffentlichen. Große Institute sind nach Art. 4 (1) Nummer 146 CRR II solche, die entweder eine Bilanzsumme von über 30 Mrd. Euro aufweisen, als systemrelevantes Institut klassifiziert wurden oder in ihrem Heimatland als außergewöhnlich groß gelten.

¹¹⁹ Vgl. hierzu die Angaben der Deutschen Bundesbank zum Basel-III-Monitoring zum Stichtag 31. Dezember 2019, veröffentlicht am 10. Dezember 2020 und abrufbar unter <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/bankenaufsicht/rechtsgrundlagen/baseler-rahmenwerk/basel-iii-monitoring-598118>.

Und schließlich wird die EBA in Art. 430 (8) CRR II beauftragt, der Kommission bis 2020 einen Bericht über die Kosten im Zusammenhang mit aufsichtsrechtlichen Meldungen zu erstatten. Dabei sind insbesondere auch Empfehlungen zu Möglichkeiten der Vereinfachung von Meldungen durch kleinere Institute zu prüfen.

10.5 Sonstige Maßnahmen

Mit Ausnahme von kleineren Banken müssen künftig alle entweder den in Art. 325c ff. CRR II neu definierten alternativen Standardansatz für Handelsbuchrisiken anwenden oder ein von der Aufsichtsbehörde genehmigtes internes Modell einsetzen. Die hier vollzogene Umsetzung der Vorschläge des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht wird zu einer deutlichen Verschärfung der Eigenkapitalunterlegung von Handelsbuchrisiken führen.¹²⁰ Nach der Auswirkungsstudie des Basler Ausschusses liegt die mittlere Erhöhung der Eigenkapitalunterlegung im Bereich von 20 bis 40 Prozent gegenüber der aktuellen Situation.¹²¹

Auch wurden die vom FSB vorgeschlagenen Regelungen zur Gesamtverlustabsorptionsfähigkeit übernommen.¹²² Danach müssen global systemrelevante Institute (G-SRI) zusätzlich zu den Eigenkapitalvorschriften noch eine spezifische TLAC-Vorschrift einhalten. Gemäß Art. 92a CRR II müssen G-SRI die folgenden beiden TLAC-Quoten einhalten. Erstens müssen die Eigenmittel zuzüglich bestimmter berücksichtigungsfähiger Verbindlichkeiten mindestens 18% der risikogewichteten Aktiva betragen. Und zweitens müssen diese Mittel mindestens 6,75% der Bilanzsumme (Gesamtrisikopositionsmessgröße) betragen.

Die TLAC-Quote (I) ist somit eine zusätzliche risikobasierte Eigenmittelvorschrift vergleichbar mit der Gesamtkapitalquote, während die TLAC-Quote (II) eine nicht risikobasierte Eigenmittelvorschrift und somit mit der Leverage-Ratio vergleichbar ist. Der Unterschied ist

¹²⁰ Diese sind im Standard „Minimum Capital Requirements for Market Risk“, Januar 2016, durch den Basler Ausschuss definiert worden.

¹²¹ Vgl. hierzu die Auswirkungsstudie „Fundamental Review of the Trading Book – Intern Impact Analysis“ des Basler Ausschusses vom November 2015.

¹²² Vgl. hierzu Principles on Loss-absorbing and Recapitalisation Capacity of G-SIBs in Resolution – Total Loss-absorbing Capacity (TLAC) Term Sheet vom 9. November 2015, FSB. Zur konkreten Umsetzung ist auch die Verordnung 2019/877 und die Richtlinie 2019/879/EU zu beachten.

in beiden Fällen, dass zusätzlich zu den Eigenmitteln auch noch bestimmte Verbindlichkeiten berücksichtigt werden dürfen.

Die Logik hinter dieser Regelung hängt mit der Bail-in-Regelung zusammen, da diese ja vorsieht, dass bestimmte Verbindlichkeiten im Krisenfall mit Verlusten verrechnet werden dürfen und insoweit zur Verlustdeckung herangezogen werden können. Welchen Anforderungen diese Verbindlichkeiten genügen müssen, wird in den neu gefassten Art. 72a ff. CRR II dargelegt. Vereinfachend gesprochen muss bei diesen Verbindlichkeiten sichergestellt sein, dass sie im Krisenfall auf der Grundlage der in der EU geltenden Sanierungs- und Abwicklungsvorschriften für Banken (BRRD) entweder zur Verlustverrechnung oder zur Umwandlung in hartes Kernkapital herangezogen werden können.

Zu beachten ist, dass die Einstufung als G-SRI durch die nationalen Aufsichtsbehörden erfolgt, in Deutschland also durch die BaFin. Zudem sei noch darauf hingewiesen, dass diese Institute auch höheren Eigenmittelanforderungen unterliegen, da sie einen zusätzlichen Kapitalpuffer von 1 bis 3,5 Prozent in Form von hartem Kernkapital bilden müssen.

11 Reformmaßnahmen im Bereich der Verbriefungsmärkte

11.1 Ausgangslage

In Folge der Finanzmarktkrise 2008/09 sind die Volumina an den europäischen Verbriefungsmärkten deutlich zurückgegangen. Dies führte soweit, dass die Europäische Zentralbank und die Bank of England am 11. April 2014 einen Hilferuf für den europäischen Verbriefungsmarkt abgesetzt haben. Die entsprechende Presseerklärung beginnt folgendermaßen: „Der europäische Verbriefungsmarkt bleibt weiterhin beeinträchtigt. Emissionen von Asset Backed Securities (ABS) finden nur sehr eingeschränkt statt und sind auf wenige Länder konzentriert. Der Markt ist rückläufig. Das ist ein Problem, weil Verbriefungen, sofern in geeigneter Weise strukturiert und reguliert, den Finanzierungszugang der Realwirtschaft einschließlich der kleinen und mittleren Unternehmen verbessern können.“ (Übersetzung durch den Verfasser).¹²³ Auch andere wichtige europäische Institutionen haben ähnliche Sorgen geäußert. So hat die Banque de France bereits im Frühjahr 2013 Planungen angestellt, wie der Verbriefungsmarkt in Frankreich, insbesondere soweit es um Kredite an kleine und mittelständische Unternehmen geht, belebt werden kann.

Die Europäische Kommission hat in ihrem Aktionsplan zur Förderung der Langfristfinanzierung in Europa, welcher am 27. März 2014 vorgestellt wurde, den Verbriefungsmärkten eine gewichtige Rolle bei der Bereitstellung langfristiger Finanzierungsmittel zugewiesen.¹²⁴ Daher müsste man, so der Aktionsplan weiter, eine Reihe von Maßnahmen ergreifen, um diesen Markt wieder zu beleben. Aus Sicht der Kommission ist es dabei von besonderer Bedeutung, dass Verbriefungsinstrumente einen höheren Grad an Standardisierung, Transparenz und Liquidität bekämen.

¹²³ Vgl. die gemeinsame Erklärung der Bank of England und der EZB vom 11. April 2014 unter <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/news/2014/paper070.pdf>. Siehe zudem auch das gemeinsam von EZB und Bank of England verfasste ausführliche Discussion Paper: The Case for a Better Functioning Securitisation Market in the European Union, vom Mai 2014, abrufbar unter <https://www.bankofengland.co.uk/news/2014/may/boe-ecb-discussion-paper>.

¹²⁴ Communication from the Commission to the European Parliament and the Council on Long-Term Financing of the European Economy, COM(2014) 168, SWD(2014) 105.

Diese Zielsetzung wurde in dem Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion und dem dazugehörigen Aktionsplan im Jahr 2015 wieder aufgegriffen.¹²⁵ Dies mündete schließlich in einen Vorschlag der Kommission für einen einheitlichen Rechtsrahmen für Verbriefungen.¹²⁶ Kernelement dieses Vorschlags ist die Schaffung einer klaren Rechtsgrundlage für einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen, so genannte STS-Verbriefungen. Mittlerweile ist dieses Vorhaben umgesetzt, wie im folgenden Abschnitt dargelegt wird. Hinzu kommt ein weiteres Projekt, in welchem ein vergleichbarer Rechtsrahmen auch für synthetische Verbriefungen geschaffen werden soll. Auch dieser Vorschlag wird im folgenden Abschnitt näher erläutert. Und schließlich sollte auch erwähnt werden, dass ein von der Kommission eingesetztes High-Level Forum, welches Vorschläge zur Stärkung der europäischen Kapitalmärkte ausarbeiten sollte, auf die Notwendigkeit der weiteren Stärkung der Verbriefungsmärkte hingewiesen hat.¹²⁷

Jenseits dieser verbriefungsspezifischen Vorschläge ist zu beachten, dass die Entwicklung dieser Verbriefungsmärkte auch davon abhängt, inwieweit die Geld- und Rentenmärkte hinreichend liquide sind, um solche Verbriefungsinstrumente für alle Seiten attraktiv zu machen. Dies berührt die Frage der Breite und Tiefe der europäischen Kapitalmärkte. Wie bereits erwähnt, setzt sich die Kommission seit dem oben genannten Grünbuch aus dem Jahr 2015 mit dieser Problematik auseinander. Am 24. September 2020 hat sie – auch unter Berücksichtigung der Vorschläge des oben erwähnten High-Level Forum – einen weiteren Aktionsplan zu diesem Thema publiziert, der insgesamt 16 Maßnahmen vorschlägt.¹²⁸ Ein erheblicher Teil dieser Maßnahmen widmet sich dabei dem Kapitalmarktzugang von KMUs, etwa durch eine weitere Verbesserung der Verbriefungsmärkte und durch eine Erleichterung von Börsenzulassungsregeln. Zur Erhöhung der Attraktivität der europäischen Kapitalmärkte

¹²⁵ Vgl. Europäische Kommission, Grünbuch Schaffung einer Kapitalmarktunion COM(2015) 63 final, vom 18. Februar 2015, abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063&from=LV>, und Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion 183/184 final, vom 30. September 2015, abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:52015DC0468&from=DE>.

¹²⁶ Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Festlegung gemeinsamer Vorschriften über die Verbriefung COM(2015) 472 final, vom 30. September 2015.

¹²⁷ Vgl. hierzu die Pressemitteilung der Kommission vom 10. Juni 2020 abrufbar unter https://ec.europa.eu/info/news/cmu-high-level-forum-final-report_en.

¹²⁸ Weiterführende Dokumente sind unter https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_20_1677 abrufbar.

werden auch Vereinfachungen bei Quellensteuerregelungen, grenzübergreifenden Wertpapierabwicklungen und Insolvenzregelungen vorgeschlagen.

Hinter all diesen Aktivitäten steht die Überzeugung, dass Verbriefungsmärkte ein wichtiges Element in der Kreditversorgung einer Volkswirtschaft darstellen. Dies gilt nicht nur im Hinblick auf die Schaffung geeigneter Refinanzierungsmöglichkeiten für die Banken. Durch die massiven Offenmarktinterventionen der EZB ist dieser Aspekt in den letzten Jahren möglicherweise sogar in den Hintergrund getreten. Zu beachten ist nämlich, dass Verbriefungen auch zu einer risikomäßigen Entlastung der Bankbilanzen führen und damit deren Risikotragfähigkeit deutlich verbessern. Diese Rolle kann und darf auch nicht von einer Zentralbank übernommen werden. Insofern ist trotz der vielen unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen der EZB die ökonomische Rolle von Verbriefungsmärkten keineswegs obsolet geworden. Allenfalls kann man sagen, dass die Risikotransferfunktion dieser Märkte heute im Vergleich zur Refinanzierungsfunktion deutlich wichtiger geworden ist.

11.2 Struktur von Verbriefungen

Um diesen zuletzt genannten Aspekt besser zu verstehen, sei hier kurz die grundsätzliche Struktur von Verbriefungen dargestellt. Verbriefungsinstrumente im weitesten Sinne sind von den Kapitalmärkten schon vor mehreren hundert Jahren entwickelt worden. So wurden in Europa erste Pfandbriefe bereits im 17. Jahrhundert emittiert.¹²⁹ Zu den bekanntesten – und vermutlich auch ältesten – Verbriefungsinstrumenten zählt der Pfandbrief, der in Deutschland eine 250-jährige Geschichte aufweisen kann und auf die Zeit Friedrichs des Großen zurückgeht.¹³⁰

Grundsätzlich handelt es sich bei einer Verbriefung um ein Wertpapier, das mit Buchforderungen besichert wird. Im Aufsichtsrecht wird der Begriff zumeist enger gefasst, da dort als zusätzliches Element die Tranchierung dieser Forderungen hinzukommt. Daher wird der Begriff nicht immer einheitlich verwendet. Unabhängig davon ist unter ökonomischen Gesichtspunkten festzuhalten, dass eine Verbriefung drei wesentliche

¹²⁹ Pfnür (2013), S. 137, berichtet, dass das Bankhaus Monte dei Paschi aus Siena 1624 die ersten durch fürstliche Ländereien gedeckten Schuldverschreibungen emittiert hat.

¹³⁰ Vgl. Pfnür (2013), S. 137.

