



Reformagenda für den Finanzplatz Deutschland

14. September 2021

Viel Luft nach oben, dringender Handlungsbedarf

Autor

Jan Schildbach
+49 69 910-31717
jan.schildbach@db.com

Editor

Stefan Schneider

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

www.dbresearch.de

DB Research Management
Stefan Schneider

Der Finanzplatz Deutschland ist in den letzten Jahren international deutlich zurückgefallen. Das gilt für die Bankenbranche, aber auch für Vermögensverwalter und den Kapitalmarkt. Angesichts der volkswirtschaftlichen Bedeutung eines starken und stabilen Finanzsystems ist das ein Problem für Deutschland insgesamt. Dringenden Reformbedarf gibt es mindestens auf fünf Gebieten.

I) Aufsicht. Die bisherige Aufstellung hat sich als ungeeignet erwiesen, den Anforderungen gerecht zu werden, wie eine Vielzahl von immer neuen Skandalen und Missständen zeigt, von der Finanzkrise über Cum-Ex bis zu Wirecard. Das dürfte nicht zuletzt an Defiziten bei der Aufsichtskultur, der Qualifikation der Mitarbeiter und der Standortwahl liegen.

II) Strukturreform. Am deutschen Bankensystem sind die Reformen, die viele westliche Länder in den vergangenen Jahrzehnten vorgenommen haben, völlig vorbeigegangen. Die starre Separierung in drei Säulen hat eine weitergehende Konsolidierung und Privatisierung verhindert, das Vordringen ausländischer Wettbewerber begünstigt und einen fast beispiellosen Bedeutungsverlust deutscher Kreditinstitute im internationalen Vergleich zur Folge gehabt. Eine Flexibilisierung ist überfällig, um Risiken für die Kunden, Steuerzahler und die Finanzstabilität zu verringern.

III) Unternehmenssteuern. Deutschland hat seine Unternehmensbesteuerung seit über einem Jahrzehnt nicht reformiert, während quasi im Rest der Welt die Steuern gesenkt wurden. Gewinne von Kapitalgesellschaften werden hierzulande mit 30% besteuert, im internationalen Durchschnitt nur mit 22%. Das ist ein erheblicher Standortnachteil auch für Finanzinstitute.

IV) Brexit und Europa. Die Fragmentierung der EU-Kapitalmärkte hat durch den Brexit und den Verlust des größten Finanzzentrums, London, weiter zugenommen. Gleichzeitig ist es trotz Bankenunion immer noch nicht gelungen, einen echten Binnenmarkt für Bankdienstleistungen zu schaffen, da viele Regularien unverändert national angewendet und überwacht werden. Das schwächt alle Finanzinstitute in Europa und ist ein Grund, warum der Kontinent gegenüber der globalen Konkurrenz kontinuierlich an Boden verliert.

V) Sparen und private Altersvorsorge. Die Riester-Rente ist gescheitert. Gleichzeitig wird eine private und betriebliche Ergänzung der gesetzlichen Rente immer dringlicher. Das Niedrigzinsumfeld erschwert es zudem gerade der Mittelschicht, genügend Vermögen zu bilden. Statt jedoch die staatliche Förderung der Kapitalanlage auszuweiten, haben die Bundesregierungen der letzten zwei Jahrzehnte Freibeträge massiv gekürzt und die Steuerfreiheit bei langfristigen Aktienanlagen abgeschafft.

Die Wahlprogramme der wichtigsten Parteien, die möglicherweise an der nächsten Bundesregierung beteiligt sind, deuten allerdings nicht darauf hin, dass die Politik der strukturellen Sklerose und dem langjährigen Niedergang des Finanzstandorts Deutschland bald kraftvoll entgegenwirken wird, im Gegenteil.



Reformagenda für den Finanzplatz Deutschland

Der Finanzstandort Deutschland ist in den letzten Jahren im internationalen Vergleich stetig weiter zurückgefallen. Dies gilt insbesondere für die Bankenbranche, aber auch für die Vermögensverwaltung und den Kapitalmarkt. US-amerikanische, chinesische sowie zum Teil andere europäische Finanz-Ökosysteme haben Deutschland den Rang abgelaufen. Das liegt an einer Vielzahl von Faktoren – teilweise am höheren Wirtschaftswachstum im Ausland, teilweise an den Fehlern und der Passivität des Managements im Inland. Ein wesentlicher Grund waren jedoch auch von der Politik gesetzte Rahmenbedingungen, die den heimischen Finanzinstituten den Aufbruch in die Zukunft erschwerten. Angesichts der zentralen Bedeutung, die ein gesunder, kräftiger und innovativer Finanzsektor für das Wohlergehen einer Volkswirtschaft hat, ist das ein Problem nicht nur für die Branche als solche, sondern auch für Deutschland insgesamt. Die Bundestagswahl und die wahrscheinlich neu zusammengesetzte Bundesregierung bietet die Chance, die Versäumnisse der letzten Jahre (stellenweise Jahrzehnte) aufzuarbeiten und die strukturelle Sklerose in einem hierzulande ungeliebten, aber dennoch sehr wichtigen Wirtschaftszweig zu beenden. Das würde für mehr Wettbewerb & Wettbewerbsfähigkeit sorgen und neues Wachstum ermöglichen, von dem auch der Standort, die Kunden, Steuerzahler, Anleger und die Finanzstabilität profitieren würden.

In einer solchen Agenda-Reform gilt es, (unter anderem) diese Baustellen anzupacken: i) Aufsicht, ii) Strukturreform, iii) Unternehmenssteuern, iv) Brexit und Europa, v) Sparen und private Altersvorsorge. Im Folgenden gehen wir auf diese Punkte im Einzelnen ein.

I) Aufsicht

Es gibt wohl – leider – kaum eine Finanzaufsicht in den Industrieländern weltweit, unter deren Augen in den letzten 15 Jahren derart viele Finanzskandale stattgefunden haben und bei denen die Finanzaufsicht insgesamt ein so schlechtes, ja teilweise dysfunktionales Bild abgegeben hat, wie die deutsche Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Skandale, Versäumnisse, fehlende kritische Distanz hat es zwar in vielen Ländern gegeben:

- Enron, WorldCom, Subprime oder das Ponzi-System des Anlagebetrügers Bernard Madoff in den USA
- Den massenhaften Verkauf von überteuerten und häufig nutzlosen Restschuldversicherungen (Payment Protection Insurance, PPI) in Großbritannien
- Nachsicht mit kriselnden Instituten, die unter hohen notleidenden Krediten litten, u.a. in Italien und Griechenland.

Aber in den meisten Fällen sind die Defizite irgendwann erkannt und angepackt worden, hat es einen „Lerneffekt“ gegeben, um eine Wiederholung zu verhindern:

- In den USA wurden neue, schärfere Gesetze beschlossen (Sarbanes-Oxley Act, Dodd-Frank Act), bestimmte Aufsichtsbehörden ganz aufgelöst (Office of Thrift Supervision, OTS) und andere neu geschaffen (Consumer Financial Protection Bureau, CFPB).
- Gleiches gilt für Großbritannien, wo die Financial Services Authority (FSA) nach den schmerzhaften Erfahrungen der Finanzkrise aufgelöst und durch zwei neue Institutionen ersetzt wurde (Prudential Regulation Authority, PRA, und Financial Conduct Authority, FCA).
- Unter dem Druck der Aufsicht haben italienische und griechische Banken in den letzten Jahren intensiv am Abbau ihrer übermäßig großen NPL-Portfolios gearbeitet, Pakete an Investoren verkauft und damit ihre Bilanzen



Reformagenda für den Finanzplatz Deutschland

bereinigt. So ist die NPL-Quote in Italien von 18% 2015 auf 4,3% in Q1 2021 gesunken, bzw. von 47% 2017 auf 27% Ende 2020 in Griechenland.

- Auf europäischer Ebene hat sich am meisten getan – hier entstand die Bankenunion im Euroraum. Dabei wurde im Rahmen des Single Supervisory Mechanism (SSM) bei der EZB eine neue, gemeinsame Aufsichtsbehörde geschaffen, und ebenso eine neue Abwicklungsbehörde, das Single Resolution Board (SRB), zusammen mit einem Abwicklungsfonds (Single Resolution Fund, SRF). Diese Maßnahmen wirken auch in Deutschland.

Auf nationaler Ebene ist jedoch hierzulande die Liste der (aufgedeckten) Missstände länger als nahezu irgendwo sonst – dafür aber die Kontinuität (man könnte auch sagen, das Beharrungsvermögen) der Institutionen erstaunlich groß. Hier gab es in den letzten anderthalb Jahrzehnten unter anderem

- eine Vielzahl gescheiterter Banken in der Finanzkrise bzw. solchen, die umfangreiche Staatshilfen benötigten (IKB, Sachsen LB, diverse weitere Landesbanken, Hypo Real Estate (HRE), Commerzbank/Dresdner Bank).
- Cum-Ex-Geschäfte, die den deutschen Steuerzahler im Wesentlichen zwischen 2007 und 2012 mehrere Milliarden Euro gekostet haben dürften. Die Transaktionen galten zunächst als legales Steuerschlupfloch, wurden jedoch mittlerweile vom Bundesgerichtshof als Steuerhinterziehung und damit strafbar eingestuft.
- verschiedene Vorwürfe gegen deutsche Banken mit Blick auf Geldwäsche, Manipulation von Referenzzinssätzen und am Devisenmarkt, Fehlverhalten bei verbrieften US-Immobilienkrediten oder Sanktionsverstöße.
- den Wirecard-Skandal, die erste Insolvenz eines Dax-Konzerns, die Anleger viele Milliarden Euro kostete und einen erheblichen Vertrauensverlust (auch international) in den deutschen Finanzplatz, in Aufsicht und Wirtschaftsprüfer zur Folge hatte. Auf Seiten des Privatsektors führte der Fall Wirecard immerhin zur größten Reform des Regelwerks für den deutschen Aktien-Leitindex Dax.
- die Greensill-Insolvenz, die allein hierzulande bei einer Reihe von Kommunen, anderen Anlegern und über den Einlagensicherungsfonds auch bei den Banken zu Verlusten in Höhe von mehreren Milliarden Euro geführt haben dürfte, und das kaum wenige Monate nach dem Wirecard-Skandal.