Funktionen erfüllt. Sie erlaubt es der kreditvergebenden Bank (Originator) den ausgereichten Kredit

- zu refinanzieren (Refinanzierungsfunktion),
- von der Bilanz zu nehmen (Bilanzabgangsfunktion), und/oder
- gegen einen Ausfall abzusichern (Risikotransferfunktion).

Die reine Refinanzierungsfunktion steht bei gedeckten Schuldverschreibungen, wie etwa dem Pfandbrief, im Vordergrund.¹³¹ Hier wird eine Schuldverschreibung durch den Originator, also der Bank, die den zugrunde liegenden Kredit generiert hat, begeben, die zusätzlich durch die den Kreditforderungen zugrunde liegenden Sicherheiten gedeckt wird. Die Käufer der Schuldverschreibung haben somit eine Forderung gegenüber der emittierenden Bank und können im Insolvenzfall zusätzlich auf die als Sicherheiten hinterlegten Kreditforderungen und den diesen zugrunde liegenden Kreditsicherheiten zurückgreifen. Gedeckte Schuldverschreibungen sind somit ein reines Refinanzierungsinstrument ohne Risikotransfer oder Bilanzentlastung. Da in vielen Fällen auch keine Tranchierung vorgenommen wird, wie etwa beim klassischen Pfandbrief, handelt es sich nicht um eine Verbriefung im engeren aufsichtsrechtlichen Sinne.

Demgegenüber vereinen so genannte „True Sale“-Verbriefungen alle drei Funktionen. Faktisch wirken sie wie eine indirekte Kapitalmarktfinanzierung, wie man in Abbildung 44 erkennen kann. Ein Unternehmen, oder auch eine Privatperson, nimmt dabei ein Darlehen bei einer Bank auf. Die Bank wiederum kann dieses Darlehen am Kapitalmarkt veräußern, in dem sie ein Portfolio solcher Darlehen bildet, welches durch eine geeignete Strukturierung an ein SPV verkauft und so aus der Bilanz der Bank entnommen wird. Das SPV seinerseits segmentiert das Portfolio in Tranchen mit abnehmender Seniorität im Konkurs- oder Restrukturierungsfall. Typischerweise entstehen dann eine oder mehrere Senior-, Mezzanine- und Juniortranchen. Letzteren tragen das höchste Risiko, weil sie als erstes

¹³¹ Im heute verwendeten Sprachgebrauch ist es üblich, nur dann von einer Verbriefung zu sprechen, wenn die Forderungen der Investoren ausschließlich aus den dem verbrieften Instrument zugrunde liegenden Kreditforderungen bedient werden. Daher werden gedeckte Schuldverschreibungen typischerweise nicht als Verbriefungen bezeichnet.

herangezogen werden, um anfallende Verluste zu decken. Man spricht vom „First Loss Piece“.¹³²

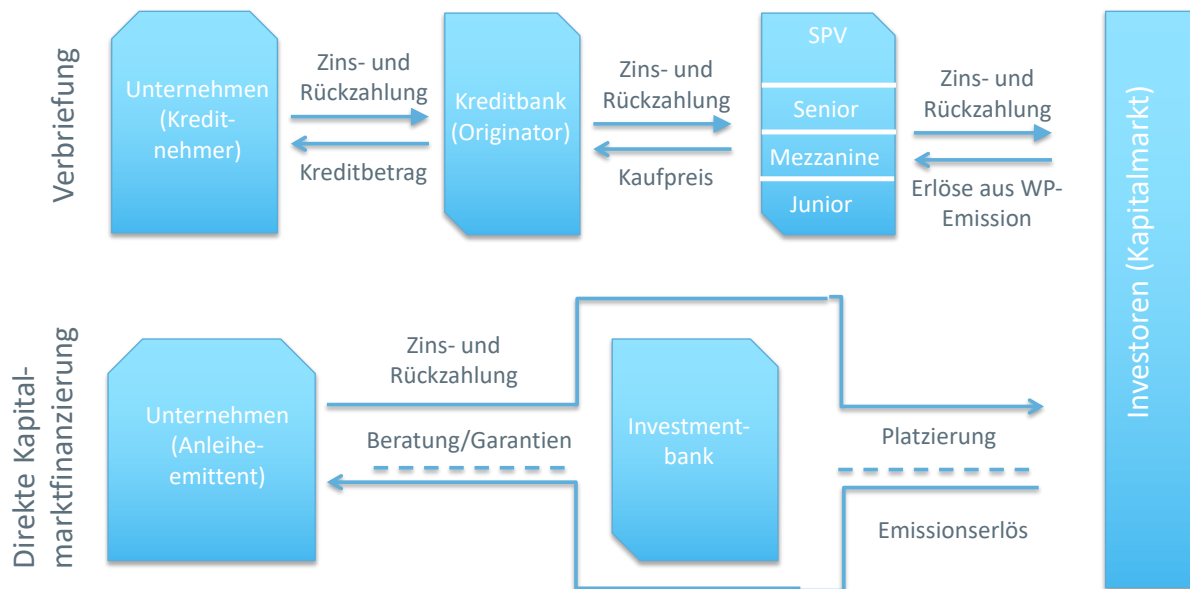


Abbildung 44: Schematische Darstellung einer Verbriefung im Vergleich zu einer direkten Kapitalmarktfinanzierung

Im theoretischen Idealfall konnte die Bank somit die gesamte Kreditausreichung refinanzieren, die Ausfallrisiken auf Kapitalmarktinvestoren übertragen und die Kredite aus der Bilanz entnehmen. Sämtliche Bilanz-, Liquiditäts- und Eigenkapitaleffekte der Kreditausreichung wären dann neutralisiert. In der Praxis ist man aber weit davon entfernt. Erstens erwarten die Investoren, dass die Bank allein schon aus Anreizgründen einen nicht unerheblichen Teil der Kreditrisiken weiterhin in den eigenen Büchern hält. Dies ist im Übrigen auch aus regulatorischen Gründen vorgeschrieben. Zweitens bevorzugen es Banken oft, nur die Senior-Tranche am Kapitalmarkt zu platzieren, etwa weil die Preisabschläge auf die Mezzanine- oder Juniortranche zu hoch sind. Damit steht bei vielen „True Sale“-Verbriefungen in der Praxis die Refinanzierungsfunktion im Vordergrund, wohingegen die Risikotransferfunktion in den Hintergrund gedrängt wurde.

Bedenkt man weiterhin, dass durch die deutlich erweiterten und vereinfachten Möglichkeiten, sich Refinanzierungen direkt bei der EZB zu beschaffen, die Notwendigkeit

¹³² Darüber hinaus sind in der praktischen Abwicklung solcher Transaktionen zahlreiche weitere Details zu berücksichtigen, wie etwa die Hinzunahme von Ausfallversicherungen (Credit Enhancements), um das Risiko für die Investoren weiter zu reduzieren. Für eine ausführliche Beschreibung vgl. z.B. Rudolph u. a. (2012).

für Banken, Kredite über Kapitalmarkttransaktionen zu refinanzieren, gesunken ist, könnte dies eine Erklärung dafür sein, warum die Verbriefungsvolumina in Europa bis heute immer noch hinter den Niveaus von vor der Finanzmarktkrise zurückbleiben.¹³³

Daher ist es kein Zufall, dass in den letzten Jahren die Möglichkeiten von rein synthetischen Verbriefungen in den Blickwinkel der Banken und Investoren gerückt sind, wenngleich die Entwicklung dieser Instrumente schon vor mehr als 20 Jahren eingesetzt hat.¹³⁴ Hierbei handelt es sich um eine Verbriefung, bei der die Tranchierung auf der Bilanz des Originators vorgenommen wird und dieser dann für einzelne Tranchen über geeignet konstruierte Derivate eine Kreditausfallversicherung erwirbt. Wegen dieser Tranchierung spricht man auch von einer synthetischen Bilanzverbriefung¹³⁵, wobei das eigentliche Verbriefungselement, also die wertpapierbasierte Forderungsveräußerung, bei diesem Instrument gar nicht im Vordergrund steht. Tatsächlich kann die Zahl der Sicherungsverkäufer sehr klein sein. Im Ergebnis werden die Kreditrisiken ganz oder teilweise an Investoren ausgelagert, wohingegen die Kreditforderung – und damit das mit der Kapitalbindung verbundene Refinanzierungsvolumen – ganz oder teilweise bei der Bank bleibt. Für letztere kommt es aber insoweit zu einer Eigenkapitalentlastung, als durch den Risikotransfer sowohl die ökonomisch notwendige als auch die regulatorisch geforderte Eigenkapitalunterlegung sinkt.

Die in der Praxis verbreitete synthetische Verbriefung, etwa über eine „Credit Linked Note“ (CLN), sieht typischerweise wie in Abbildung 45 dargestellt aus. Im Vergleich zu einer „True

¹³³ Dennoch hat es seit dem Jahr 2010 ein erhebliches Wachstum gegeben, infolge dessen sich die Emissionsvolumina von Handels- und Leasingforderungen mehr als verdreifacht haben; vgl. hierzu eine Veröffentlichung der TSI vom April 2020, abrufbar unter https://www.true-sale-international.de/fileadmin/tsi_gmbh/tsi_downloads/TSI_in_der_Presse/Veroeffentlichungen/TSI_Auswertung_2019_FINAL.pdf.

¹³⁴ Ein Beispiel hierfür ist die Bereitstellung der Plattformen PROMISE und PROVIDE durch die KfW ab dem Jahr 2000, über welche auch synthetische Verbriefungen durchgeführt wurden; vgl. <https://www.presseportal.de/pm/41193/917795>. Im Bericht der EBA zu synthetischen Verbriefungen zeigt sich, dass im Jahr 2005 synthetischen Verbriefungen im Umfang von 180 Mrd. Euro realisiert wurden; dieses Volumen wurde für lange Zeit nicht mehr annähernd erreicht; vgl. Report on the STS Framework for Synthetic Securitisation and Article 45 of Regulation (EU) 2017/2402 vom 6. Mai 2020, S. 14, abrufbar unter https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/News%20and%20Press/Press%20Room/Press%20Releases/2020/EBA%20proposes%20Framework%20for%20STS%20Synthetic%20Securitisation/883430/Report%20on%20framework%20for%20STS%20syntetic%20securitisation.pdf.

¹³⁵ Der international gebräuchliche Begriff ist „balance-sheet synthetic securitisation“ (BSSS). Das wesentliche Unterscheidungselement zu einer reinen Kreditausfallversicherung besteht in der Tranchierung des abzusichernden Kreditportfolios.

Sale“-Verbriefung gibt es einige wesentliche Unterschiede. Zunächst erfolgt, wie bereits erwähnt, kein Bilanzabgang auf der Seite der kreditgebenden Bank. Vielmehr wird dort ein – typischerweise tranchiertes – Referenzportfolio von Krediten gebildet. Für nachgeordnete Tranchen, also etwa für die Juniortranche, kann dann ein Transfer des Kreditrisikos wie folgt dargestellt werden.

Mit einem SPV wird eine Kreditausfallversicherung abgeschlossen. Die Bank zahlt hierfür eine jährliche Prämie in Höhe des CDS und erhält im Gegenzug dafür die Zusage, dass bei bestimmten Kreditereignissen in dem Referenzportfolio eine Verlustausgleichszahlung durch das SPV erfolgt. Diese Vereinbarungen folgen dabei typischerweise den Musterverträgen, wie man sie auch für sonstige Kreditausfallversicherungen kennt, etwa den ISDA Master Agreements. Im einfachsten Fall kann man sich vorstellen, dass bei Ausfall eines Kredits ein Barausgleich in Höhe des zu erwartenden Verlusts erfolgt.

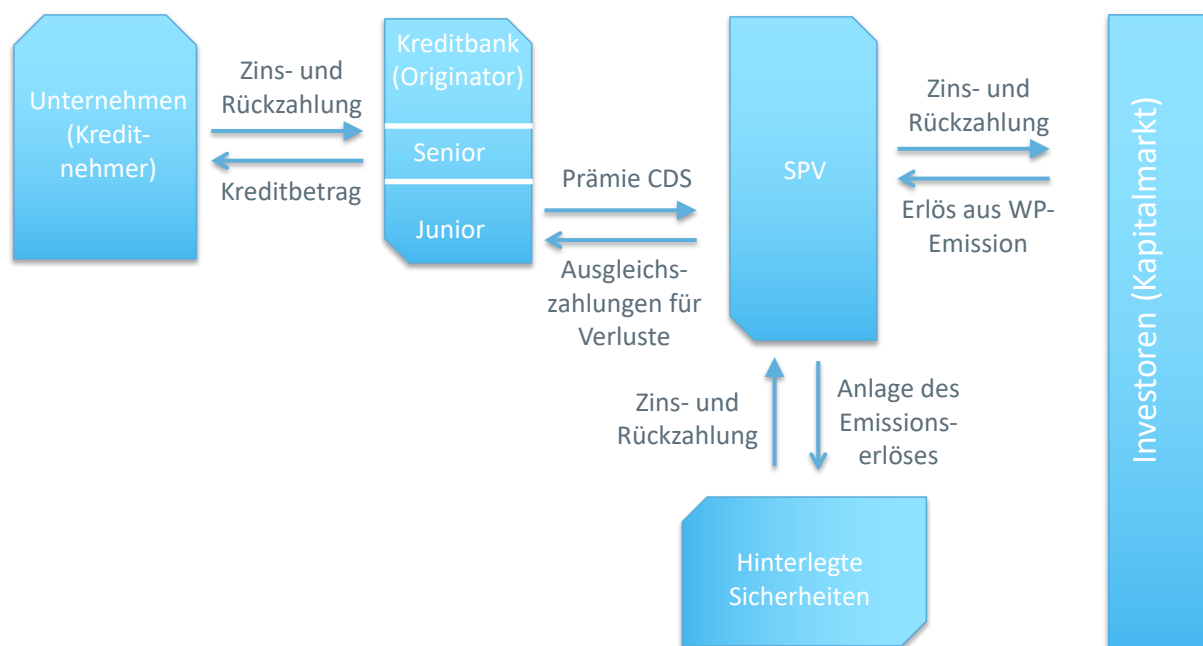


Abbildung 45: Schematische Darstellung einer synthetischen Verbriefung

Das SPV seinerseits emittiert eine CLN, deren Zins- und Rückzahlungsbedingungen von den beim Referenzportfolio eingetretenen Verlusten abhängen. Der Emissionserlös wird als Sicherheit hinterlegt, in dem er beispielsweise in laufzeitäquivalente Anleihen höchster Bonität angelegt wird. Die Investoren erhalten auf diese Anleihe eine Zinszahlung, die sich aus dem Kupon, den man auf die als Sicherheit erworbene Anleihe höchster Bonität erhält,

zuzüglich der CDS-Prämie, die die Bank dem SPV zahlt, zusammensetzt. Von der Zins- und Rückzahlung sind eventuelle Verluste abzuziehen, die aufgrund von Kreditausfällen im Referenzportfolio während der Anleihelaufzeit entstanden und vom SPV der Bank in Form von Ausgleichszahlungen zu erstatten sind.

Im Ergebnis ist also das Kreditausfallrisiko auf den Kapitalmarkt übertragen worden, ohne dass die zugrunde liegenden Kredite die Bücher der Bank verlassen haben. Dies führt dazu, dass es bei der Bank zu einer deutlich reduzierten Eigenkapitalunterlegung für diese Kredite kommt. Somit steigt ihre Risikotragfähigkeit und sie kann diese für neue Kreditausreichungen nutzen. Dies gilt jedenfalls in dem Maße, wie dieser Risikoentlastungseffekt nicht durch Eigenkapitalanforderungen in der Säule 2 kompensiert wird.

Am Rande sei noch erwähnt, dass wegen des mit solchen und ähnlichen Konstruktionen erzeugten Multiplikators zwischen den für die Risikoübernahme notwendigen Kapitalmitteln und dem darunter liegenden Finanzierungsvolumen, synthetische Verbriefungen auch ein beliebtes Förderinstrument sind, das von einschlägigen Institutionen, wie etwa EU-Institutionen im Rahmen des Juncker-Plans, häufig eingesetzt wird.¹³⁶

11.3 Ökonomische Effekte von Verbriefungen

Vor diesem Hintergrund kann man die gesamtwirtschaftlichen Wirkungen des Verbriefungsmarktes verkürzt wie folgt zusammenfassen. Erstens erlaubt er wegen seiner Losgrößentransformation den indirekten Kapitalmarktzugang auch für solche Unternehmen, die aufgrund ihrer relativ kleinen Kreditvolumina keine oder allenfalls nur eine sehr teure Möglichkeit einer direkten Kapitalmarktfinanzierung hätten. Banken- und kapitalmarktbasierter Kreditfinanzierung sind somit komplementär. Über die am Bankenmarkt wirkenden Wettbewerbsmechanismen sollte dies dazu führen, dass Kreditnehmer auch bei sehr kleinen Finanzierungsvolumina Konditionen geboten bekommen, die in der Nähe von kompetitiven Kapitalmarktkonditionen liegen.

¹³⁶ So nutzen etwa die EIB und der EIF dieses Instrument, um die aus dem EFSI bereitgestellten Mittel einzusetzen. Beispielhaft sei hier eine synthetische Verbriefung von Mittelstandskrediten mit einem Volumen von 600 Mio. Euro genannt, die EIB und EIF mit der spanischen BBVA-Bank im Jahr 2018 realisiert haben; vgl. https://ec.europa.eu/commission/news/investment-plan-europe-eib-group-and-bbva-sign-second-synthetic-securitisation-operation-eur-98-million-subordinated-guarantee-support-smes-2018-apr-23_en.

Zweitens kann der Verbriefungsmarkt von den Banken zum Abbau von Risiken genutzt werden. Somit können Risiken dorthin verteilt werden, wo sie zu den geringsten Kosten übernommen werden, also auf die Schultern breit diversifizierter Investoren am Kapitalmarkt. Auch diesen Kapitalkostenvorteil werden die Banken im Wettbewerb zumindest teilweise wieder an die Unternehmen weitergeben. Zudem erhöht sich dadurch auch die Stabilität des Bankensystems, weil einzelne Institute ihre Risiken besser streuen können und sie somit weniger von geographisch oder sektoral wirkenden Risikofaktoren abhängig sind.

Und drittens können die Banken durch den erleichterten Kapitalmarktzugang ihre Refinanzierungskosten senken, weil die mit der Kreditvergabe verbundene Liquiditätsbindung von jenen Investoren getragen wird, die den geringsten Liquiditätsbedarf haben. Man denke hier etwa an Lebensversicherungen oder Pensionskassen. Auch dieser Vorteil wird im Wettbewerb zumindest teilweise wieder an die Kreditnehmer weitergegeben werden. Tatsächlich finden Nadauld und Weisbach (2012) Belege dafür, dass die Zinskosten bei verbriefungsfähigen Krediten um rund 17 Basispunkte niedriger waren als bei nicht verbriefungsfähigen aber ansonsten vergleichbaren Krediten.

Natürlich stehen diesen positiven Wirkungen von Verbriefungsmärkten auch negative Effekte gegenüber. Zu Recht wurde in der Literatur darauf hingewiesen, dass Defizite am Verbriefungsmarkt für die Entstehung der Finanzmarktkrise mit verantwortlich waren.¹³⁷

Als ein wesentliches Element müssen dabei die Moral-Hazard-Probleme angesehen werden, die sich bei einem Risikotransfer ergeben. Wenn nämlich die Ausfallrisiken – oder jedenfalls wesentliche Teile davon – nicht mehr von der den Kredit vergebenden Bank, sondern von externen Investoren getragen werden, sinken die Kreditprüfungsanreize der Bank. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Prüfung der Kreditqualität durch die externen Investoren aufgrund von Informationsasymmetrien fehlerbehaftet ist.¹³⁸ Somit kann sich die durchschnittliche Kreditqualität durch die Einführung von Verbriefungen verschlechtern, was

¹³⁷ Für einen Überblick zu dieser Diskussion vgl. unter vielen French u. a. (2010). Eine vertiefte Auseinandersetzung mit Verbriefungen auf dem US-amerikanischen Markt findet sich in Acharya und Richardson (2009).

¹³⁸ In diesem Zusammenhang spielt die Informationsaufbereitung durch die Ratingagenturen eine wesentliche Rolle. Es gibt Hinweise, dass diese wegen der dort möglicherweise bestehenden Fehlanreize zu einer Unterschätzung der Risiken von verbrieften US-amerikanischen Immobilienkrediten geführt hat; vgl. hierzu z.B. Jiang, Stanford und Xie (2012).

kurzfristig zu einer Fehleinschätzung der Risiken durch die Investoren führen kann. Genau dieses war eines der Hauptprobleme in der Finanzmarktkrise, welches durch die unrühmliche Rolle der Ratingagenturen noch verschärft wurde. Unabhängig davon kann es durch diesen Effekt langfristig zu einer Kreditverteuerung kommen, was sich negativ auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung auswirken könnte.

Hinzu kommt als ein weiteres Element das an Kapitalmärkten immer bestehende Liquiditätsrisiko, welches dazu führen könnte, dass Banken kurzfristig den Zugang zu diesen Märkten verlieren und damit vor einem Refinanzierungsproblem stehen. Dies würde sich dann entsprechend auf die Kreditvergabe der Banken auswirken, so dass hier ein zusätzliches systemisches Risiko auftreten würde. Allerdings zeigen die Erfahrungen aus der globalen Finanzmarktkrise und der Covid19-Krise, dass diese Risiken von den Zentralbanken sehr schnell beherrschbar sind.

In diesem Spannungsfeld wurde der regulatorische Rahmen für Verbriefungen im Zuge der bereits beschriebenen umfassenden Finanzmarktreformen verändert. Die wichtigsten Änderungen werden im folgenden Abschnitt dargestellt.

11.4 Reformmaßnahmen

Im Bereich der Verbriefungsmärkte sind zwei zentrale Initiativen zu diskutieren. Zum einen wurde, wie bereits erwähnt, ein verlässlicher Rahmen für einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen, man spricht von STS-Verbriefungen, geschaffen. Zum anderen wurde in jüngerer Zeit auch die Notwendigkeit eines verbesserten rechtlichen Rahmens für synthetische Verbriefungen anerkannt.

11.4.1 Ausgangslage

Zunächst führte die regulatorische Reaktion auf die Finanzmarktkrise dazu, dass die Rahmenbedingungen für Verbriefungen deutlich verschärft wurden. In der öffentlichen Diskussion wurde dies häufig als Mitursache für die schleppende Wiederbelegung des Verbriefungsmarktes in den ersten Jahren nach der Finanzmarktkrise genannt. Soweit es die bankaufsichtsrechtlichen Regelungen gemäß CRR betrifft, wurden hier vor allem drei Aspekte genannt. Erstens wurde die in Art. 245 CRR festgelegte Berechnung der Risikogewichte dahingehend kritisiert, dass gemessen an den historischen Ausfällen von europäischen Verbriefungsinstrumenten diese zu anspruchsvoll wären. Dies gelte auch im

Vergleich zur Behandlung von gedeckten Schuldverschreibungen (covered bonds). Zweitens habe lange Zeit eine Unsicherheit darüber bestanden, wie Verbriefungsinstrumente im Rahmen der Liquiditätsdeckungsanforderung gemäß Art. 411 ff. CRR behandelt würden.

Und drittens wies die Praxis immer wieder auf die mit der CRR verbundenen Rechtsunsicherheiten bei Verbriefungen hin. Konkret waren dabei vor allem die Art. 405 ff. CRR gemeint, wo so genannte Due-Diligence-Pflichten sowohl für Emittenten, Originatoren als auch Sponsoren festgelegt werden. Diese umfassen u.a. Dokumentations-, Sorgfalts- und Risikomanagementpflichten. Werden diese Pflichten verletzt, kommt es zu einer Anrechnung der Verbriefungspositionen auf die Eigenmittel der Bank. Somit gab es hier ein erhebliches Rechtsrisiko für die Banken.

Als weiterer wichtiger Aspekt muss in diesem Zusammenhang die Reform der europäischen Versicherungsaufsicht durch Solvency II genannt werden.¹³⁹ Auch hier wurde, ähnlich wie bei der Diskussion zur CRR, argumentiert, dass die in der ursprünglichen Fassung der Solvency II enthaltenen Risikogewichte für Verbriefungen zu hoch seien, insbesondere soweit es um Verbriefungen mit niedrigem Kreditrisiko ginge. Die EIOPA hatte diese Frage ausführlich geprüft und ist in ihrem Abschlussbericht zu dem Schluss gekommen, dass insbesondere bei hochwertigen Verbriefungen eine Entlastung bei den Risikogewichten angebracht sei.¹⁴⁰ Da Versicherungen zu den wichtigsten Investorengruppen gehören, ist davon auszugehen, dass die konkrete Ausgestaltung dieser Regelung nicht unwichtig für die Entwicklung der Verbriefungsmärkte ist.

11.4.2 Verbriefungsverordnung und STS-Verbriefungen

Auf diese Diskussion hat der europäische Gesetzgeber mit der Verbriefungsverordnung 2017/2402 vom 12. Dezember 2017 reagiert. Damit sind Verbriefungen erstmals europaweit einheitlich reguliert. Zudem wird klar festgelegt, unter welcher Voraussetzung eine STS-Verbriefung vorliegt, für die dann u.a. niedrigere Risikogewichte zur Anwendung kommen. Die Verordnung ist zum 1. Januar 2019 in Kraft getreten.

¹³⁹ Für eine ausführliche Auseinandersetzung mit Solvency II, insbesondere soweit es auch um Wechselwirkungen mit Basel III geht, vgl. Kaserer (2011).

¹⁴⁰ Vgl. Technical Report on Standard Formula Design and Calibration for Certain Long-Term Investments, EIOPA/13/513 vom 19. Dezember 2013.