In den meisten dieser Fälle spielte die deutsche Finanzaufsicht (im Wesentlichen die BaFin, aber teilweise auch die für die operative Bankenaufsicht zuständige Bundesbank) bei der Aufdeckung und Aufarbeitung keine oder nur eine Nebenrolle. Bei den Cum-Ex-Geschäften ebenso bei Wirecard war die BaFin offenbar frühzeitig über problematische Vorgänge informiert worden (manche Vorwürfe wurden sogar wiederholt öffentlich erhoben), unternahm aber kaum etwas. Bei Wirecard steht die BaFin außerdem in der Kritik, weil i) sie aktiv Maßnahmen ergriff, die der Aufklärung entgegenwirkten (sie stellte Strafanzeige gegen Enthüllungsjournalisten und verhängte für Wirecard-Aktien ein Leerverkaufsverbot), und weil ii) mehrere Mitarbeiter selbst bis zum Schluss mit Wirecard-Aktien und -Derivaten handelten, was der BaFin Vorwürfe des Insiderhandels und der zu laschen Compliance-Regeln zur Vermeidung von Interessenkonflikten eintrug. Es ist bemerkenswert, dass mittlerweile sogar die Staatsanwaltschaft offizielle Ermittlungen gegen die BaFin wegen ihrer Rolle im Wirecard-Skandal eingeleitet hat.

Insgesamt setzte der Deutsche Bundestag zur Aufklärung all dieser Fälle drei Untersuchungsausschüsse ein, zur Hypo Real Estate, zu Cum-Ex und Wirecard. Jahrelang haben sich die Abgeordneten damit beschäftigt. Und trotzdem hat sich in der ganzen Zeit an Struktur, Aufgaben oder Kompetenzen der Fi-



Reformagenda für den Finanzplatz Deutschland

nanzaufsicht (bislang) fast nichts geändert. Das ist erstaunlich – und beschämend, waren die vielen Vorfälle doch äußerst kostspielig (auch) für deutsche Anleger, Steuerzahler und katastrophal für das Ansehen des Finanzstandorts im Ausland.

Die Resistenz gegen offensichtlich notwendige, dringend gebotene Veränderungen scheint innerhalb der Institutionen, einschließlich Finanzministerium und Bundestag, zu dominant zu sein – oder gewesen zu sein, angesichts der aktuellen Bemühungen um eine grundlegende BaFin-Reform. Sie ist tatsächlich mehr als überfällig. Die personelle Erneuerung an der Spitze (der neue BaFin-Präsident hat sein Amt am 1. August angetreten) darf da nur ein allererster Schritt sein.

Hier kann nicht auf alle Defizite eingegangen werden, im Folgenden daher nur einige Schwerpunkte, die eine Reform angehen müsste, um erfolgreich zu sein:

- **Mentalität:** Offensichtlich fehlt es der BaFin an einem Selbstverständnis, das auch kriminalistischen Spürsinn und echte Prüferqualitäten umfasst („mehr Biss“), um mögliche Verstöße aufzudecken und rechtzeitig Gegenmaßnahmen zu ergreifen. Zu sehr hat die BaFin in den letzten Jahren den Eindruck erweckt, sich vor allem an Paragraphen und Formalitäten zu orientieren, statt mit einem gesunden Misstrauen Auffälligkeiten nachzugehen und insgesamt eine aktivere Rolle bei der Kontrolle der Nachhaltigkeit von Geschäftsmodellen zu spielen.¹ Das mag auch in ihrem bisherigen Mandat begründet sein – beispielsweise war die BaFin formal nicht für den Wirecard-Konzern als Ganzes, sondern lediglich für dessen Banktochter, die Wirecard Bank AG, zuständig – doch hätte der (begründete) Ruf nach einer Ausweitung ihrer Zuständigkeiten in der Politik unter Umständen Gehör gefunden. Und unabhängig von formaler Verantwortung für ein bestimmtes Finanzunternehmen und einzelne Geschäfte ist das Hauptziel der BaFin nach eigener Aussage, „ein funktionsfähiges, stabiles und integriertes deutsches Finanzsystem zu gewährleisten. Bankkunden, Versicherte und Anleger sollen dem Finanzsystem vertrauen können.“ Unter anderem soll die BaFin „die Gemeinschaft der Verbraucher schützen.“² Finanzstabilität und Verbraucherschutz sind also klar definierte Ziele, die jedoch in den letzten Jahren auch mangels eines kritischen, hinterfragenden und weniger formalistischen Blicks auf manche Institute und Geschäftspraktiken eklatant verfehlt worden sind.
- **Qualifikation der Mitarbeiter:** Für eine moderne, erfolgreiche Finanzaufsicht braucht es sowohl auf Leitungs- als auch auf Arbeitsebene
 - i) fachliche und persönliche Diversität
 - ii) ökonomischen Sachverstand
 - iii) praktische Erfahrung in Banken und an den Finanzmärkten
 - iv) internationale Erfahrung
 - v) Kompetenz in der Wirtschaftsprüfung und -beratung.

Auf all diesen Gebieten gibt es bei der BaFin erhebliche Defizite. An ihrer Spitze standen zuletzt fast ausschließlich Juristen – sie stellten fünf von sechs Mitgliedern des Direktoriums, einschließlich des Präsidenten und der Vizepräsidentin. Wirtschaftswissenschaftler spiel(t)en eine geringe, andere Fachrichtungen gar keine Rolle. Insgesamt wurde die BaFin in 16 der 19 Jahre ihrer Existenz von einem Juristen als Präsident geführt. Das bishe-

¹ Die BaFin leitete noch nicht einmal nach mehrfachen Presseberichten über angeblichen Bilanzbetrug bei Wirecard weitergehende Untersuchungen ein, sondern verhängte im Gegenteil sogar ein Leerverkaufsverbot für Wirecard-Aktien und zeigte die Journalisten wegen möglicher Marktmanipulation an.

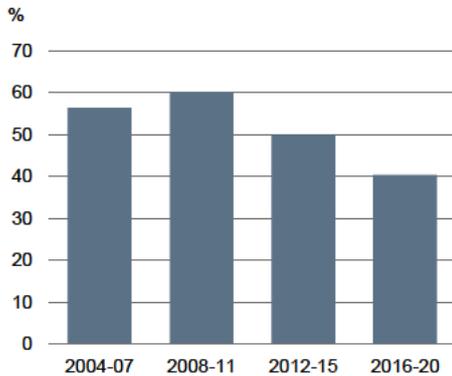
² Siehe https://www.bafin.de/DE/DieBaFin/AufgabenGeschichte/aufgabengeschichte_node.html, abgerufen am 7. September 2021.



Reformagenda für den Finanzplatz Deutschland

Anteil Juristen an den Neueinstellungen der BaFin im höheren Dienst

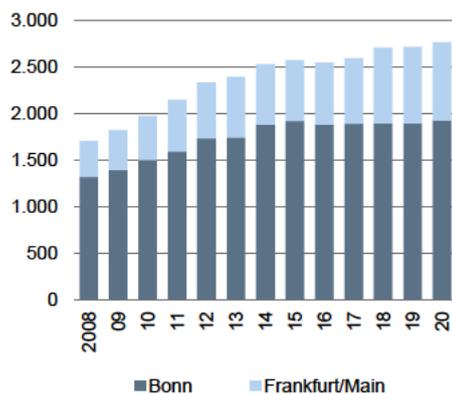
1



Quellen: BaFin, Deutsche Bank Research

Zahl der BaFin-Beschäftigten nach Standort

2



Quelle: BaFin

rige Direktorium hatte kein ausländisches Mitglied und fast keine Ausbildung oder Berufserfahrung im Ausland aufzuweisen, obwohl der Finanzsektor eine der globalsten Branchen überhaupt ist. Die Hälfte der Direktoriumsmitglieder stammte aus dem Bundesland, in dem die BaFin ihren Sitz hat.

Auf der Arbeitsebene sieht es nur auf den ersten Blick besser aus. Zwar machen „Volljuristen“ nur 26% der Gesamtbelegschaft aus, Wirtschaftswissenschaftler dagegen 42%. Jedoch sind bei den Beschäftigten im *höheren Dienst*, aus denen sich die Führungskräfte und Entscheider überwiegend rekrutieren, in den letzten Jahren³ die Hälfte aller neu eingestellten Mitarbeiter Juristen gewesen, wenn auch mit leicht abnehmender Tendenz. Was die fachliche Expertise beim kritischen Blick auf Bilanzen und Gewinn- & Ertragsrechnungen angeht, ist die Lage noch problematischer: Unter mehr als 2.700 Mitarbeitern insgesamt beschäftigt die BaFin gerade einmal fünf (!) Wirtschaftsprüfer.⁴ Auch wenn z.B. für die Aufsicht über Wirtschaftsprüfungsgesellschaften wie EY im Fall Wirecard andere Einrichtungen (Abschlussprüferaufsichtsstelle, APAS) zuständig sind: Das schränkt die Schlagkraft der BaFin bei der eigenständigen Aufdeckung von Fehlverhalten zwangsläufig erheblich ein.

- Standort: Im Zuge des Berlin/Bonn-Gesetzes über den deutschen Regierungssitz nach der Wiedervereinigung zogen auch die Vorgängerbehörden der BaFin aus Berlin bzw. Frankfurt/Main nach Bonn um. Daneben hat die BaFin zwar auch einen Sitz in Frankfurt, aber 70% der Mitarbeiter sitzen nach wie vor in Bonn (leicht rückläufiger Anteil in den letzten Jahren). Die Stadt Bonn ist jedoch nicht einmal Sitz einer eigenen Sparkasse, geschweige denn eines größeren, international tätigen Finanzinstituts. Gleiches gilt für Versicherungen (überwiegend in München oder Köln) oder den Wertpapierhandel (Frankfurt). Bonn hat als Finanzplatz keine Bedeutung und ist trotzdem – aus politischen Gründen – Sitz der Finanzaufsicht. London, Paris, Tokio, Peking, Madrid, Amsterdam, Sydney oder Moskau sind allesamt Sitz globaler Finanzunternehmen und gleichzeitig der jeweiligen Banken-/Finanzaufsicht. In den USA⁵ sitzt zwar keine größere Bank in Washington, DC, jedoch die gesamte Bundesregierung einschließlich der unabhängigen Bundesbehörden. Folglich ballt sich dort die komplette Aufsichts- und Regulierungskompetenz von Fed (Board), FDIC, OCC, SEC, CFTC und dem Finanzministerium, um nur die wichtigsten zu nennen. Außerdem sitzt in New York die größte regionale Fed, die über erhebliche Ressourcen und Erfahrung in der Beaufsichtigung der dort beheimateten Finanzinstitute verfügt. In Deutschland sitzt das Finanzministerium weitgehend in Berlin, die Notenbank in Frankfurt und die Finanzaufsicht in Bonn. Dass eine bedeutende Finanzaufsicht völlig allein auf weiter Flur sitzt, ist international ein Novum. In Bonn dürfte den BaFin-Mitarbeitern der intensive Austausch mit den beaufsichtigten Instituten als auch mit anderen Entscheidungsträgern fehlen, das Gespür für den Puls der Zeit. Aktuelle Entwicklungen lassen sich viel besser innerhalb eines Netzwerks, eines Clusters erspüren und verstehen als außerhalb, quasi vor allem durch schriftliche Kommunikation. Der dominante deutsche Finanzplatz ist nun aber einmal Frankfurt, nicht Bonn.

Ein weiteres Paradoxon: Die gemeinsame Aufsicht über systemrelevante, größere Banken im ganzen Euroraum wurde 2014 bei der EZB mit Sitz in

³ Seitdem die BaFin 2004 begann, die entsprechenden Daten zu veröffentlichen.

⁴ Vgl. Bundestag (2020).

⁵ Ähnlich ist die Lage in anderen Bundesstaaten wie Kanada, der Schweiz oder Brasilien.



Reformagenda für den Finanzplatz Deutschland

Frankfurt angesiedelt, sodass sich an diesem Standort zwar eine supranationale, aber nicht einmal die nationale Bankenaufsicht des Landes befindet, wenn man von der Beteiligung der Bundesbank einmal absieht.

- Zwar ist die absolute Zahl der Mitarbeiter international kaum vergleichbar aufgrund der unterschiedlichen Kompetenzen und Organisationsweisen der Finanzaufsicht (Einzelaufsichtsbehörden, Allfinanzaufsicht oder Aufsicht durch die Notenbank). Zumindest ist jedoch die Mitarbeiterzahl der BaFin in den zwei Jahrzehnten ihrer Existenz kräftig angestiegen; sie hat sich von unter 1.300 im Jahr 2002 auf fast 2.800 Ende 2020 mehr als verdoppelt. Personalknappheit lässt sich folglich nur schwer als Argument anführen.

II) Strukturreform

Das Drei-Säulen-System, d.h. die Marktaufteilung in drei völlig separate Teile des privaten, genossenschaftlichen und öffentlich-rechtlichen Bankgewerbes, ist älter als die Bundesrepublik Deutschland. Es hat zwar in Einzelfällen bereits Wechsel von einer Säule in die andere gegeben, so z.B. im Fall der früheren (öffentlich-rechtlichen) Landesbank von Hamburg und Schleswig-Holstein, der HSH Nordbank, die privatisiert wurde und mittlerweile als Hamburg Commercial Bank (HCOB) Teil der privaten Säule ist.

Solche Wechsel sind jedoch die absolute Ausnahme, die Trennung wird bisher sehr rigoros angewandt. Deutschland steht in dieser Hinsicht international mittlerweile weitgehend allein auf weiter Flur. In vielen westlichen Ländern wurden in den vergangenen Jahrzehnten starre Strukturen aufgebrochen, wurde privatisiert und konsolidiert, um Banken schlagkräftiger und fit für die wachsenden Ansprüche ihrer Kunden zu machen. Denn auch das Bankgeschäft ist mit der Zeit wesentlich komplexer geworden:

- Es sind neue Produkte entstanden (Derivate, Geldmarktfonds, Indexfonds/ETFs etc.).
- Die Finanzwelt ist im Einklang mit der Realwirtschaft international und global geworden, in der EU sind ein (wenn auch unvollkommener) Finanz-Binnenmarkt und eine Bankenunion entstanden.
- Die Regulierung ist spätestens seit der Finanzkrise außerordentlich intensiv geworden und hat sich durch die Baseler Regelwerke I-IV (und in Europa die Bankenunion) international zunehmend angeglichen.
- Die Digitalisierung bringt ganz neue Wettbewerber in den Markt, schafft gewaltige Skaleneffekte und ermöglicht eine Vielzahl neuer Anwendungen, vom Banking per Smartphone über Peer-to-Peer-Zahlungen, Kryptowährungen und digitales Zentralbankgeld bis zur Video-Beratung im heimischen Wohnzimmer, die viele Filialen überflüssig macht.

Die neuen Anforderungen – sowie die Krisen der Vergangenheit – haben in vielen Ländern zur Erkenntnis geführt, dass Banken professioneller, besser beaufsichtigt und insgesamt größer werden müssen. Dabei sind in den USA, in Frankreich, Italien, Spanien oder Schweden (also in vielen Fällen ebenfalls keine angelsächsisch geprägten Volkswirtschaften) bisherige Sparkassen und Genossenschaftsbanken privatisiert und/oder zusammengeführt und häufig an die Börse gebracht worden. Oft sind diese Institute in der Folge durch Fusionen und Übernahmen im In- und Ausland weiter gewachsen. In Ländern wie Italien, Spanien oder Irland hat es zudem krisenbedingt eine spürbare Konsolidierung gegeben.

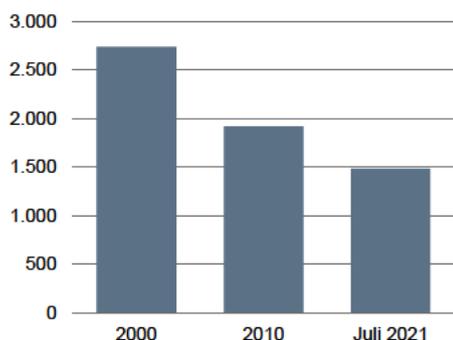
Lediglich in Deutschland hat sich strukturell sehr wenig getan. Zwar hat sich der Marktanteil der Landesbanken, gemessen an der Bilanzsumme, seit 2010 aufgrund von Schrumpfungsprozessen und der Umwandlung in private Banken



Reformagenda für den Finanzplatz Deutschland

Zahl der Banken in Deutschland

3

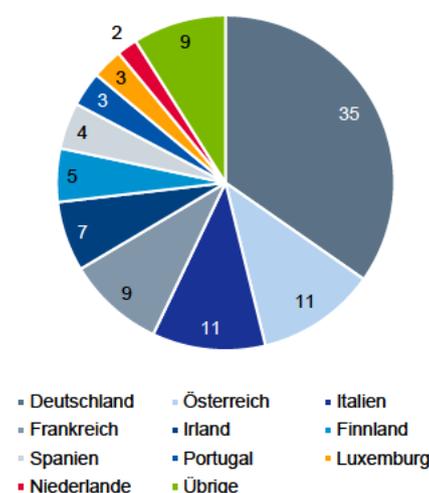


Quelle: Bundesbank

Zahl der Banken im Euroraum

4

Anteil in %, Jun 2021



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

(HCOB) oder Sparkassen (LB Berlin) von 18% auf 9% ungefähr halbiert. Gleichzeitig hat aber der Marktanteil der Sparkassen von 13% auf 16% und jener der Kreditgenossenschaften von 8% auf 12% zugelegt. Obendrein haben sich die staatlichen Förderbanken (einschließlich DZ Bank) von 14% auf 16% gesteigert. Insgesamt kommen diese öffentlich-rechtlichen oder nicht direkt dem Kapitalmarkt ausgesetzten Institute damit auf einen identischen Marktanteil wie vor einem Jahrzehnt.

Die Zahl der Kreditinstitute ist im selben Zeitraum zwar erheblich gesunken – um 23%. Am hohen Wert im europäischen und internationalen Vergleich hat sich jedoch nichts geändert. Weiterhin kommt Deutschland auf einen Anteil von 35% an allen Banken im Euroraum, bei einem Anteil am BIP/an der Bevölkerung von nur 29% bzw. 24%.

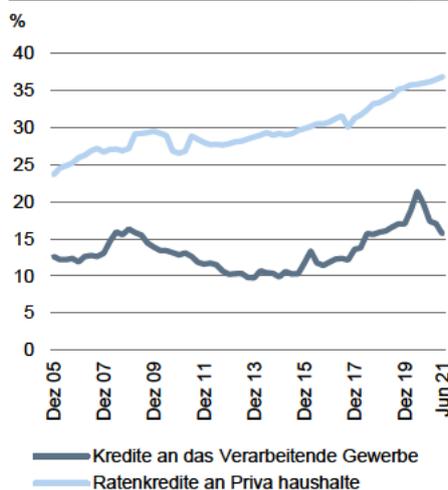
In den vergangenen 15 Jahren hat sich ein immer größerer Teil der Kundschaft in Deutschland ausländischen Banken zugewendet. Dazu beigetragen haben u.a.

- Die mangelnde Durchlässigkeit der Säulen des deutschen Systems und daraus resultierende starre Strukturen, gekoppelt mit einem weit geringeren Konsolidierungsgrad als in anderen Ländern
- Schwächen bei der Digitalisierung und teilweise mangelnde Agilität
- Nicht zuletzt der im internationalen Vergleich erhöhte Restrukturierungsbedarf und die Schrumpfung großer Teile der deutschen Kreditwirtschaft als Folge der Finanzkrise und der erheblich verschärften Regulierung.

Bei Krediten an Unternehmen und Selbstständige im Verarbeitenden Gewerbe beispielsweise stieg der Marktanteil der Auslandsbanken von 12,6% 2005 (nach dem Strukturbruch durch die Übernahme der Hypovereinsbank durch die italienische Unicredit) auf 16,3% vor der Finanzkrise. Dann nahm er erst wieder ab und kletterte in den letzten Jahren bis auf 17% vor der Corona-Krise, während der er kurzzeitig nach oben sprang und seitdem rückläufig ist. Bei Konsumentenkrediten an Privatkunden zeigte sich dagegen ein relativ stetiger Aufwärtstrend (2005: 24%, aktuell: 37%). Auch auf der Einlagenseite ging es in den letzten anderthalb Jahrzehnten sowohl bei Unternehmen als auch bei Privatpersonen insgesamt deutlich nach oben. Im Investmentbanking, insbesondere relevant für die Dax-Konzerne und den international aktiven Mittelstand, waren ausländische Institute schon früher stark vertreten, war die Messlatte für sie also wesentlich höher. Trotzdem haben sie sich hier ebenfalls kräftig gesteigert, etwa bei Aktienemissionen von 62% im Durchschnitt der Jahre 2005-07 auf 83% 2018-20 und bei Anleiheemissionen von 61% auf 71%.