Eine detaillierte Darstellung der Verordnungsinhalte würde sicherlich den Rahmen dieser Arbeit sprengen. Grundsätzlich ist festzuhalten, dass mit der Verordnung Rechtssicherheit geschaffen wird, weil die Anforderungen an die Sorgfaltspflichten der Emittenten und Investoren, an den Risikselbstbehalt, an die Transparenz und an den Rahmen für STS-Verbriefungen klar und sektorübergreifend festgelegt werden. Allerdings sollte man auch darauf hinweisen, dass einige dieser Punkte, etwa der Selbstbehalt oder das Verbot von Wiederverbriefungen, bereits kurz nach der Finanzmarktkrise eingeführt wurden. Auch die Bereitstellung von einzelkreditbezogenen Daten wurde von der EZB für bestimmte Verbriefungen ab dem Jahr 2011 eingeführt.¹⁴¹

Im Hinblick auf den Risikselbstbehalt stellt Art. 6 der Verbriefungsverordnung fest, dass dieser mindestens 5% betragen muss. Des Weiteren sieht die Verordnung vor, dass Investoren über die Kreditvergabekriterien informiert werden und ein zentrales Verbriefungsregister, das alle erforderlichen Daten für eine Verbriefung zentral sammelt und bereitstellt, aufgebaut wird.

Die künftigen Risikogewichte hängen im Einzelfall stark davon ab, mit welchen Risikomodellen die Bank operiert. Grundsätzlich kann man aber sagen, dass STS-Verbriefungen ein deutlich niedrigeres Risikogewicht aufweisen und diese im Vergleich zu den vorher geltenden Gewichten vor allem im unteren Investment-Grade- und im Sub-Investment-Grade-Bereich deutlich niedriger sind. Allerdings wird im Bericht des weiter oben bereits erwähnten High-Level Forum zur Kapitalmarktunion unter anderem angeregt, die Risikogewichte bei Senior-Tranchen weiter zu reduzieren.¹⁴² Zudem wurden auch in der Versicherungsaufsicht die Risikogewicht für STS-Verbriefungen reduziert.¹⁴³ Und für Zwecke der Liquiditätsberechnung wird jetzt vereinfachend festgehalten, dass es sich bei STS-Verbriefungen in jedem Fall um Aktiva der Stufe 2B nach Art. 13 Delegierter Verordnung 2015/61 vom 10. Oktober 2014 handelt. Damit sind auch die diesbezüglichen Rechtsunsicherheiten beseitigt.

¹⁴¹ Vgl. Schreiben der EZB vom 1. April 2011 abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/loanlevel/html/index.en.html>.

¹⁴² Vgl. den Bericht des High-Level Forum for Europe's Capital Markets, S. 52 ff., vom 10. Juni 2020, abrufbar unter https://ec.europa.eu/info/news/cmu-high-level-forum-final-report_en.

¹⁴³ Vgl. Delegierte Verordnung 2018/1221 vom 1. Juni 2018 abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32018R1221&from=EN>.

Abschließend sei noch erwähnt, dass die Kommission bis zum 1. Januar 2022 dem europäischen Gesetzgeber einen Bericht über die Wirkungen der Verbriefungsverordnung vorlegen soll. Allerdings ist schon kurz nach der Einführung dieser Verordnung unter anderem Kritik daran geübt worden, dass die Vorschriften zum Risikselbstbehalt und den Kreditgewährungsstandards die Verbriefung von NPL-Portfolios stark behindern würden. Die Kommission hat auf diese Kritikpunkte reagiert und im Juli 2020 einen Vorschlag vorgelegt.¹⁴⁴ Dieser ist nunmehr mit der Verordnung 557/2021 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 31. März 2021 in Kraft getreten.

11.4.3 Synthetische Verbriefungen

Ähnlich, aber dennoch etwas komplizierter, ist die Situation bei synthetischen Verbriefungen. Die EBA hat nach Durchführung einer Konsultation am 6. Mai 2020 ihren Bericht zur Einführung eines Rahmenwerks für synthetische STS-Verbriefungen vorgelegt.¹⁴⁵ In diesem wird die Notwendigkeit für einen erleichterten Zugang zu Risikotransferinstrumenten, gerade auch bei KMU-Krediten, durchaus anerkannt. Jedenfalls werden Daten vorgelegt, die zeigen, dass es eine nennenswerte Nachfrage nach solchen Instrumenten gibt. So wird anerkannt, dass synthetische Verbriefungen im Vergleich zu „True Sale“-Verbriefungen kostengünstiger sind und schneller durchgeführt werden können. Auch geben die Ausfallraten keinen Hinweis darauf, dass synthetische Verbriefungen im Vergleich zu „True Sale“-Verbriefungen deutlich schlechter abschneiden. Insofern wurde die Einführung eines solchen Regelwerks durchaus empfohlen, insbesondere mit Hinweis auf die Risikodiversifikationseffekte und die Möglichkeit, Risiken aus dem Bankensektor auszulagern und auf den Kapitalmarkt zu übertragen. Zwar sieht die EBA auch Risiken, insbesondere im Hinblick auf Moral-Hazard-Effekte. Dies ändert aber nichts daran, dass sie die Einführung eines zu den „True Sale“-STS-Verbriefungen vergleichbaren Rahmens für synthetische Verbriefungen vorschlägt.

¹⁴⁴ Vgl. Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) 2017/2402 laying down a general framework for securitization and creating a specific framework for simple, transparent and standardized synthetic securitization to help the recovery from the COVID-19 pandemic, COM(2020) 282 final, vom 24. Juli 2020.

¹⁴⁵ Vgl. Report on the STS Framework for Synthetic Securitisation und Article 45 of Regulation (EU) 2017/2402 vom 6. Mai 2020, abrufbar unter https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/News%20and%20Press/Press%20Room/Press%20Releases/2020/EBA%20proposes%20Framework%20for%20STS%20Synthetic%20Securitisation/883430/Report%20on%20framework%20for%20STS%20syntetic%20securitisation.pdf.

Die Kommission hat am 24. Juli 2020 einen Bericht sowie einen Verordnungsvorschlag zur Einführung eines STS-Rahmenwerks für synthetische Verbriefungen vorgelegt, welcher sich inhaltlich an den Empfehlungen der EBA sowie am bestehenden STS-Rahmenwerk für „True Sale“-Verbriefungen orientiert.¹⁴⁶ Dieser Vorschlag hat mittlerweile das parlamentarische Verfahren durchlaufen und wurde mit der Verordnung 557/2021 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 31. März 2021 in Kraft gesetzt. Danach gibt es künftig neben STS-Verbriefungen auch STS-Bilanzverbriefungen, sofern diese bestimmte Voraussetzungen in Bezug auf Einfachheit, Transparenz und Standardisierung erfüllen. Reine Arbitrageverbriefungen werden unter diesem Regelwerk nicht erlaubt, da Art. 26b (2) vorschreibt, dass die zugrunde liegenden Risikopositionen im Rahmen der Kerngeschäftstätigkeit des Originators erworben worden sein müssen.

¹⁴⁶ Vgl. Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the creation of a specific framework for simple, transparent and standardized synthetic securitization, limited to balance-sheet synthetic securitization, COM(2020) 284 final, vom 24. Juli 2020, und Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) 2017/2402 laying down a general framework for securitization and creating a specific framework for simple, transparent and standardized synthetic securitization to help the recovery from the COVID-19 pandemic, COM(2020) 282 final, vom 24. Juli 2020.

12 Anpassungen in der Bankenaufsicht in Folge der Covid19-Krise

Auf dem Höhepunkt der Covid19-Krise, also von März bis Mai 2020, haben die europäischen Staaten und Behörden mit einer ganzen Reihe von Notmaßnahmen zur Stützung der Wirtschaft reagiert. Im hier vorliegenden Zusammenhang sind insbesondere die Maßnahmen der Bundesregierung zur Liquiditätssicherung der inländischen Unternehmen sowie die Maßnahmen im Bereich der Bankenaufsicht von besonderem Interesse. Diese sollen im Folgenden kurz zusammengefasst werden.

12.1 Notmaßnahmen im Bereich der Unternehmensfinanzierung

Gleichzeitig mit der Feststellung des epidemischen Notstands von nationaler Tragweite¹⁴⁷ hat der Bundestag gleich zu Beginn der Covid19-Krise eine Reihe von Hilfsmaßnahmen zur Überbrückung von kurzfristigen, krisenbedingten Liquiditätsengpässen bei Unternehmen verabschiedet. Der haushaltswirksame Umfang dieser Maßnahmen wurde zunächst mit 353 Mrd. Euro veranschlagt; hinzu kommen Garantien im Umfang von insgesamt 820 Mrd. Euro.¹⁴⁸ Die Programme wurden in den darauffolgenden Monaten laufend nachgebessert und erweitert. Soweit es Hilfen im Bereich der Unternehmensfinanzierung betrifft, sind hierbei die beiden folgenden großen Maßnahmenpakete zu erwähnen.¹⁴⁹

Erstens wurde für die großen Unternehmen nach dem Vorbild des während der Finanzmarktkrise zur Rettung des hiesigen Bankensektors eingerichteten Finanzmarktstabilisierungsfonds der Wirtschaftsstabilisierungsfonds (WSF) geschaffen.¹⁵⁰ Als Zielgruppe sind dabei solche Unternehmen der Realwirtschaft definiert worden, die nicht mehr die KMU-Kriterien der EU erfüllen. Diesen kann entweder mit einem großen Spektrum unterschiedlicher Kapitalmaßnahmen oder mit Garantien geholfen werden. Darüber hinaus kann der Fonds Darlehen an die KfW zur Refinanzierung ihrer sogenannten Corona-

¹⁴⁷ Vgl. BGBl. I vom 27. März 2020, S. 587.

¹⁴⁸ Vgl. zu diesen Angaben die Mitteilungen des Bundesministeriums der Finanzen unter <https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Schlaglichter/Corona-Schutzschild/2020-03-13-Milliarden-Schutzschild-fuer-Deutschland.html>.

¹⁴⁹ Die Soforthilfe und der erleichterte Zugang zur Grundsicherung für Selbständige, Freiberufler und kleine Unternehmen werden hier nicht näher betrachtet, da es sich um Zuschüsse, und damit nicht um Finanzierungsmaßnahmen handelt. Dies gilt auch für andere Maßnahmen, wie etwa im steuerlichen und sozialversicherungsrechtlichen Bereich.

¹⁵⁰ Vgl. BGBl. I vom 27. März 2020, S. 543.

Sonderprogramme ausreichen. Einen Überblick zu diesen Maßnahmen und den entsprechenden Kredit- und Gewährleistungsermächtigungen findet sich in der nachfolgenden Abbildung 46.

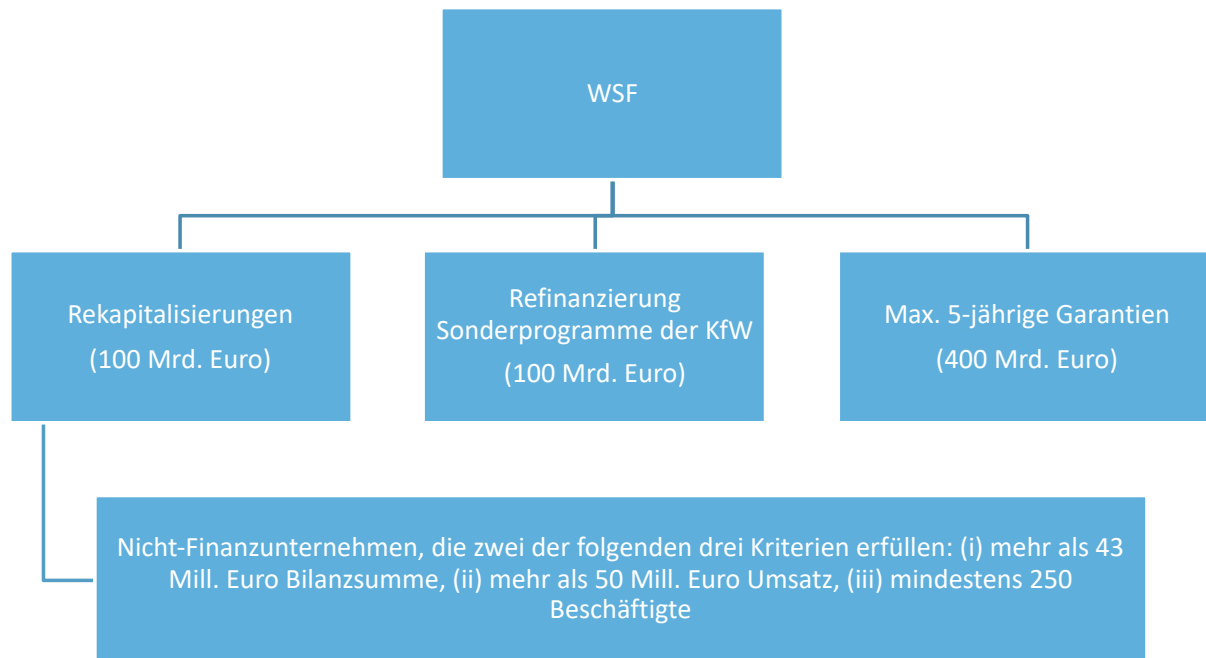


Abbildung 46: Übersicht zu den Hilfsmaßnahmen des Wirtschaftsstabilisierungsfonds