Marktanteil ausländischer Banken

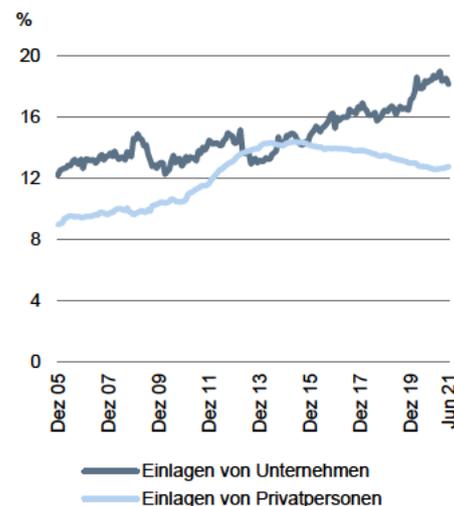
5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Marktanteil ausländischer Banken

6



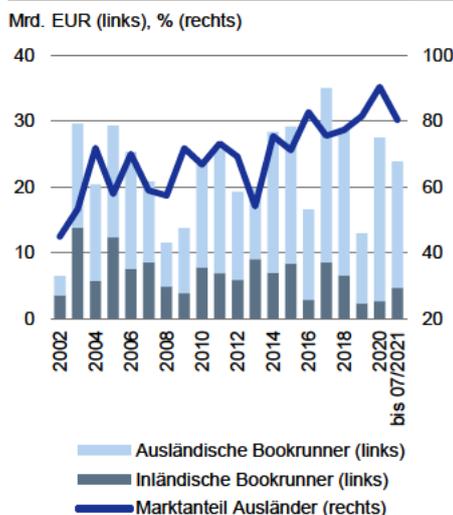
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research



Reformagenda für den Finanzplatz Deutschland

Eigenkapital-Emissionsvolumen in Deutschland

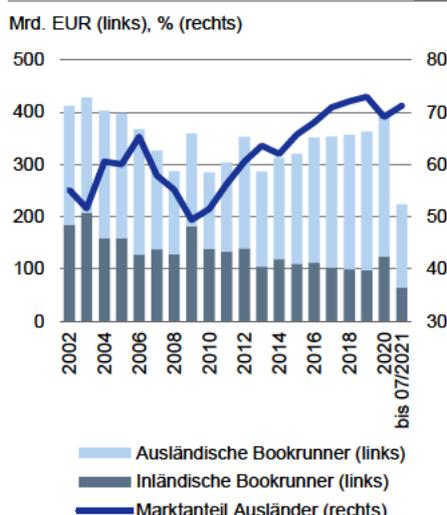
7



Quellen: Dealogic, Deutsche Bank Research

Emissionsvolumen festverzinslicher Wertpapiere in Deutschland

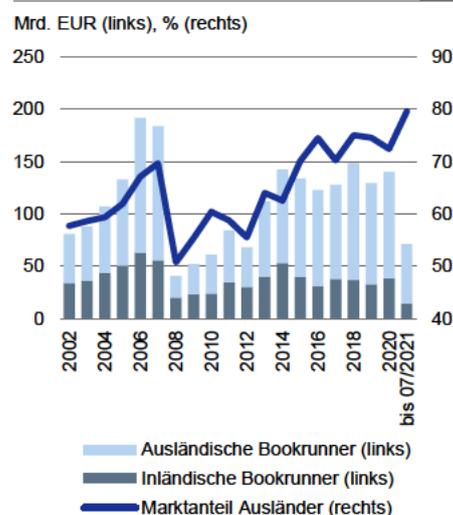
8



Quellen: Dealogic, Deutsche Bank Research

Konsortialkreditvolumen in Deutschland, Neugeschäft

9

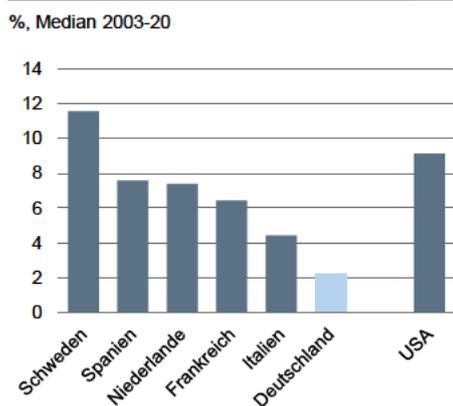


Quellen: Dealogic, Deutsche Bank Research

Der harte Wettbewerb hat einerseits hervorragende Konditionen für die Kunden zur Folge, belastet jedoch andererseits die Profitabilität der deutschen Banken massiv. Sowohl die Eigenkapitalrendite als auch die Aufwand-Ertrag-Relation weisen im langfristigen Median die schlechtesten Werte aller größeren EU-Länder auf. Innerhalb Deutschlands schneiden zwar die Retailinstitute – Sparkassen und Kreditgenossenschaften – noch am besten ab, das liegt aber nicht zuletzt am separat bei den Landesbanken (bzw. der DZ Bank) geführten Großkundengeschäft, welches bei den privaten Universalbanken, den Kreditbanken, mit unter dem gleichen Dach läuft.

Schlusslicht I: Eigenkapitalrendite deutscher Banken nach Steuern

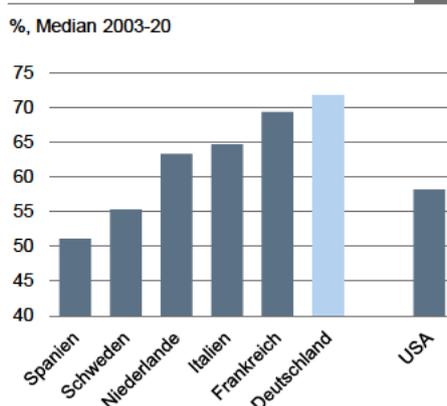
10



Quellen: EZB, FDIC, Deutsche Bank Research

Schlusslicht II: Aufwand-Ertrag-Relation deutscher Banken

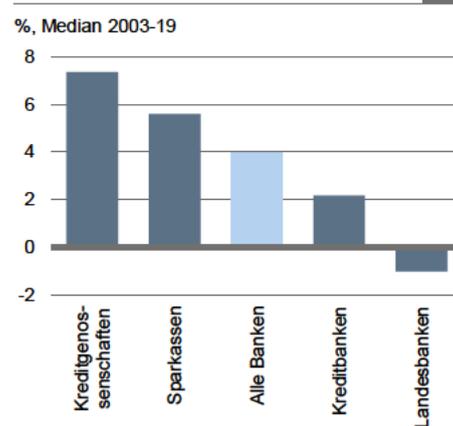
11



Quellen: EZB, FDIC, Deutsche Bank Research

Eigenkapitalrendite deutscher Bankengruppen nach Steuern

12



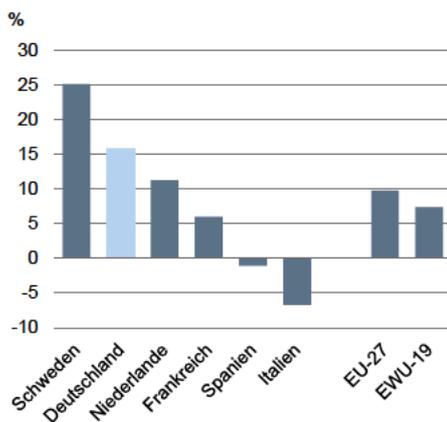
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Bemerkenswert ist darüber hinaus, dass die schwache Rentabilität in eine Zeit fällt, in der es der deutschen Volkswirtschaft ausgesprochen gut ging. Nicht zuletzt dank der Arbeitsmarktreformen der rot-grünen Regierung Anfang/Mitte der 2000er Jahre lag das Wirtschaftswachstum in Deutschland insbesondere seit der Finanzkrise im längerfristigen Vergleich (16% kumuliert seit 2010) deutlich über dem europäischen Durchschnitt (7,4% im Euroraum als Ganzes). Jedoch konnte nicht einmal der konjunkturelle Rückenwind dem deutschen Bankensek-



Reformagenda für den Finanzplatz Deutschland

Reales BIP-Wachstum 2010-20, kumuliert **13**



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

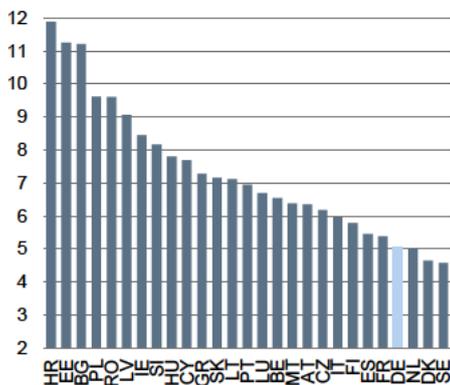
tor zu höheren Gewinnen verhelfen. Angesichts des bevorstehenden demografischen Wandels, des mittlerweile aufgelaufenen Investitions- und Reformstaus und der sich abzeichnenden Rückschläge bei der Globalisierung dürften sich allerdings die gesamtwirtschaftlichen Vorzeichen in den nächsten Jahren umkehren. Das würde die ohnehin mit sehr geringen Profitabilitätspolstern operierende deutsche Bankenbranche mit voller Wucht treffen.

Der chronische Reformstau bei den Strukturen des deutschen Bankensystems schwächt am Ende alle Institute und führt auch zu erheblichen Risiken für die Kunden, Steuerzahler und die Finanzstabilität. Nicht ohne Grund waren deutsche Finanzinstitute von der Finanzkrise besonders stark betroffen, obwohl ihr Heimatmarkt verhältnismäßig gut dastand. Und nicht ohne Grund waren Rettungsaktionen für deutsche Banken bis in die jüngste Vergangenheit (siehe NordLB 2019) für den Staat häufig kostspielig und ein Ausstieg unmöglich – siehe Commerzbank sowie fast alle Landesbanken. Selbst die (Re-)Privatisierung der aus der HRE hervorgegangenen Deutschen Pfandbriefbank und der HSH Nordbank/HCOB war und ist mit hohen Verlusten für die öffentliche Hand verbunden. In vielen Ländern sieht das ganz anders aus, etwa in

- Großbritannien (erfolgreiche vollständige Rückführung der Staatshilfen/ Staatsbeteiligung an der Lloyds Banking Group),
- Frankreich (BNP Paribas, Société Générale),
- Schweiz (UBS),
- Schweden (Nordea),
- Niederlande (ING),
- Belgien (KBC),
- USA (sämtliche Großbanken)
- und sogar in Irland, wo der Prozess auf einem guten Weg ist.