Zweitens legte die KfW in Abstimmung mit der Bundesregierung ein umfangreiches Sonderprogramm mit unterschiedlichen Kreditangeboten auf, die sich sowohl an KMUs als auch an große Unternehmen richten. Dieses Programm wurde im Laufe der Zeit ebenfalls ausgeweitet und zeitlich verlängert. Die Kredite werden über die Hausbanken ausgereicht, wobei die KfW im Standardfall eine Risikoübernahme von 80% anbietet. Für KMUs wird diese auf 90% erhöht und im Rahmen des KfW-Schnellkredits kann sie sogar 100% betragen. Nach Angaben der KfW wurden in den ersten 12 Monaten mehr als 127.000 Kreditanträge gestellt und die Kreditzusagen liegen bei fast 50 Mrd. Euro. 97% dieser Anträge kamen von KMUs, von denen 99% Anträge mit einem Volumen von bis zu 3 Mio. Euro gestellt haben.¹⁵¹

Zusätzlich ist noch zu erwähnen, dass es weitere Programme auf Ebene der EU gibt. Im hier vorliegenden Zusammenhang ist insbesondere der im Mai 2020 aufgelegte EIB-Garantiefonds zu erwähnen. Dieser ist mit 25 Mrd. Euro ausgestattet und kann zusammen mit lokalen Förderinstituten bis zu 200 Mrd. Euro für KMUs mobilisieren. Darüber hinaus hat

¹⁵¹ Vgl. zu diesen Angaben <https://www.kfw.de/KfW-Konzern/Newsroom/Aktuelles/KfW-Corona-Hilfe-2.html>.

die EIB bereits zu Beginn der Krise ein Soforthilfeprogramm ins Leben gerufen, mit welchem bis zu 40 Mrd. Euro mobilisiert werden können.¹⁵²

Von diesen Kreditfördermaßnahmen zu unterscheiden sind die weiteren Maßnahmen des Bundes, insbesondere das Kurzarbeitergeld, die Überbrückungshilfen für Soloselbständige sowie sonstige Transferleistungen und steuerliche Maßnahmen.

12.2 Bankenaufsicht und Covid19

Im Zusammenhang mit den Interventionsmaßnahmen zur Bekämpfung der Corona-Pandemie sind auch zahlreiche bankaufsichtliche Regelungen vorübergehend angepasst, vorgezogen oder aufgeschoben worden. Da es sich um ein Sammelsurium unterschiedlichster Maßnahmen handelt, sei hier auf eine Diskussion im Einzelnen verzichtet. Vielmehr soll die nachfolgende Tabelle einen Überblick zu den wichtigsten dieser Maßnahmen geben:

Bereich	Maßnahme	Rechtsgrundlage
Stress-Test	Der für 2020 vorgesehene EBA-Banken-Stresstest wird auf 2021 verschoben, jener der Bundesbank auf 2022.	EBA-Statement vom 12. März 2020 und Mitteilung der BaFin
Notleidende Kredite	Staatlich angeordnete oder privat vereinbarte Zahlungsmoratorien werden nicht auf die 90-Tage-Regel angerechnet, sofern es sich um Vereinbarungen handelt, die für eine Gruppe von Schuldner gelten.	EBA-Statement vom 25. März 2020
Zahlungsmoratorien	Es werden Bedingungen an Zahlungsmoratorien definiert, die keine Klassifikation als notleidender Kredit auslösen. Die nationalen Aufsichtsbehörden informieren die EBA über einschlägige Vereinbarungen.	EBA-Richtlinien vom 2. April 2020 und 18. Juni 2020
Einzelwertberichtigung	Überfällige Kredite führen nicht automatisch zu einem Transfer der Finanzinstrumente von	EBA- und ESMA-Guidelines vom 25. März 2020, fachlicher Hinweis des

¹⁵² Vgl. hierzu die Angaben der EIB unter <https://www.eib.org/de/about/initiatives/covid-19-response/index.htm> sowie <https://www.eib.org/de/press/all/2020-086-eib-group-will-rapidly-mobilise-eur-40-billion-to-fight-crisis-caused-by-covid-19.htm>.

	Stufe 1 zu Stufe 2 oder 3 gemäß IFRS 9.	IDW BFA vom 31. März 2020
Problemkredite	Die Regelung BTO 1.2.5 Tz. 3 der MaRisk, wonach bei Vorliegen eines Problemkredits die weitere Kreditvergabe an ein Sanierungskonzept gebunden ist, wird ausgesetzt.	Mitteilung der BaFin
Melde- und Veröffentlichungspflichten	Meldefristen wurden um einen Monat verschoben, Veröffentlichungspflichten können nach dem Ermessen der nationalen Aufsichtsbehörden verschoben werden	EBA-Statement vom 31. März 2020 und vom 2. Juni 2020
Bewertung im Handelsbuch	Zur Ermittlung der zusätzlichen Bewertungsanpassungen (AVA) darf der pauschale Abschlag bis Ende 2020 von 50 auf 66% erhöht werden.	Anpassung der delegierten Verordnung (EU) 2016/101 gemäß delegierter Verordnung (EU) 2020/866 vom 28. Mai 2020
SREP	Im Rahmen einer pragmatischen Anwendung der SREP-Richtlinien kann im Jahr 2020 auf eine umfassende Prüfung aller Risiken verzichtet werden. Eine Neufestsetzung der Kapitalzuschläge kann ausgesetzt werden.	EBA-Statement vom 22. April 2020, 23. Juli 2020 und 11. August 2020 und Mitteilung der BaFin
EMIR Einschussverpflichtungen	Zeitliche Umsetzung der ursprünglich vorgesehenen Einschussverpflichtungen auf OTC-Derivate wird um ein Jahr verschoben.	ESMA Bericht zur Anpassung der delegierten Verordnung 2016/2251 auf der Basis eines RTS vom 4. Mai 2020
Corona-spezifische Melde- und Veröffentlichungspflichten	Meldung von neu eingegangene Kreditengagements mit staatlichen Garantien sowie zu Moratorien und Zahlungsverzögerungen sowie halbjährliche Veröffentlichung dieser Zahlen	EBA-Richtlinien vom 2. Juni 2020
Proportionalität	Die genannten Corona-spezifischen Melde- und Veröffentlichungspflichten können in Abhängigkeit der Größe und Komplexität der Banken verschärft oder ausgesetzt werden.	EBA-Richtlinien vom 2. Juni 2020
KMU-Finanzierung	Die mit der CRR II vorgesehenen Begünstigungen für KMU- und Infrastrukturkredite treten ohne der	Verordnung 2020/873 vom 24. Juni 2020

	ursprünglich vorgesehenen Übergangsfrist mit sofortiger Wirkung in Kraft.	
Verschuldungsquote-Puffer	Das Inkrafttreten des in Art. 92 (1a) CRR vorgesehenen zusätzlichen Puffers bei der Verschuldungsquote bei G-SRI wird auf den 1. Januar 2023 verschoben.	Verordnung 2020/873 vom 24. Juni 2020
Verschuldungsquote	Bestimmte Forderungen gegenüber Zentralbanken können bis zum 27. Juni 2021 von der Berechnung der Verschuldungsquote ausgeschlossen werden.	Verordnung 2020/873 vom 24. Juni 2020
IFRS 9 und Kernkapitalquote	Die ohnehin vorgesehen Übergangsbestimmungen bei der Anwendung des IFRS 9 zur Erfassung von erwarteten Kreditverlusten werden um zwei Jahre verlängert und deren Auswirkungen auf die Kernkapitalquote werden für die Jahre 2020 und 2021 neutralisiert.	Verordnung 2020/873 vom 24. Juni 2020
Notleidende Kredite	Die Vorzugsbehandlung bei der Verlustberechnung von durch Exportversicherungsagenturen gedeckten Krediten wird auf solche ausgedehnt, die durch die anlässlich der Covid19-Pandemie eingeführten nationalen Garantieprogramme gedeckt sind.	Verordnung 2020/873 vom 24. Juni 2020
Aufsichtsrechtliche Meldepflichten	Klarstellung zu den Erleichterungen bei den aufsichtsrechtlichen Meldepflichten gemäß Verordnung 2020/873 vom 24. Juni 2020.	EBA-Richtlinie und IST-Entwurf vom 11. August 2020

Tabelle 11: Übersicht zu den bankaufsichtlichen Covid19-Maßnahmen

Darüber hinaus hat die Kommission, wie bereits erwähnt, im Rahmen eines Pakets zur Stützung der Kapitalmärkte am 24. Juli 2020 Vorschläge für eine schnelle Umsetzung des STS-Rahmens von synthetischen Verbriefungen und eine Erleichterung für Verbriefungen von notleidenden Krediten, bei Prospektspflichten, Positionslimits sowie Veröffentlichungs-

und Reportpflichten gemäß MiFID II gemacht.¹⁵³ Diese Maßnahmen sind mittlerweile umgesetzt und wurden in Abschnitt 11.4 bereits behandelt.

¹⁵³ Vgl. EU Capital Markets Recovery Package vom 24. Juli 2020, COM(2020) 280 bis 284 final, abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020SC0120&from=EN>.

13 Auswirkungen auf den Mittelstand

Die bisherigen Darstellungen haben gezeigt, wie umfassend sich die Regulierung der Kreditmärkte seit der globalen Finanzmarktkrise 2008 verändert hat. Vor diesem Hintergrund und der in Abschnitt 8 vorgetragenen ökonomischen Überlegungen, lassen sich aus der Perspektive der Mittelstandsfinanzierung drei wesentliche Aspekte identifizieren, die näher beleuchtet werden müssen. Dies soll im Folgenden geschehen.

13.1 Proportionalität und Mittelstandsfinanzierung

Es wurde in Abschnitt 8.1 bereits dargelegt, welche Informationsverarbeitungsfunktion Banken erfüllen und warum diese gerade bei KMUs von besonderer Bedeutung ist. Da insbesondere kleinere mittelständische Unternehmen häufig von kleineren, in der Fläche operierenden Banken betreut werden, kommt diesen bei der Mittelstandsfinanzierung eine besondere Rolle zu.

Vor diesem Hintergrund könnte die durch die umfassenden Reformen der Bankenaufsicht ausgelöste Komplexitätsspirale nicht ohne Folgen bleiben. Da die durch die Aufsicht entstehenden Kosten für die Banken zu einem erheblichen Teil Fixkostencharakter haben, ist zu befürchten, dass diese Komplexität ohnehin schon vorhandene Konzentrationstendenzen unterstützt. Tatsächlich gibt es auch empirische Befunde, die diese Befürchtung untermauern.¹⁵⁴ Als anekdotischer Befund sei darauf hingewiesen, dass nach den Angaben der Bundesbank die Zahl der Kreditgenossenschaften hierzulande von 1.212 im September 2008 auf 841 im Mai 2020 gesunken ist.

Diese Zustandsbeschreibung wird mittlerweile auch von den Aufsichtsbehörden geteilt. Und die Tatsache, dass der Thematik der Proportionalität in der CRR II eine größere Aufmerksamkeit geschenkt wurde, zeigt, dass die Kommission hier durchaus eine Gefahr sieht. Diese besteht zum einen in einem sich möglicherweise erschwerenden Kreditzugang durch mittelständische Unternehmen. Zum anderen sind aber auch höhere systemische Risiken zu beachten, die von einem sehr stark konzentrierten Bankensektor ausgehen könnten.

¹⁵⁴ Entsprechende Ergebnisse für den europäischen Bankensektor finden sich in IJtsma, Spierdijk und Shaffer (2017).

Ob die derzeit vorgesehen Erleichterungen in den Melde- und Veröffentlichungspflichten diesen Trend aufhalten werden, ist mehr als zu bezweifeln. Dies gilt auch deshalb, weil es fundamentale Gründe gibt, die zu einer Verstärkung von Kostendegressionseffekten im Bankensektor führen. Hier ist insbesondere das Stichwort Digitalisierung zu nennen. Allerdings haben die Genossenschaftsbanken und Sparkassen in Deutschland über ihre Verbundlösungen auch Instrumente in der Hand, diesen fundamental ausgelösten Konzentrationstendenzen entgegen zu wirken.

Bemerkenswert sind in diesem Zusammenhang auch die jüngst veröffentlichten Leitlinien der EBA zur Kreditvergabe und -überwachung.¹⁵⁵ Dieses immerhin 90 Seiten dicke Dokument, das den Banken und Aufsichtsbehörden Leitlinien für die Steuerung und Überwachung des Kreditvergabeprozesses an die Hand geben soll und zusätzlich zu den jeweils national geltenden Vorschriften, wie etwa die MaRisk in Deutschland, gilt, enthält eine Vorabbemerkung, wonach bei der Umsetzung bestimmter Vorschriften die Größe, die Komplexität und das Geschäftsmodell der zu überwachenden Bank berücksichtigt werden soll. Was das aber konkret bedeutet, bleibt unklar, womit für die Institute eine erhebliche Rechtsunsicherheit bestehen bleibt.