Leverage-Ratio* **14**

%, Q1 2021, bei Vollanwendung von Basel III



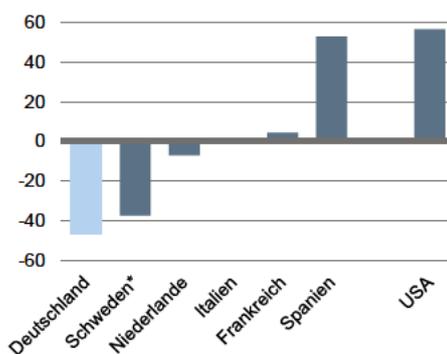
* basierend auf einer Stichprobe von insgesamt 161 Banken

Quelle: EBA

Die geringe Profitabilität der deutschen Banken und die Tatsache, dass sich ein Großteil von ihnen im Ernstfall keine frischen Mittel am Kapitalmarkt besorgen kann, führt zu einer – jedenfalls aus bilanzieller Perspektive – eher schwachen Eigenkapitalausstattung: Die Leverage-Ratio ist mit einem Wert von durchschnittlich 5,0% in kaum einem EU-Staat so niedrig wie hierzulande. Das stellt ein permanentes latentes Risiko für die Finanzstabilität, die anderen Institute (über die Einlagensicherung) und die Steuerzahler dar.

Schlusslicht Deutschland: Auslandsforderungen der Banken **15**

Veränderung seit Q2 2009 in %



* Bruch in der Statistik durch Verlagerung des Sitzes von Nordea nach Finnland in Q4 2018.

Quellen: BIZ, Deutsche Bank Research

Außerdem sind vor allem deutsche Firmenkunden immer wieder vom plötzlichen Rückzug ausländischer Banken in Krisenzeiten betroffen. So haben die Auslandsbanken ihr Kreditvolumen mit dem Verarbeitenden Gewerbe im Nachgang der Finanzkrise, zwischen 2008 und 2013, mehr als halbiert; ihr Marktanteil im bestehenden Geschäft ist innerhalb dieses relativ kurzen Zeitraums um ganze 6½ %-Punkte auf weniger als 10% eingebrochen. Ähnlich prozyklisch ist das Verhalten aktuell in der Corona-Krise: Vor gut einem Jahr lagen die ausländischen Institute beim Kreditwachstum mit Unternehmen und Selbstständigen dank eines fast zweistelligen Plus noch an der Spitze aller Bankengruppen, mittlerweile jedoch bilden sie mit Abstand das Schlusslicht aufgrund eines heftigen Kreditrückgangs (-11,4% ggü. Vorjahr).

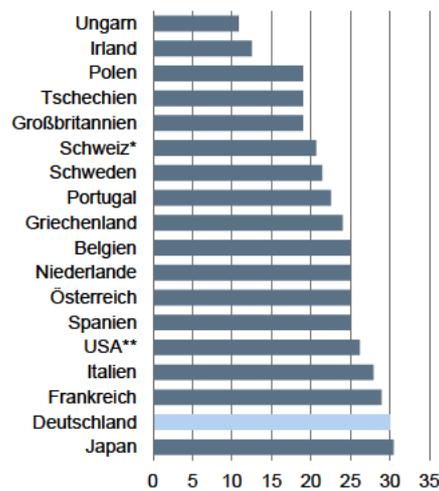
Übrigens steht der – trotz aller Volatilität – langfristig steigende Marktanteil ausländischer Institute in Deutschland im scharfen Kontrast zur Rolle der deutschen Banken im Ausland. Während diese vor der Finanzkrise von allen Bankensektoren weltweit die höchsten Forderungen gegenüber dem Ausland hatten (einschließlich der dortigen Tochtergesellschaften), war der Rückzug auf den Heimatmarkt seit dem Ende der Finanzkrise im Sommer 2009 beispiellos. Für deutsche Banken steht ein Rückgang um rund die Hälfte zu Buche (in nominalen



Reformagenda für den Finanzplatz Deutschland

Unternehmensbesteuerung international 16

Gewinnbesteuerung bei Kapitalgesellschaften
2020 in %

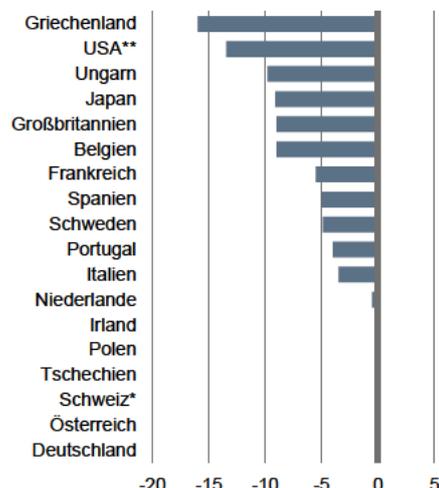


* Zürich
** Staat New York

Quelle: Bundesfinanzministerium

Schlusslicht Deutschland: Steuerentlastung für Unternehmen seit 2010 17

Steuersatz für Gewinne von Kapitalgesellschaften,
Veränderung in %-Punkten



* Zürich
** Staat New York

Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Größen – real war er also noch viel stärker). Dagegen konnten die meisten anderen europäischen Bankensektoren ihr Auslandsportfolio ungefähr halten, Spanien es sogar um rund die Hälfte ausweiten. Schweden ist zwar das einzige Land, das auf den ersten Blick eine ähnliche Entwicklung aufweist wie Deutschland. Hier ist das Minus aber ein rein statistisches, denn die damals größte schwedische Bank Nordea – mit umfangreichem Skandinaviengeschäft – verlegte Ende 2018 ihren Hauptsitz nach Finnland und ihre Auslandsforderungen wechselten das „Heimatland“ dementsprechend mit. Ohne diesen Bruch wäre der Wert für Schweden vermutlich angestiegen. Außereuropäische Bankensektoren kommen ohnehin auf meist viel höhere Wachstumsraten.

Die Rückbesinnung deutscher Institute auf den Heimatmarkt war in der Regel aus der Not geboren, weil sie sich nach der Finanzkrise auf ihr Kerngeschäft konzentrieren und Eigenkapital aufbauen mussten sowie unter politisch-regulatorischem Druck standen. Der Schritt war jedoch nicht erfolgreich, wenn man den zunehmenden Einfluss der Auslandsbanken im deutschen Markt betrachtet. Gleichzeitig hat die Re-Nationalisierung dazu beigetragen, dass deutsche Banken von der höheren Dynamik in anderen Weltregionen (insbesondere Asien und Nordamerika) und den dort auch häufig höheren Margen immer weniger profitieren konnten. Insofern gerieten die Banken durch die Schrumpfung im Ausland teilweise in einen Teufelskreis aus weiterer Schwächung und steigender Abhängigkeit vom relativ unprofitablen Heimatmarkt, was wiederum zu einem fortgesetzten Abbau von Randaktivitäten vorzugsweise im Ausland führte. Erst in den letzten Jahren scheint dieser Prozess langsam zu einem Ende gekommen zu sein.

III) Unternehmenssteuern

Gewinne von Kapitalgesellschaften werden in Deutschland mit einem Gesamt-Steuersatz von 30% belastet (Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer, Solidaritätszuschlag) und damit weit mehr als im internationalen Durchschnitt von 22%.⁶ Außerdem ist die Unternehmensbesteuerung in Deutschland seit mehr als einem Jahrzehnt nicht reformiert worden. Seit der Finanzkrise und der Großen Rezession wurden quasi im Rest der Welt die Steuersätze gesenkt, vor allem überall dort, wo sie ursprünglich höher lagen als in Deutschland, um den jeweiligen Standort attraktiver und die Unternehmen wettbewerbsfähiger zu machen.⁷ Nur Deutschland stand in diesem sehr dynamischen Umfeld steuerpolitisch buchstäblich still, geprägt von Selbstzufriedenheit und Desinteresse an Wirtschaftspolitik.⁸ Die hohen Steuern (für Unternehmen, hinzu kommt eine ebenfalls beträchtliche Belastung des Faktors Arbeit mit Steuern und Sozialabgaben) sind eine weitere Hürde für die deutsche Bankenbranche – wie für die übrige Wirtschaft auch – und wirken im internationalen Standortvergleich abschreckend auf ausländische Finanzinstitute, die gerade im Kapitalmarktgeschäft sehr mobil sind.

⁶ Ungewichtet, für 33 betrachtete Industrieländer.

⁷ Niedrigere Unternehmenssteuersätze müssen auch nicht notwendigerweise zu geringeren Steuereinnahmen führen, sondern die Ausfälle können unter Umständen durch höhere Investitionen und Beschäftigung kompensiert werden. Vgl. z.B. ifo (2021).

⁸ So weist das Bundesfinanzministerium in seinem aktuellen internationalen Steuervergleich zwar darauf hin, dass für Unternehmen bei der Standortwahl nicht nur die Höhe der Belastung relevant sei, sondern „auch die ‚Leistungsseite‘ eines Standorts, wie etwa Infrastruktur, Qualifikation der Fachkräfte, öffentliche Sicherheit und eine effiziente Verwaltung.“ Das erklärt jedoch nicht, warum Deutschland auf diesen Gebieten so viel besser sein soll als praktisch alle anderen Industrieländer. Vgl. Bundesfinanzministerium (2021).



IV) Brexit und Europa

Die europäische Integration hat mit dem Brexit einen schweren Rückschlag erlitten. Umso wichtiger ist nun das stärkere Zusammenwachsen und die Realisierung eines echten Finanzbinnenmarkts der verbliebenen EU-Mitglieder. Mit dem Verlust des größten Finanzplatzes – London – wird die Fragmentierung der übrigen Finanzplätze in der EU noch deutlicher, wie auch die Notwendigkeit der Überwindung weiter bestehender Hemmnisse für grenzüberschreitendes Geschäft.

So gibt es im *Bankensektor* selbst innerhalb der Bankenunion im Euroraum immer noch eine Vielzahl von Vorschriften, die national umgesetzt werden müssen und deren Anwendung von nationalen Behörden zumindest teilweise mit überwacht wird.⁹ Außerdem gibt es Bereiche, die bislang weitgehend national organisiert sind, wie die Bekämpfung von Finanzkriminalität, einschließlich Geldwäsche (hier strebt die EU aktuell nach mehr Kompetenzen). Das führt z.B. dazu, dass Banken nicht einfach ein Produkt zentral entwickeln und dann in 27 Ländern vertreiben können, sondern zu jeweils national angepassten Produkten, was einen wesentlich höheren Aufwand bedeutet und im Ergebnis viele Banken abschreckt, überhaupt in bestimmten Märkten aktiv zu sein.

Sogar noch schwerwiegender ist die Fragmentierung der *Kapitalmärkte*. Hier gibt es nicht einmal eine zentrale direkte Aufsichtsbehörde wie bei den Banken (die ESMA hat bei Weitem nicht dieselben Befugnisse wie die Bankenaufsicht der EZB). Hier herrschen individuelle Unterschiede im Unternehmens- und Wertpapierrecht oder bei den Insolvenzregelungen, was einen einheitlichen Kapitalmarkt verhindert, trotz des 2014 von der EU-Kommission ausgerufenen Ziels einer europäischen Kapitalmarktunion. Obwohl diesbezüglich in der Zwischenzeit ein paar Erfolge erzielt worden sind (u.a. Erleichterung von Verbriefungstransaktionen, neue Prospektrichtlinie), sind große Hindernisse für einen echten Kapitalbinnenmarkt weiterhin nicht ausgeräumt.¹⁰ Nach Daten der EZB für die EWU ist die Integration am Anleihemarkt – neben den Banken – am weitesten fortgeschritten. Dabei dürften die großen Kaufprogramme der EZB geholfen haben. Dennoch ist die Integration aktuell gerade einmal auf dem gleichen Stand wie vor 20 Jahren, am Beginn der Währungsunion, nach heftigen Rückschlägen im Zuge der Finanz- und der Staatsschuldenkrise. Der Geldmarkt und die Aktienmärkte sind heute sogar weniger integriert als damals.

Europäische Finanzmarktintegration:
Kaum stärker als vor 20 Jahren

18

Gesamtindikator; 1 = volle Integration, 0 = maximale Fragmentierung; bis Februar 2021

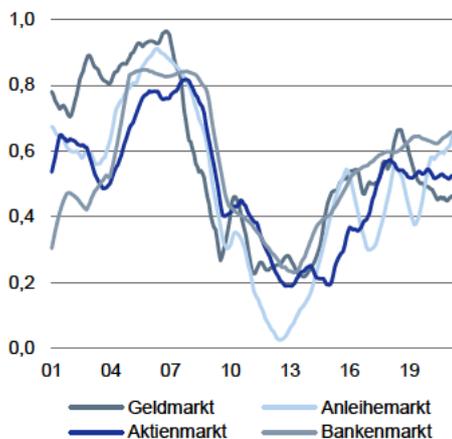


Quelle: EZB

Finanzmarktintegration - Einzelindikatoren

19

Gleitender 12-Monats-Durchschnitt; bis März 2021

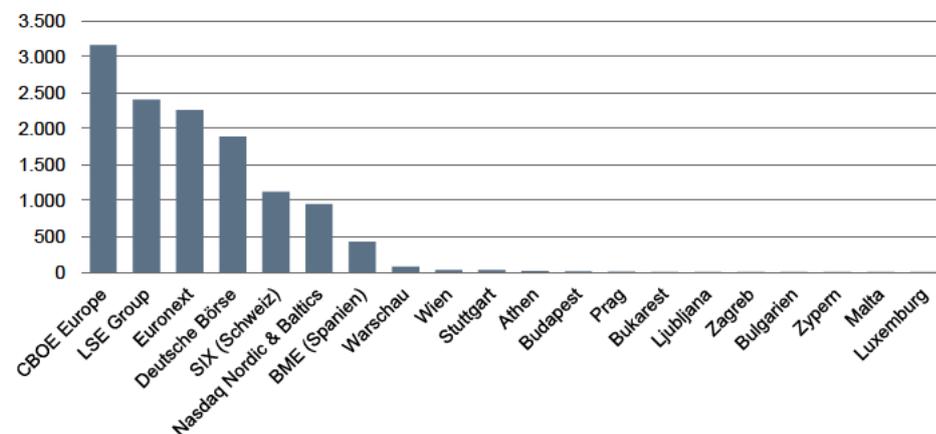


Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Fragmentiert: Aktien-Handelsvolumen an europäischen Börsen*

20

Mrd. EUR, 2020



* elektronisches Orderbuch + OTC (negotiated deals)

Quellen: WFE, Deutsche Bank Research

⁹ Zum Stand der Bankenunion siehe etwa Mai (2021).

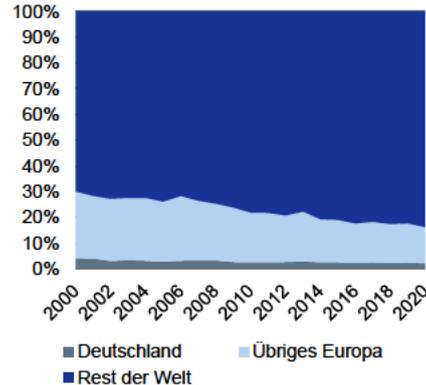
¹⁰ Ein aktueller Überblick findet sich z.B. bei Bruegel (2021).



Reformagenda für den Finanzplatz Deutschland

Aktienmarkt: Deutschland & Europa auf dem Weg in die Bedeutungslosigkeit 21

Anteil an der globalen Marktkapitalisierung zum Jahresende in %



Quellen: WFE, Deutsche Bank Research

Die anhaltende Fragmentierung schwächt am Ende alle beteiligten Institute – Banken, Versicherungen, Fondsmanager, Börsen – ebenso wie sie die Vorteile für Kunden reduziert. Auch wenn es nicht allein in der Hand der deutschen Politik liegt, sondern nur gemeinsam mit den europäischen Partnern gelingen kann, sollte das Ziel eines einheitlichen, integrierten und schlagkräftigen Kapitalmarkts daher mit größerer Entschlossenheit verfolgt werden.

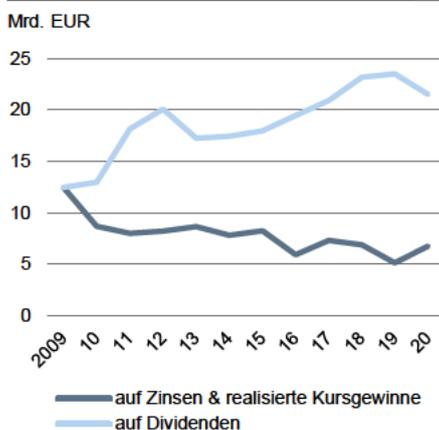
Nicht zuletzt stehen Deutschland und Europa auch mit internationalen Finanzzentren im Wettbewerb, die in den letzten Jahren immer mehr an Gewicht gewonnen haben – an der Spitze die Finanzplätze in den USA und China. Diese haben ihren jeweiligen Volkswirtschaften als Finanzierungs- und Anlagevehikel in jüngster Zeit viel Schwung verliehen (man denke etwa an den Boom der Tech-Firmen in beiden Ländern, erst bei Börsengängen, anschließend bei der Kursentwicklung). Europa, inkl. Großbritannien und der Schweiz, hat unterdessen zwar nicht stagniert, ist aber doch deutlich zurückgefallen. So hat sich sein Anteil an der globalen Aktienmarktkapitalisierung in den vergangenen 20 Jahren in etwa halbiert, auf nur noch 16%. Insbesondere Deutschland bleibt unter seinen Möglichkeiten: Es kommt als immer noch viertgrößte Volkswirtschaft auf einen Anteil am weltweiten BIP von 4,5%, jedoch nur auf 2,18% der Marktkapitalisierung, also weniger als die Hälfte.

V) Sparen und private Altersvorsorge

Der Sparerfreibetrag betrug bis 1999 mitsamt der Werbungskostenpauschale D-Mark 6.100 (EUR 3.119) für Alleinstehende, für Verheiratete das Doppelte. Seitdem wurde er mehrmals de facto halbiert und liegt heute, mittlerweile Sparerpauschbetrag genannt, nur noch bei rund einem Viertel des damaligen Werts: EUR 801. Und das bei einer Inflation von kumuliert 34%. In realen Größen, in Preisen von 1999, entspricht der Freibetrag also sogar nur noch EUR 597 – pro Jahr. Darüber hinaus wurde auch die Steuerfreiheit von Kursgewinnen bei Aktien ab einer Haltedauer von mehr als 12 Monaten, die sogenannte Spekulationsfrist, mit der Einführung der Abgeltungsteuer zum 1.1.2009 abgeschafft. Zwar reduzierte sich damals der Steuersatz für viele Anleger, das wurde aber weitgehend durch die Abschaffung des Halbeinkünfteverfahrens für Dividenden und steuerpflichtige Kursgewinne bei Aktien kompensiert.

Insgesamt greift der Fiskus also bei Kapitalerträgen von Privatpersonen in der Breite früher und stärker zu. Gleichzeitig haben sich diese seit 2009 gemischt entwickelt. Einerseits sind die Dividenden beträchtlich gestiegen, da sich die Profitabilität deutscher Unternehmen erhöht hat. Andererseits sind die Zinseinnahmen der Haushalte eingebrochen, angesichts von Null- und zunehmend auch Negativzinsen selbst auf Girokonten ab dem ersten Euro infolge der extrem lockeren Geldpolitik der EZB. Dementsprechend haben sich seit 2009 die Einnahmen des Staates aus der Abgeltungsteuer bei Zinsen (einschließlich realisierter Kursgewinne) grob gesprochen halbiert, bei Dividenden dagegen verdoppelt, wenn man vom vorübergehenden Rückschlag im letzten Jahr während der Corona-Krise einmal absieht. Unter dem Strich ist die Kapitalertragsteuer trotz des geringeren Aufkommens aus der Zinsbesteuerung von EUR 24,9 Mrd. 2009 auf EUR 28,3 Mrd. 2020 geklettert. Sie bleibt damit eine der wichtigsten Einnahmequellen überhaupt für die öffentliche Hand. Die absolute Belastung der Haushalte ist dagegen gestiegen, obwohl sie massive Verluste aus den geringeren Zinseinkommen auf Einlagen und Versicherungen zu verzeichnen hatten. Darüber hinaus ist der Fiskus als Nettoschuldner vor allem durch die Negativzinsen insgesamt erheblich entlastet worden. So sind allein die Zinsausgaben des Bundes für seine Schulden von EUR 40,2 Mrd. im Jahr 2008 (14,2% der Gesamtausgaben) drastisch auf gerade einmal noch EUR 6,4 Mrd. im letzten Jahr gesunken (1,5% der Gesamtausgaben, die allerdings aufgrund der Pandemie deutlich erhöht waren).