Insoweit ist die Frage, in welchem Ausmaß kleineren Banken ökonomisch relevante Erleichterungen in ihren Aufsichtskosten gewährt werden, durchaus von Bedeutung. Möglicherweise ist der jetzt realisierte Ansatz, diesen Instituten Melde- und Offenlegungspflichten in geringerer Frequenz vorzuschreiben, nicht weitreichend genug. Denn die notwendigen Datenerfassungssysteme müssen ja trotzdem aufrechterhalten werden, was gerade nicht zu einer Senkung der Fixkosten führt. Alternativ könnte man über die Abschaffung von bestimmten Melde- und Offenlegungspflichten nachdenken. Immerhin sind die Offenlegungspflichten in Art. 431 ff. CRR II hauptsächlich aus der Perspektive kapitalmarktorientierter Kreditinstitute gedacht. Bei diesen ist es für die Funktionsweise marktwirtschaftlicher Mechanismen zwingend erforderlich, dass die Kapitalmarktteilnehmer zeitnah über für die Risiko- und Ertragseinschätzung relevante Informationen verfügen. Sofern aber Kreditinstitute nicht kapitalmarktorientiert sind, erschließt sich die Bedeutung

¹⁵⁵ Vgl. EBA Final Report, Guidelines on Loan Origination and Monitoring, 29. Mai 2020, abrufbar unter <https://eba.europa.eu/eba-seeks-future-proof-loan-origination-standards-taking-consideration-significant-transition>.

dieser Offenlegungspflichten nicht völlig. Die Vorstellung, dass Einleger, deren Einlagen ohnehin von der Einlagensicherung geschützt sind, sich risikorelevante Informationen beschaffen, um davon ihre Entscheidung, bei welcher Bank man Guthabenkonto eröffnet, abhängig zu machen, ist realitätsfremd. Insofern sollte ein ernstgemeinter und effektiver Proportionalitätsgedanke die Abschaffung dieser Offenlegungspflichten für kleine und mittlere Banken in Erwägung ziehen, sofern diese nicht kapitalmarktorientiert sind.

Bei den Meldepflichten sind solche Ausnahmen schon schwieriger, weil diese den Kern der aufsichtsrechtlichen Vorschriften berühren. Immerhin gab es unter dem Stichwort „Small Banking Box“ bereits eine Diskussion zu dieser Frage. So hat eine Facharbeitsgruppe, in welcher das Bundesfinanzministerium, die BaFin, die Bundesbank und Vertreter der deutschen Kreditwirtschaft vertreten waren, ein entsprechendes Arbeitspapier ausgearbeitet.¹⁵⁶ Die genauen Inhalte dieses Papiers sind nicht öffentlich bekannt geworden, jedoch dürfte es im Wesentlichen darum gehen, kleine und nicht kapitalmarktorientierte Banken von Melde-, Offenlegungs- und Vergütungsvorschriften zu befreien.¹⁵⁷ Gerade im Hinblick auf die jetzt mit der CRR II zaghaft aufgenommene Diskussion über eine stärkere Proportionalität wäre eine Wiederaufnahme der Debatte um aufsichtsrechtliche Erleichterungen für kleine, nicht kapitalmarktorientierte Institute wünschenswert.

13.2 Verbriefungsmärkte und Risikotransfer

Die ökonomische Bedeutung von Verbriefungsmärkten wurde bereits in Abschnitt 8.3 und 11.2 diskutiert. Im Zusammenhang mit der Mittelstandsfinanzierung sei hier auf die folgenden drei Punkte in besonderer Weise hingewiesen.

13.2.1 Die Bedeutung von Risikotransferlösungen

Es ist zu beachten, dass zahlreiche Studien einen positiven Zusammenhang zwischen den Eigenkapitalquoten von Banken und ihrem Kreditvergabevolumen belegen.¹⁵⁸ Hierfür

¹⁵⁶ Vgl. hierzu Deutsche Bundesbank, Der aufsichtliche Überprüfungs- und Bewertungsprozess für kleinere Institute und Überlegungen zur Proportionalität, Monatsbericht Oktober 2017, S. 57.

¹⁵⁷ Vgl. Dombret (2017), Auf dem zu einer Small Banking Box – welches Geschäftsmodell braucht Regulierung? Vortrag auf dem Bayerischen Sparkassentag, Erlangen, 29. Juni 2017, verfügbar unter https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2017/2017_06_29_dombret.html.

¹⁵⁸ Beispielhaft siehe hier auf Gambacorta und Shin (2018), Kim und Sohn (2017), Behn, Haselmann und Wachtel (2016), Cohen und Scatigna (2016), Carlson, Shan und Warusawitharana (2013), Ivashina und Scharfstein (2010), und Gambacorta und Mistrulli (2004) verwiesen.

kommen unterschiedliche Erklärungsansätze in Frage, wobei die durch die Eigenkapitalquote determinierte Risikotragfähigkeit eine wesentliche Rolle spielt. Auch mit der Eigenkapitalquote in Verbindung stehende Liquiditäts- und Refinanzierungseffekte dürften einen Einfluss haben.

Vor diesem Hintergrund ist die seit Jahren anhaltende Schwäche des europäischen Bankensektors durchaus besorgniserregend. Insbesondere die fehlende Profitabilität und die damit verbundene stagnierende Eigenkapitalausstattung lassen nicht erwarten, dass es zu erheblichem Kreditwachstum kommt.¹⁵⁹ Dabei liegt der Engpass vermutlich eher nicht in einem fehlenden Zugang zu entsprechenden Refinanzierungsmöglichkeiten. Die EZB hat durch ihre vielfältigen Programme im Rahmen ihrer nicht konventionellen Geldpolitik ein Spektrum an direkten und indirekten Refinanzierungsmöglichkeiten geschaffen, das es so wohl noch nicht bei europäischen Banken gegeben hat. Dies dürfte dazu geführt haben, dass sich für Unternehmen mit niedrigen Ausfallrisiken der Kreditzugang in den letzten Jahren tendenziell sogar erleichtert hat.

Schwieriger ist die Situation hingegen dort, wo Banken aufgrund individueller oder gesamtwirtschaftlicher Ursachen mit erhöhten Ausfallrisiken rechnen müssen. Dies war bislang vor allem in den südeuropäischen Ländern ein relevantes Problem. Mit der durch Covid19 ausgelösten Rezession werden möglicherweise aber auch deutsche Unternehmen diese Kreditzurückhaltung zu spüren bekommen. Dies könnte sich spätestens dann bemerkbar machen, wenn die in Abschnitt 12.1 beschriebenen staatlichen Stützungsmaßnahmen auslaufen. Zudem zeigt sich in dem von der Bundesbank regelmäßig durchgeführten Bank Lending Survey seit April 2020 eine kontinuierliche Verschärfung der Kreditrichtlinien.¹⁶⁰

Berücksichtigt man weiterhin, dass viele Banken, insbesondere in den südeuropäischen Ländern, noch mit dem Abbau von Altlasten in Form von ausfallbedrohten Krediten beschäftigt sind, lassen sich die Schwierigkeiten, die die Banken mit der Aufrechterhaltung

¹⁵⁹ Diese strukturellen Probleme werden von der EZB in ihrem Financial Stability Review seit vielen Jahren angemahnt; vgl. beispielhaft die Ausgabe vom November 2019, abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr201911~facad0251f.en.html#toc1>.

¹⁶⁰ Ergebnisse und Hintergründe zum Bank Lending Survey der Bundesbank finden sich unter <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/geldpolitik/volkswirtschaftliche-analysen/-/bank-lending-survey-fuer-deutschland-602486>.

ihrer regulatorischen Kapitalpuffer haben werden, leicht erahnen.¹⁶¹ Der mit dieser abnehmenden Risikotragfähigkeit verbundenen Zurückhaltung lässt sich durch einen kostengünstigen Zugang zu unterschiedlichen Refinanzierungsinstrumenten nur begrenzt gegensteuern. Vielmehr müssten die Banken in die Lage versetzt werden, entweder externes Eigenkapital aufzunehmen oder Risiken aus ihren Bilanzen abzubauen.

Genau hier kommt die bereits unter Abschnitt 8.3 und 11.2 angesprochene Risikotransferfunktion von Verbriefungsmärkten ins Spiel, weshalb es auch kein Zufall ist, dass die Kommission bzw. die EBA ausgerechnet jetzt dem Thema synthetischer Verbriefungen eine erhöhte Aufmerksamkeit schenken. Da diese Märkte maßgeschneiderte Risikotransferlösungen für spezifische Kreditportfolios zur Verfügung stellen könnten, würden sie insbesondere dort für eine Eigenkapitalentlastung sorgen, wo diese nicht ohne weiteres durch andere marktgehandelte Instrumente erreicht werden kann. Dies dürfte besonders auf KMU Kreditportfolios zutreffen.¹⁶²

13.2.2 Geringe KMU-Verbriefungen

Wie schnell solche Risikotransferlösungen für Kreditportfolios realisierbar wären, ist eine offene Frage, deren Beantwortung nicht nur von den regulatorischen Rahmenbedingungen abhängt. So muss man erstens bedenken, dass der europäische Verbriefungsmarkt seit der globalen Finanzmarktkrise bzw. europäischen Staatsverschuldungskrise erheblich an Volumen verloren hat, wie bereits in Abschnitt 3 und 11 ausgeführt wurde. Zu einem guten Teil hängt dies sicherlich auch mit den geänderten Bedingungen für EZB-fähige Kreditsicherheiten und mit der unkonventionellen Geldpolitik der EZB zusammen. Trotzdem fehlt es diesem Markt derzeit an hinreichender Liquidität und Tiefe.

Und zweitens kommen die gehandelten Verbriefungsinstrumente zum weitaus größten Teil aus der Konsumenten- und Immobilienfinanzierung. Die Verbriefung von KMU-Kreditportfolios ist hingegen ein eher schmales Segment, das nach den Daten der AFME eine Größenordnung von 10 bis 15% der insgesamt ausstehenden Verbriefungsforderungen erreicht. Für die risikomäßige Entlastung der Bankbilanzen wären aber genau diese –

¹⁶¹ Zum aktuellen Stand des Abbaus von NPLs bei den europäischen Banken den Bericht der EBA von 2019, abrufbar unter <https://eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/npls>.

¹⁶² Empirische Evidenz dafür, dass der Zugang zu Verbriefungsmärkten die Kreditvergabe der Banken erleichtert, liefern Altunbas, Gambacorta und Marques-Ibanez (2009).

gegebenenfalls auch nur synthetische – Verbriefungen notwendig, einschließlich der Verbriefung von NPLs. Wie schnell sich hierfür ein hinreichend liquider Markt entwickeln kann, muss man noch sehen. Jedenfalls ist dafür mehr notwendig als allein die Schaffung besserer regulatorischer Rahmenbedingungen.

Erwähnt werden sollte hier auch, dass bei synthetischen Verbriefungen die Bedeutung von KMU-Krediten wesentlich größer ist. Nach den im Bericht der EBA zu synthetischen Verbriefungen erwähnten Zahlen waren 2018 etwa 19% des synthetisch verbrieften Volumens auf KMU-Kreditportfolio zurückzuführen.¹⁶³ Und weiteren 55% lagen Kredite an Großunternehmen zugrunde. Dies zeigt die besondere Bedeutung von synthetischen Verbriefungen für die Unternehmens-, und insbesondere für die KMU-Finanzierung.

13.3 Strukturelle Liquiditätsquote und Langfristkredite

Mit der Scharfstellung der NSFR wird die Fristentransformation von Banken in spürbarer Weise eingeschränkt. Die Bundesbank geht in ihrem jüngsten Basel-III-Monitoring-Bericht davon aus, dass die hiesigen Institute noch Mühe mit der Erfüllung der NSFR-Quote von 100% haben werden und ein Bedarf an stabiler Refinanzierung von 23 Mrd. Euro besteht.¹⁶⁴ Die EBA weist in ihrem Bericht zur strukturellen Liquiditätsquote darauf hin, dass im Jahr 2015 von den untersuchten 279 Banken lediglich 70 Prozent den erforderlichen Schwellenwert bei der strukturellen Liquiditätsquote erreicht haben. Daraus resultierte ein Fehlbetrag langfristiger Refinanzierungsmittel von knapp 600 Mrd. Euro.¹⁶⁵ Zwar ist ein aktualisierter Bericht erst für das Jahr 2021 vorgesehen, dennoch muss man davon ausgehen, dass einige Banken Schwierigkeiten bei der Erfüllung der NSFR haben werden. Hinzu kommt, dass es wegen der mit längeren Refinanzierungen verbundenen höheren Refinanzierungskosten zu einem Abschmelzen der Zinsmarge kommen könnte; dies würde jedenfalls für jene Banken gelten, die ihr Fristentransformationsrisiko nicht vollständig

¹⁶³ Vgl. Report on the STS Framework for Synthetic Securitisation und Article 45 of Regulation (EU) 2017/2402 vom 6. Mai 2020, abrufbar unter https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/News%20and%20Press/Press%20Room/Press%20Releases/2020/EBA%20proposes%20Framework%20for%20STS%20Synthetic%20Securitisation/883430/Report%20on%20framework%20for%20STS%20synthetic%20securitisation.pdf.