Einnahmen aus der Kapitalertragsteuer/ Abgeltungsteuer 22



Quelle: Statistisches Bundesamt



Die privaten Haushalte sind jedoch quasi gezwungen, zunehmend in Wertpapieren zu investieren. Erstens treiben die niedrigen Zinsen und die Anleihekaufprogramme der Notenbanken die Kurse von Aktien und festverzinslichen Wertpapieren immer weiter in die Höhe. Zweitens wird das Rentenniveau in der gesetzlichen Rentenversicherung wegen des demografischen Wandels und der in der Vergangenheit beschlossenen Rentenreformen in der Zukunft niedriger sein als heute. D.h., die Renten werden mittelfristig c.p. (also ohne eine [weitere] Erhöhung des Renteneintrittsalters, des Beitragssatzes oder der Zuschüsse aus dem Bundeshaushalt) langsamer steigen als die Löhne. Eine „Rentenlücke“ entsteht, die durch betriebliche und private Altersvorsorge geschlossen werden soll.¹¹ Jedoch gilt die deswegen 2002 eingeführte Riester-Rente – obwohl gut gemeint und grundsätzlich sinnvoll – mittlerweile als gescheitert:¹²

- Die Verwaltungskosten sind hoch, u.a. weil die Teilnahme freiwillig ist und daher hohe Vertriebsausgaben entstehen.
- Die Beitragsgarantie führt schon per se zu einer schlechteren Performance.
- Dieses Problem verschärft sich, weil die Gelder aufgrund der Garantie konservativ, d.h. überwiegend in festverzinslichen Wertpapieren angelegt werden müssen, die im aktuellen Umfeld aber nahezu keine Rendite mehr abwerfen.

Dagegen sind z.B. die sogenannten 401(k)-Sparpläne in den USA ein Erfolgsmodell. Sie verbinden eine Mischung aus privater und betrieblicher Altersvorsorge mit staatlicher Förderung. Erlaubt sind dabei höhere Sparbeträge (auch des Arbeitgebers), eine wesentlich flexiblere Anlagestrategie (weswegen vor allem am renditestarken Aktienmarkt investiert wird), und außerdem ist das Konzept viel kostengünstiger als hierzulande.

Gerade mit Blick auf die langfristige Tragfähigkeit, die Nachhaltigkeit des gesamten Altersvorsorgesystems, herrscht in Deutschland im internationalen Vergleich großer Handlungsbedarf. Hier liegt das Land in einer regelmäßig durchgeführten Studie unter 23 untersuchten Industrieländern nur auf Platz 17.¹³ Der Schwerpunkt liegt unverändert auf der umlagefinanzierten gesetzlichen Rente, während die zweite und dritte Säule schwach entwickelt sind. Das trägt – neben strukturellen und regulatorischen Gründen – dazu bei, dass auch die deutschen Vermögensverwalter in den letzten Jahren wesentlich langsamer gewachsen sind als ihre weltweiten Wettbewerber, vor allem aus den USA, teilweise aber auch aus Frankreich oder Großbritannien.¹⁴

Drittens bringen aufgrund des Negativzinsumfelds die beiden bisherigen Hauptkomponenten der Ersparnis/des Finanzvermögens der deutschen Haushalte, die ebenfalls wesentliche Bestandteile der Altersvorsorge sind, fast keine Erträge mehr: Einlagen bei Banken und Versicherungspolice.

- Einlagen bei Banken sowie Bargeld (Ende 2020: EUR 2,8 Bill.) machen 40% des Finanzvermögens der Haushalte aus. Erstere setzen sich aus Sicht-, Termin- und Spareinlagen zusammen. Darauf gab es im Mittel der Jahre 2006-08 durchschnittlich einen Zins von 2,5% p.a. Aktuell sind es gerade einmal noch 0,015%, und seit Mai müssen Kunden im Aggregat für ihre Sichteinlagen sogar Strafzinsen an die Banken bezahlen – zum ersten Mal in der Geschichte. Auf Basis der heutigen Einlagenvolumina entgehen Sparern hypothetisch Zinsen in Höhe von EUR 53 Mrd. jährlich, verglichen

¹¹ Vgl. etwa Sachverständigenrat (2016) oder Deutsche Rentenversicherung (2020).

¹² Selbst die beiden Namensgeber der Riester- und der Rürup-Rente, Walter Riester und Bert Rürup, haben sich in der Zwischenzeit vom derzeit praktizierten Modell distanziert. Auch wichtige Anbieter haben ihr Geschäft bereits eingeschränkt oder schließen sogar gar keine neuen Verträge mehr ab.

¹³ Vgl. Mercer CFA Institute (2020).

¹⁴ Vgl. z.B. PwC (2020).



Reformagenda für den Finanzplatz Deutschland

mit der Zeit vor der Finanzkrise. Von damals EUR 53,7 Mrd. an Zinseinnahmen sind heute nur noch EUR 0,4 Mrd. übrig.

- Forderungen gegenüber Versicherungen und Pensionsfonds belaufen sich auf ebenfalls sehr hohe EUR 2,5 Bill. (35% des Finanzvermögens). Der Höchstrechnungszins bei Lebensversicherungen – oft Garantiezins genannt – ist jedoch von 4% p.a. Anfang des Jahres 2000 auf mittlerweile nur noch 0,25% (ab 1. Januar 2022) erodiert, was unterhalb der Inflationsrate der letzten Jahre liegt (Durchschnitt 2015-20: 1% p.a.). Sein Kapital zu vermehren ist also auch mit Lebensversicherungen praktisch unmöglich geworden.

Zwar besteht ein beträchtlicher Anteil des Gesamtvermögens von Privatpersonen aus Immobilien, die in den letzten Jahren unter dem Strich eine erhebliche Wertsteigerung erfahren haben. Allerdings werden die meisten Immobilien von den Eigentümern selbst genutzt und bringen ihnen somit kein tatsächliches, sondern höchstens ein kalkulatorisches Einkommen. Auch wohnen nur 44% der Haushalte überhaupt im Eigenheim – der Rest mietet¹⁵, und ein großer Teil der Immobilien liegt im ländlichen bzw. kleinstädtischen Raum, wo die Preissteigerungen zumindest in den ersten Jahren des seit 2009 laufenden Zyklus weitaus geringer ausfielen als in den Metropolen.¹⁶ Von den gesunkenen Kreditzinsen profitieren sogar nur die 21% der Haushalte, die noch eine Hypothek abbezahlen müssen, der Rest ist bereits schuldenfrei (abgesehen von eventuellen Konsumentenkrediten).

Insofern kann die Wertzunahme des Immobilienvermögens insgesamt den Gegenwind für alle Bevölkerungsschichten aus dem Negativzinsumfeld kaum kompensieren. Und bei der Alternative zu den klassischen Sparformen Einlagen und Versicherungen, der Wertpapieranlage, schöpft der Staat deutlich mehr ab als früher.

Ausblick

Der Finanzplatz Deutschland verharrt seit vielen Jahren strukturell im Dornröschenschlaf. Allen Restrukturierungen seit der Finanzkrise, allen Zusammenschlüssen unter Geschäftsbanken, Sparkassen und Genossenschaftsbanken, allen verbesserten internen Kontrollen & verstärkten Aufsichtsmaßnahmen und allen Digitalisierungsprojekten zum Trotz: Der Finanzplatz Deutschland ist in den vergangenen Jahren im internationalen Vergleich dramatisch zurückgefallen.

Das gilt für den Finanzsektor insgesamt, aber vor allem für die Bankenbranche. Sie ist chronisch wachstumsschwach, strukturell sklerotisch, außerordentlich wenig profitabel und viel zu ineffizient. Daher ist sie über ein Jahrzehnt nach Ende der Finanzkrise immer noch in endlosen Restrukturierungen gefangen, während andere Länder das schon lange hinter sich gebracht haben und nach vorn schauen (können). Deutsche Banken spielen als Branche insgesamt international nicht einmal mehr die zweite, sondern nur noch die dritte Geige. Vor 20 Jahren waren unter den top-20 Banken weltweit nach der Bilanzsumme vier deutsche Vertreter, nach der Marktkapitalisierung immerhin ein Vertreter. Heute gibt es in beiden Kategorien kein einziges Institut mehr aus Deutschland. Nach Börsenwert liegt der stärkste deutsche Vertreter global nur auf Rang 84, selbst hinter Banken aus Schwellenländern wie Indien, Indonesien, Saudi-Arabien oder Katar. In diesem Zeitraum hat die größte deutsche Bank nominal (!) die Hälfte ihres Marktwerts verloren, andere deutsche Großbanken hat es noch schlimmer getroffen oder sie haben sogar aufgehört zu existieren. Dieser Bedeutungsverlust hat bei Weitem nicht nur mit dem Aufstieg der Schwellenländer

¹⁵ Vgl. Bundesbank (2019).

¹⁶ Vgl. z.B. Möbert und Schattenberg (2020) oder Bundesbank (2020).



Reformagenda für den Finanzplatz Deutschland

zu tun. Selbst unter den 12 führenden Industrienationen der Welt liegt Deutschland zwar auf Rang drei, der deutsche Vertreter unter den größten (wertvollsten) Banken aus diesen Ländern kommt jedoch nur auf den letzten, den 12. Platz – die größte Diskrepanz und ein Alarmsignal, denn tendenziell finden sich in größeren Volkswirtschaften die größeren Unternehmen.