¹⁶⁴ Vgl. hierzu die Angaben der Deutschen Bundesbank zum Basel-III-Monitoring zum Stichtag 31. Dezember 2019, veröffentlicht am 10. Dezember 2020 und abrufbar unter <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/bankenaufsicht/rechtsgrundlagen/baseler-rahmenwerk/basel-iii-monitoring-598118>.

¹⁶⁵ Vgl. EBA (2015), Report on Net Stable Funding Requirements under Article 511 of the CRR, EBA-Op-2015-2, S. 47.

absichern.¹⁶⁶ Zudem werden wegen der Umsetzung des „Expected Credit Loss“-Modells nach IFRS 9 zusätzliche, mit der Restlaufzeit des Kredits steigende bilanzielle Eigenkapitalbelastungen auf die Banken zukommen, weil bei einer signifikanten Verschlechterung der Kreditqualität die Risikovorsorge auf der Basis eines „Expected Lifetime Loss“ berechnet werden muss.

Eine Möglichkeit zur Erfüllung dieser Vorgabe besteht darin, die Fristenstruktur bei den von der Bank emittierten Refinanzierungsinstrumenten anzupassen. Während dies bei Wohnimmobilienfinanzierungen wegen eines liquiden und gut etablierten Pfandbriefmarktes kein Problem darstellt, dürfte dies bei anderen Kreditportfolios wesentlich schwieriger sein. Eingedenk der Ausführungen im vorangegangenen Abschnitt werden auch hiervon wieder KMU-Kredite betroffen sein. Dies gilt jedenfalls solange, wie es nicht ohne weiteres möglich sein wird, entweder über Verbriefungen oder auch andere Schuldverschreibungen langfristige Refinanzierungen für diese Kredite sicherzustellen.

Damit besteht zumindest die Gefahr, dass es mit der Einführung der NSFR als bindende Schranke zu einer Verkürzung der Laufzeiten bei Unternehmenskrediten kommen könnte. Eine seriöse Prognose darüber, ob, und falls ja, in welchem Umfang, dies geschehen wird, lässt sich heute nicht abgeben. Denn dies wird maßgeblich auch davon abhängen, wie flexibel Banken die Fristigkeit in ihrer Refinanzierung anpassen können. In jedem Fall ergibt sich auch hier wiederum eine wichtige Schnittstelle zwischen der Mittelstandsfinanzierung und den Verbriefungsmärkten und deren Refinanzierungsfunktion.

¹⁶⁶ King (2013) schätzt, dass die Einhaltung der NSFR die Zinsmarge der Banken um bis zu 80 Basispunkte reduzieren könnte. Für eine kritische Auseinandersetzung mit der Notwendigkeit und den möglichen Verwerfungen von Liquiditätsvorschriften im Bankensektor vgl. Thakor (2018).

14 Schlussfolgerungen

In diesem Teil wurde gezeigt, wie umfassend sich die Bankenaufsicht in der EU in der letzten Dekade verändert hat. Wesentlich geprägt wurden diese Reformen durch die Erfahrungen aus der globalen Finanzmarktkrise, in der die systemischen Risiken unseres Bankensystems offengelegt wurden. Diese Reformen hatten zwei Ziele im Auge. Erstens sollte sich die Bankenaufsicht insgesamt, aber insbesondere die Eigenkapitalunterlegung, sehr viel stärker am tatsächlichen Geschäftsrisiko der Banken orientieren. Dies führte dazu, dass die Aufsicht nunmehr in weitreichender und detaillierter Weise in die quantitative Risikoermittlung eingreift. Zweitens sollte es durch eine Vereinheitlichung der Aufsicht auf europäischer Ebene zu einem besseren Risikoaus- und abgleich kommen und damit das System insgesamt stabilisiert werden.

Diese Reform der Bankenaufsicht führte zum einen zu einer deutlichen Komplexitätszunahme, wie hier gezeigt wurde. Zum anderen wurde auch die Risikotragfähigkeit des Bankensektors eingeschränkt. Beides wird nicht ohne Auswirkungen auf die Rolle der Banken in der Unternehmensfinanzierung bleiben. Diese Auswirkungen sind dort am stärksten, wo Substitutionsmechanismen, also ein Ausweichen auf alternative Formen der Unternehmensfinanzierung, nicht, oder jedenfalls nicht ohne Inkaufnahme zusätzlicher Kosten, vorhanden sind. Diese Substitutionsmechanismen fehlen insbesondere in der Mittelstandsfinanzierung. Die möglichen Wirkungsketten, die sowohl mit einer strukturellen Veränderung der Bankenlandschaft als auch mit veränderten Risikoeinschätzungen mittelständischer Kreditportfolios zu tun haben, wurden beschrieben und kritisch diskutiert.

Es wurde aber auch aufgezeigt, dass eine stärkere Verzahnung zwischen dem Bankensektor und den Kapitalmärkten mögliche negative Folgen für die Unternehmensfinanzierung abschwächen kann. Eine solche Verzahnung, wie sie insbesondere über gut funktionierende Verbriefungsmärkte hergestellt werden kann, würde es den Banken nämlich erleichtern, (mittelständische) Kredit- und Refinanzierungsrisiken zu übernehmen. Insoweit war die jetzt beschlossene Fortentwicklung der Verbriefungsmärkte durchaus folgerichtig. Allerdings hängt die Effektivität dieser Verzahnung auch davon ab, dass die Kapitalmärkte, und hier insbesondere die Verbriefungsmärkte, ein ausreichendes Maß an Breite und Tiefe

aufweisen. Nach heutigem Stand sind daran durchaus Zweifel angebracht, weshalb die Auswirkungen von Bankenunion und Basel III/IV auf die Mittelstandsfinanzierung im Auge zu behalten sind. Der durch die Covid19-Krise ausgelöste wirtschaftliche Abschwung stellt insoweit eine Bewährungsprobe für diese neue Aufsichtsarchitektur dar und man wird sehen, welche Lehren in den kommenden Jahren daraus zu ziehen sind.

Literatur

- Acharya, Viral V und Matthew Richardson. (2009). Causes of the Financial Crisis. *Critical Review* 21, Nr. 2–3: 195–210. doi:<https://doi.org/10.1080/08913810902952903>.
- Akerlof, Georg. (1970). The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics* 84: 488–500.
- Allen, Franklin, Elena Carletti und Robert Marquez. (2015). Deposits and bank capital structure. *Journal of Financial Economics* 118, Nr. 3 (1. Dezember): 601–619. doi:[10.1016/j.jfineco.2014.11.003](https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.11.003).
- Allen, Linda und Anthony Saunders. (2003). A survey of cyclical effects in credit risk measurement models. *BIS Working Papers*. BIS Working Papers. doi:[10.2139/ssrn.315561](https://doi.org/10.2139/ssrn.315561).
- Altunbas, Yener, Leonardo Gambacorta und David Marques-Ibanez. (2009). Securitisation and the bank lending channel. *European Economic Review* 53, Nr. 8 (November): 996–1009. doi:[10.1016/j.euroecorev.2009.03.004](https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2009.03.004).
- Bao, Jack, Maureen O’Hara und (Alex) Xing Zhou. (2018). The Volcker Rule and corporate bond market making in times of stress. *Journal of Financial Economics*. doi:[10.1016/j.jfineco.2018.06.001](https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.06.001).
- Basten, Christoph. (2019). Higher Bank Capital Requirements and Mortgage Pricing: Evidence from the Counter-Cyclical Capital Buffer. *Review of Finance* 24, Nr. 2 (6. Juni): 453–495. doi:[10.1093/rof/rfz009](https://doi.org/10.1093/rof/rfz009).
- Beck, Thorsten, Christoph Kaserer und Marc Steffen Rapp. (2015). Beteiligungs- und Kapitalmarktfinanzierung im deutschen Finanzsystem: Zustand und Entwicklungsperspektiven. Abschlussbericht für das BMWi. https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Publikationen/Studien/beteiligungsfinanzierung-kapitalmarktfinanzierung-deutsches-finanzsystem-zustand-entwicklungsperspektiven.pdf?__blob=publicationFile&v=3.
- Behn, Markus, Rainer Haselmann und Paul Wachtel. (2016). Pro-cyclical Capital Regulation and Lending. *Journal of Finance* 71, Nr. 2: 919–956. doi:[10.1111/jofi.12368](https://doi.org/10.1111/jofi.12368).
- Berg, Tobias, Bernhard Gehra und Michael Kunisch. (2011). A Certification Model for

- Regulatory Arbitrage: Will Regulatory Arbitrage Persist under Basel III? *The Journal of Fixed Income* 21, Nr. 2: 39–56. doi:10.3905/jfi.2011.21.2.039.
- Berg, Tobias und Martin Uzik. (2011). Auswirkungsstudie Basel III - Die Folgen für den deutschen Mittelstand. Gutachten im Auftrag des Bundesverbands mittelständische Wirtschaft. https://www.bvmw.de/fileadmin/pdf-archiv/basel_III_studie.pdf.
- Boot, Arnoud W. A. und Anjan V. Thakor. (2000). Can Relationship Banking Survive Competition? *The Journal of Finance* 55, Nr. 2 (April): 679–713. doi:10.1111/0022-1082.00223.
- Brunnermeier, Markus K, Luis Garicano, Philip R Lane, Marco Pagano, Ricardo Reis, Tano Santos, David Thesmar, Stijn Van Nieuwerburgh und Dimitri Vayanos. (2016). The Sovereign-Bank Diabolic Loop and ESBies. *American Economic Review* 106, Nr. 5: 508–512. doi:10.1257/aer.p20161107.
- Bühner, Thomas und Christoph Kaserer. (2002). The Structure of External Financing Costs and the Economies of Scale View: New Evidence from Seasoned Equity Offerings in Germany. *European Financial Management* 8, Nr. 3 (September): 315–358. doi:10.1111/1468-036X.00191.
- Burghof, Hans-Peter. (2000). Credit and Information in Universal Banking. *Schmalenbach Business Review* 52, Nr. 3 (9. Juli): 282–309. doi:10.1007/BF03396621.
- Carlson, Mark, Hui Shan und Missaka Warusawitharana. (2013). Capital ratios and bank lending: A matched bank approach. *Journal of Financial Intermediation* 22, Nr. 4 (Oktober): 663–687. doi:10.1016/j.jfi.2013.06.003.
- Cohen, Benjamin H. und Michela Scatigna. (2016). Banks and capital requirements: Channels of adjustment. *Journal of Banking & Finance* 69, Nr. Supplement 1 (August): S56–S69. doi:10.1016/j.jbankfin.2015.09.022.
- Diamond, Douglas W. (1984). Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *Review of Economic Studies* 51, Nr. 3: 393–414.
- Diamond, Douglas W und Philip H Dybvig. (1983). Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *Journal of Political Economy* 91, Nr. 3: 401–419.
- Dlugai, Thomas. (2018). *Der Einfluss von Steuern auf Kreditverbriefungen. Der Einfluss von*

Steuern auf Kreditverbriefungen. Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden.
doi:10.1007/978-3-658-19525-0.

Dowd, Kevin. (1992). *The Experience of Free Banking*. London and New York: Routledge.

Fisher, Irving. (1930). *The Theory of Interest*. 1. Aufl. New York: The Macmillan Co.

Freixas, Xavier und Jean-Charles Rochet. (2008). *Microeconomics of Banking*. Cambridge et al.: MIT Press.

French, Kenneth R., Martin N. Baily, John Y. Campbell, John H. Cochrane, Douglas W. Diamond, Darrell Duffie, Anil K. Kashyap, u. a. (2010). *The Squam Lake report: Fixing the financial system. The Squam Lake Report: Fixing the Financial System*. Princeton University Press. doi:10.1111/j.1745-6622.2010.00284.x.

Gambacorta, Leonardo und Paolo Emilio Mistrulli. (2004). Does bank capital affect lending behavior? *Journal of Financial Intermediation* 13, Nr. 4 (Oktober): 436–457. doi:10.1016/j.jfi.2004.06.001.

Gambacorta, Leonardo und Hyun Song Shin. (2018). Why bank capital matters for monetary policy. *Journal of Financial Intermediation* 35 (Juli): 17–29. doi:10.1016/j.jfi.2016.09.005.

Gerstenberger, Juliane. (2019). Kreditfonds auf Wachstumskurs – aber bisher noch Nischenanbieter. *KfW Research - Fokus Volkswirtschaft*.
https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwjdvb_WtInsAhUI3qQKHf8nAWwQFjAAegQIBxAB&url=https%3A%2F%2Fwww.kfw.de%2FPDF%2FDownload-Center%2FKonzernthemen%2FResearch%2FPDF-Dokumente-Fokus-Volkswirtschaft%2FFokus-2019%2FFokus-Nr.

Gischer, Horst. (1988). *Kreditmärkte, Investitionsentscheidung und Grenzen der Geldpolitik*. Baden-Baden.

---. (2018). Vom Geld zum Kredit - und zurück. In: *Bewegungsgesetze des Kapitalismus - Festschrift für Fritz Helmedag*, hg. von Horst Gischer, Jochen Hartwig, und Bedia Sahin, 151–164. Marburg: Metropolis Verlag.

Gischer, Horst, Bernhard Herz und Lukas Menkhoff. (2020). *Geld, Kredit und Banken. Geld, Kredit und Banken*. 4. Aufl. Berlin. doi:10.1007/978-3-662-49227-7.

- Gischer, Horst und Christian Ilchmann. (2017). CMU—a threat to the German banking sector? *Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung* 86, Nr. 1 (März): 81–94. doi:10.3790/vjh.86.1.81.
- . (2018). Banking sector diversity and socioeconomic structure—criteria for matching pairs. *Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung* 87, Nr. 4 (1. September): 39–54. doi:10.3790/vjh.87.4.39.
- Gischer, Horst, Christian Ilchmann und Bruno Kessler. (2019). Fallstricke der Europäischen Integration: Banken- und Kapitalmarktunion aus deutscher Perspektive. *ORDO*. doi:10.1515/ordo-2019-0011.
- Gischer, Horst, Christian Ilchmann und Toni Richter. (2017). „In Vielfalt vereint“ und „Subsidiarität“ – Grundprinzipien der Europäischen Union aus der Perspektive der Bankenunion. *List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik* 43, Nr. 3 (13. Dezember): 321–342. doi:10.1007/s41025-017-0080-8.
- Hackbarth, Dirk, Christopher A. Hennessy und Hayne E Leland. (2007). Can the Trade-off Theory Explain Debt Structure? *Review of Financial Studies* 20, Nr. 5: 1389–1428. doi:https://doi.org/10.1093/revfin/hhl047.
- Haddad, Valentin, Alan Moreira und Tyler Muir. (2021). When Selling Becomes Viral: Disruptions in Debt Markets in the COVID-19 Crisis and the Fed’s Response. *The Review of Financial Studies* forthc. doi:10.1093/rfs/hhaa145.
- Hallsten, Bertil. (1966). *Investment and Financing Decisions*. Stockholm.
- Hartmann-Wendels, T, A Pfingsten und M Weber. (2019). *Bankbetriebswirtschaftslehre*. 7. Aufl. Berlin Heidelberg New York: Springer.
- IJtsma, Pieter, Laura Spierdijk und Sherrill Shaffer. (2017). The concentration–stability controversy in banking: New evidence from the EU-25. *Journal of Financial Stability* 33 (1. Dezember): 273–284. doi:10.1016/j.jfs.2017.06.003.
- Ivashina, Victoria und David Scharfstein. (2010). Bank lending during the financial crisis of 2008. *Journal of Financial Economics* 97, Nr. 3 (September): 319–338. doi:10.1016/j.jfineco.2009.12.001.
- Jiang, John Xuefeng, Mary Harris Stanford und Yuan Xie. (2012). Does it matter who pays for

- bond ratings? Historical evidence. *Journal of Financial Economics* 105, Nr. 3 (17. April): 1–15. doi:<http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.04.001>.
- Jokipii, Terhi und Alistair Milne. (2008). The cyclical behaviour of European bank capital buffers. *Journal of Banking and Finance* 32, Nr. 8: 1440–1451. doi:10.1016/j.jbankfin.2007.12.001.
- Kacperczyk, Marcin und Philipp Schnabl. (2013). How safe are money market funds? *Quarterly Journal of Economics* 128, Nr. 3: 1073–1122. doi:10.1093/qje/qjt010.
- Kaserer, Christoph. (2000). Der Fall Herstatt 25 Jahre danach - Überlegungen zur Rationalität regulierungspolitischer Reaktionen unter besonderer Berücksichtigung der Einlagensicherung. *Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte* 86: 166–192.
- . (2006). Trends in der Bankenaufsicht als Motor der Überregulierung des Bankensektors - Anmerkungen aus einer politökonomischen Perspektive. *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 7, Nr. 1: 67–88. doi:<https://doi-org.eaccess.ub.tum.de/10.1111/1468-2516.00199>.
- . (2011). Solvency II und Basel III - Die Reform der europäischen Versicherungs- und Bankenregulierung und deren Auswirkungen auf die Unternehmensfinanzierung. Gutachten im Auftrag der Finanzplatz München Initiative (FPMI). https://www.fpmi.de/files/fpmi/downloads/de/Gutachten_im_Auftrag_der_fpmi.pdf.
- . (2015). Die Finanzierung der Realwirtschaft im Zeichen einer Kapitalmarktunion. Gutachten im Auftrag der FPMI.
- . (2017). Reformen im Banken- und Finanzsektor – eine internationale Perspektive. *ifo Schnelldienst* 70, Nr. 17: 10–13. <https://www.ifo.de/DocDL/sd-2017-17-2017-09-14.pdf>.
- . (2018). Novellierung der CRD IV/CRR – Implikationen für die Realwirtschaft. Gutachten im Auftrag der vbw - Vereinigung der Bayerischen Wirtschaft e.V.
- . (2019a). Kreditfinanzierung ohne Banken? - Zur aktuellen Entwicklung auf den Kreditmärkten. *Betriebs-Berater*, Nr. 47: 2797–2800.
- . (2019b). Stabilität der Eurozone und europäische Finanzmarktarchitektur. Gutachten im Auftrag der vbw - Vereinigung der Bayerischen Wirtschaft e.V.
- Kaserer, Christoph und Marcus Kraft. (2003). How Issue Size, Risk, and Complexity are

- Influencing External Financing Costs - German IPOs analyzed from an Economies of Scale Perspective. *Journal of Business Finance and Accounting* 30, Nr. 3–4: 479–512. doi:10.1111/1468-5957.00005.
- Kaserer, Christoph und Fabian Steiner. (2004). The Cost of Raising Capital - New Evidence from Seasoned Equity Offerings in Switzerland. *Financial Markets and Portfolio Management* 18, Nr. 1: 24-38.
- Kashyap, Anil K und Jeremy C Stein. (2004). Cyclical implications of the Basel II capital standards. *Economic Perspectives* 28, Nr. 1: 18–31.
- KfW. (2020). KfW-Mittelstandspanel 2020. www.kfw.de.
- Kim, Dohan und Wook Sohn. (2017). The effect of bank capital on lending: Does liquidity matter? *Journal of Banking and Finance*. doi:10.1016/j.jbankfin.2017.01.011.
- King, Michael R. (2013). The Basel III Net Stable Funding Ratio and bank net interest margins. *Journal of Banking and Finance*. doi:10.1016/j.jbankfin.2013.07.017.
- Lancaster, Kelvin J. (1966a). Change and Innovation in the Technology of Consumption. *American Economic Review* 56, Nr. Supp.: 12–23.
- . (1966b). A New Approach to Consumer Theory. *Journal of Political Economy*. doi:10.1086/259131.
- Lee, Inmoo, Scott Lochhead und Jay Ritter. (1996). The Cost of Raising Capital. *Journal of Financial Research* 19, Nr. 1: 59–74. doi:<https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1996.tb00584.x>.
- Markowitz, Harry M. (1952). Portfolio selection. *Journal of Finance* 7, Nr. 1: 77–91.
- Montagnoli, Alberto, Konstantinos Mouratidis und Kemar Whyte. (2020). Assessing the Cyclical Behaviour of Bank Capital Buffers in a Finance-Augmented Macro-Economy. *Journal of International Money and Finance* (11. August): 102256. doi:10.1016/j.jimonfin.2020.102256.
- Müller-Schmale, V. (2014). Crowdfunding: Aufsichtsrechtliche Pflichten und Verantwortung des Anlegers. *BaFin Journal*, Nr. Juni: 10–14.
- Nadauld, Taylor D. und Michael S. Weisbach. (2012). Did securitization affect the cost of

- corporate debt? *Journal of Financial Economics* 105, Nr. 2 (August): 332–352. doi:10.1016/j.jfineco.2012.03.002.
- o.V. (2018). Initial Coin Offerings: BaFin veröffentlicht Hinweisschreiben zur Einordnung als Finanzinstrumente. *BaFin Journal*, Nr. März: 19–21.
- Oxera Consulting. (2020). Primary and secondary equity markets in the EU - Final Report for the European Commission. Brussels. <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/54e82687-27bb-11eb-9d7e-01aa75ed71a1/language-en>.
- Petersen, Mitchell A. und Raghuram G. Rajan. (1995). The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships. *The Quarterly Journal of Economics* 110, Nr. 2 (1. Mai): 407–443. doi:10.2307/2118445.
- Pfnür, Elke. (2013). Die Einführung des Pfandbriefsystems in Bayern 1864. In: *Schlüsselereignisse der deutschen Bankengeschichte*, hg. von Dieter Lindenlaub, Carsten Burhop, und Joachim Scholtyseck, 136–154. Stuttgart: Franz Steiner Verlag.
- Reichling, Peter, Claudia Beinert und Antje Henne. (2005). *Praxishandbuch Finanzierung. Praxishandbuch Finanzierung*. Wiesbaden. doi:10.1007/978-3-322-84413-2.
- Repullo, Rafael und Javier Suarez. (2013). The procyclical effects of bank capital regulation. *Review of Financial Studies* 26, Nr. 2 (1. Februar): 452–490. doi:10.1093/rfs/hhs118.
- Rudolph, Bernd, Bernd Hofmann, Albert Schaber und Klaus Schäfer. (2012). *Kreditrisikotransfer - Moderne Instrumente und Methoden*. 2. Berlin Heidelberg: Springer. doi:10.1007/978-3-642-27231-8.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. (2021). Konjunkturprognose 2021 und 2022. Wiesbaden. <https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/konjunkturprognose-2021.html> (zugegriffen: 8. April 2021).
- Schackmann-Fallis, Karl Peter, Horst Gischer und Mirko Weiß. (2018). A case for boring banking and re-intermediation. *Applied Economics Quarterly*. doi:10.3790/aeq.64.3.199.
- Schneider, Dieter. (1990). *Investition, Finanzierung und Besteuerung*. 6. Aufl. Wiesbaden: Oldenburg.
- Spence, Michael. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*.

doi:10.2307/1882010.

Spremann, Klaus. (1990). Asymmetrische Information. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 60, Nr. 5: 561–586.

Stiele, Mike. (2008). *Wettbewerb im Bankensektor*. Wiesbaden: Springer.

Stiftung Familienunternehmen. (2019). *Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen*. 5. Aufl. München. doi:10.1002/ange.19090221216.

Stiglitz, Joseph E und Andrew Weiss. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review* 71, Nr. 3: 393–410.

Thakor, Anjan V. (2018). Post-crisis regulatory reform in banking: Address insolvency risk, not illiquidity! *Journal of Financial Stability* 37 (August): 107–111. doi:10.1016/j.jfs.2018.03.009.

Wenger, Ekkehard und Christoph Kaserer. (1999). The Political Economy of Banking Regulation and Its Impact on Competition - Some Considerations Regarding Germany's Banking System. In: *European Monetary Union Banking Issues: Historical and Contemporary Perspectives*, hg. von Irene Finel-Honigman, 163–187. Stamford CT: Jai Press.

Abkürzungsverzeichnis

- BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
- BGBl – Bundesgesetzblatt
- BIP – Bruttoinlandsprodukt
- BMWi – Bundesministerium für Wirtschaft und Energie
- BRRD – Richtlinie 2014/59/EU zur Sanierung und Abwicklung von Finanzinstituten
- BSSS – Balance-sheet synthetic securitization
- CDS – Credit Default Swap
- CLN – Credit Linked Note
- CRD IV – Richtlinie 2013/36/EU
- CRD V – Richtlinie 2019/878/EU
- CRR – Verordnung 575/2013
- CRR II – Verordnung 2019/876
- EBA – European Banking Authority
- EFSF – Europäische Finanzstabilisierungsfazilität
- EFSI – European Fund for Strategic Investment
- EIB – European Investment Bank
- EIF – European Investment Fund
- EIOPA – European Insurance and Occupational Pensions Authority
- ESMA – European Securities Markets Authority
- ESG – Environmental Social Governance
- ESM – Europäischer Stabilitätsmechanismus
- EU – Europäische Union
- EZB – Europäische Zentralbank

FED – Federal Reserve

FSB – Financial Stability Board

FVC – Financial Vehicle Corporations

G-SRI – Global systemrelevante Institute

IOSCO – International Organization of Securities Commissions

IRBA – Internal Ratings Based Approach

ISDA – International Swaps and Derivatives Association

ITS – Implementing Technical Standard

KfW – Kreditanstalt für Wiederaufbau

KMU – Kleine und mittelgroße Unternehmen

LGD – Loss given default (Verlustquote bei Ausfall)

MaRisk – Mindestanforderungen an das Risikomanagement (BaFin)

MFIs – Monetäre Finanzinstitute

NPL – Non-performing loans

NSFR – Net Stable Funding Ratio (strukturelle Liquiditätsquote)

RTS – Regulatory Technical Standard

SPV – Special Purpose Vehicle (Zweckgesellschaft)

SSM – Single Supervisory Mechanism

SREP – Supervisory Review and Evaluation Process

SRF – Single Resolution Fund

SRM – Single Resolution Mechanism

SRMR – Verordnung 806/2014 zur Errichtung eines einheitlichen
Abwicklungsmechanismus

STS – Simple, Transparent, and Standardised

TLAC – Total Loss-Absorbing Capacity

Diese Seite ist leer