Schlusslicht Deutschland: Börsenwert der größten Banken in den größten Industrienationen

23

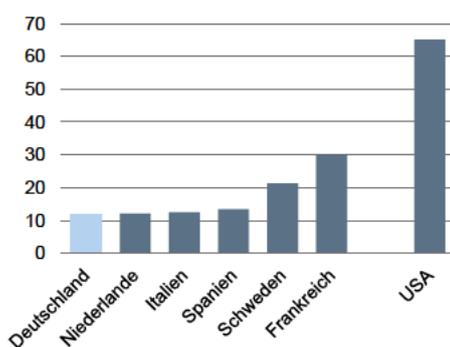
Größte Industrieländer*	Größte einheimische Bank**	Marktkapitalisierung***	Rang des Landes	Rang der führenden Bank
USA	JPMorgan	478,0	1	1
Japan	Mitsubishi UFJ	73,2	2	6
Deutschland	Deutsche Bank	25,5	3	12
Großbritannien	HSBC	108,5	4	4
Frankreich	BNP Paribas	79,4	5	5
Italien	Intesa Sanpaolo	55,1	6	9
Kanada	Royal Bank of Canada	146,6	7	2
Südkorea	Kakao Bank	34,4	8	11
Australien	Commonwealth Bank of Australia	130,3	9	3
Spanien	Santander	64,1	10	7
Niederlande	ING	54,0	11	10
Schweiz	UBS	61,7	12	8

Quellen: IWF, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Schlusslicht: Anteil von Schuldverschreibungen an der Unternehmensfinanzierung

24

% des ausstehenden Volumens, 2020*



* DE, FR, IT: 2019

Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Auch der deutsche Kapitalmarkt insgesamt ist im internationalen Vergleich unterentwickelt. Das gilt zum einen für Unternehmensanleihen, die einen geringeren Anteil an der Finanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften ausmachen als in allen anderen größeren EU-Ländern und deren Wachstum im letzten Jahrzehnt hinter den meisten anderen Volkswirtschaften zurückgeblieben ist. Die Abhängigkeit des Unternehmenssektors von den dominierenden Bankkrediten ist weiterhin hoch, die Finanzierung relativ einseitig und unausgewogen.

Zum anderen ist der deutsche Aktienmarkt verhältnismäßig klein, die Zahl börsennotierter Unternehmen ebenso wie das Verhältnis von Marktkapitalisierung zu BIP niedriger als in anderen Industrieländern.¹⁷ Es ist geradezu symptomatisch, dass die führende Börse Deutschlands in den letzten Jahren mit einer Vielzahl von Fusionsvorhaben gescheitert und international deutlich zurückgefallen ist. Und von den relativ wenigen deutschen Firmen, die überhaupt den Gang an den Kapitalmarkt suchen, tun dies manche nicht hierzulande, sondern im Ausland. So etwa das neue Vorzeigeunternehmen Biontech, das in der Pandemie kometenhaft zu einer der wertvollsten deutschen Aktiengesellschaften überhaupt aufgestiegen ist (ohne dadurch in einen Auswahlindex aufzurücken), oder der Wettbewerber Curevac, die beide einen Börsengang in den USA bevorzugten.

Die Liste der Defizite und Fehlschläge ist also sehr lang. Für die insgesamt viertgrößte Volkswirtschaft der Welt ist das ein absolutes Armutszeugnis. Genauso wie die faktische Verweigerung der Entscheidungsträger in der Politik, das Siechtum des Finanzplatzes überhaupt zur Kenntnis zu nehmen und ihm kraftvolle, entschiedene Maßnahmen entgegenzusetzen. Natürlich haben Fehlentscheidungen des jeweiligen Managements häufig eine erhebliche Mitschuld an der gegenwärtigen Misere. Da es sich jedoch um branchenweite Probleme

¹⁷ Vgl. etwa Schildbach (2017).



Reformagenda für den Finanzplatz Deutschland

handelt und nicht um Einzelfälle, muss es auch an ungünstigen Standortfaktoren und Rahmenbedingungen liegen. Und in der Wirtschafts- und Finanzpolitik tragen insbesondere die Bundesregierungen der letzten 12 Jahre die Verantwortung für eine Phase des weitgehenden Stillstands, die Europapolitik ausgenommen. Davor wurde beispielsweise die Abgeltungsteuer eingeführt, fand die letzte Unternehmenssteuerreform statt und wurde die Rente mit 67 beschlossen. Seitdem herrscht diesbezüglich fast völlige Lethargie, während sich der Rest der Welt in großen Schritten weiterbewegt hat.

Dabei sind Banken und der Finanzsektor insgesamt eine für jede Wirtschaft kritische Branche und Infrastruktur, und tatsächlich hat kein einziges größeres Land auf der Welt seine Bankenbranche derart vernachlässigt und ihrer Verzweigung tatenlos zugesehen wie Deutschland. Es braucht dringend einen neuen Aufbruch. Es braucht unter anderem

- eine ordnungspolitische Strategie für den Finanzsektor. Die bislang eher kritisch-teilnahmslose, kurzsichtige Politik muss aufwachen. Nötig sind
 - ein Bewusstsein für die Systemrelevanz, die strategische Bedeutung der Branche für das langfristige Wohlergehen einer Volkswirtschaft,
 - das Verständnis, dass Deutschland auch auf diesem Gebiet und nicht nur in der Industrie im harten internationalen Wettbewerb steht (in Europa und weltweit) und keine Insel ist,
 - das Verständnis, dass sich die Welt und die Wirtschaft in den letzten Jahren radikal gewandelt hat und es weiterhin tut.
- eine professionellere Aufsicht. Die Erfahrungen der letzten Jahre waren für Deutschland schlichtweg peinlich, die hiesige Finanzaufsicht dürfte sowohl bei ihren internationalen Pendanten als auch bei den Finanzinstituten einen gravierenden Imageverlust erlitten haben und teilweise kaum noch ernst genommen werden. Seit Anfang August amtiert der neue, von der Schweizer Aufsichtsbehörde FINMA gekommene BaFin-Präsident – ein guter Anfang, aber nicht mehr, denn das heutige Aufsichtssystem hat offensichtlich versagt und braucht eine fundamentale Reform und nicht nur den Austausch einiger Köpfe an der Spitze.
- die Durchlässigkeit der verschiedenen Säulen des deutschen Bankensystems, das Ende eines mittlerweile deutschen Sonderwegs. Konsolidierung und die Schaffung größerer Einheiten sind zwar sicherlich kein Allheilmittel, aber unabdingbar, um mit den führenden Instituten aus anderen Ländern endlich wieder mithalten und die gewachsenen, komplexeren Bedürfnisse heutiger Kunden bedienen zu können.
- bessere Wettbewerbsbedingungen, z.B. bei der Besteuerung. Hier sollte es nicht nur um Ideologie und die Frage eines „gerechten“ Steuersatzes gehen, sondern ganz pragmatisch auch darum, wie deutsche und ausländische Unternehmen auf Dauer fair miteinander konkurrieren können, wenn Letztere einen Steuervorteil genießen, der sich über die Jahre summiert – bei ansonsten vergleichbaren Standortfaktoren.
- mehr Europa, einen echten einheitlichen Finanzbinnenmarkt, um den Anschluss an die USA und China nicht auch auf diesem Feld endgültig zu verlieren. Es gibt mittlerweile sogar keine einzige EU-Bank mehr unter den top-20 weltweit nach Marktkapitalisierung, nachdem es im Jahr 2007 noch fünf solche Institute waren.
- eine deutlich attraktivere kapitalgedeckte private Altersvorsorge und eine Förderung der Aktienkultur. Wichtig wäre es dabei, von anderen, besser aufgestellten Ländern wie Dänemark, den Niederlanden, der Schweiz oder den USA zu lernen.



Reformagenda für den Finanzplatz Deutschland

Das sind nur einige der Baustellen, die dringend angepackt werden sollten. Es gibt keine weitere Zeit zu verlieren. Der Finanzplatz Deutschland sollte so schnell wie möglich generalüberholt werden, im Interesse wirklich aller Beteiligten. Ein – politisch sicher einfacheres – bloßes „Weiter so“ wäre jedenfalls katastrophal.

Bundestagswahl – was sind die Ziele der Parteien?

Wir beschränken uns hier auf die wichtigsten Parteien, die nach der Wahl möglicherweise an der nächsten Bundesregierung beteiligt sein werden: CDU/CSU, SPD, FDP und Bündnis 90/Die Grünen.

Gemessen an der Vielzahl von Herausforderungen und der Dringlichkeit von Reformen spielt die Finanzmarktpolitik nur eine untergeordnete Rolle in den Wahlprogrammen und nimmt so gut wie keinen Platz im öffentlich geführten Wahlkampf ein. Die Parteien der Großen Koalition plädieren ohnehin weitgehend für eine Beibehaltung des Status quo und nur kleinere Anpassungen. Große regulatorische Reformprojekte stehen außerdem weder auf der nationalen, der europäischen, noch der internationalen Agenda, abgesehen von der Ausrichtung auf mehr Nachhaltigkeit (auch) im Finanzsektor. Von gravierenden neuen Weichenstellungen nach der Bundestagswahl ist also nicht auszugehen.

Bündnis 90/Die Grünen machen die umfassendsten Reformvorschläge. Sie plädieren für die Einführung von Eigenkapitalanforderungen für Klima- und Umwelt Risiken, eine massive Erhöhung der Leverage-Ratio auf 10% (von gegenwärtig 3%), die Einführung eines Trennbankensystems (d.h. die Aufspaltung traditioneller Universalbanken in Geschäfts- und Investmentbanken), eine stärkere Abstufung der Regulierung entsprechend der Größe der Institute (d.h. weniger strenge Regeln für kleinere Banken) und eine verschärfte Regulierung von Schattenbanken, FinTechs und Zahlungsdienstleistern. Bündnis 90/Die Grünen dürften es allerdings schwer haben, für die meisten dieser – recht weitreichenden und gemessen an den Bedürfnissen teilweise sogar kontraproduktiven – Maßnahmen Unterstützung bei möglichen Koalitionspartnern zu finden.

Alle Parteien versprechen eine Reform der privaten Altersvorsorge. Angesichts des Scheiterns der Riester-Rente gibt es breite Unterstützung für eine neue kapitalgedeckte Form der (zusätzlichen) Altersabsicherung. Auch wenn sich die Vorschläge im Detail deutlich unterscheiden, dürfte es nach der Wahl zu einer Einigung kommen – dafür ist der Reformdruck mit Blick auf das Negativzinsumfeld und die demografische Entwicklung zu hoch.

Bei der Kapitalertragsteuer gehen die Vorstellungen weit auseinander. CDU/CSU und FDP streben höhere Freibeträge für Kapitaleinkommen (Zinsen, Dividenden, Kursgewinne) an und wollen teilweise wieder eine Steuerbefreiung für Kursgewinne nach längerer Haltedauer einführen. Im Gegensatz dazu wollen Bündnis 90/Die Grünen die pauschale Abgeltungsteuer abschaffen und zur Besteuerung nach dem persönlichen Einkommensteuersatz bzw. dem Halbeinkünfteverfahren (für Dividenden) zurückkehren.

Darüber hinaus unterstützen die meisten Parteien grundsätzlich die Einführung einer Finanztransaktionssteuer. Sowohl Bündnis 90/Die Grünen als auch die FDP fordern eine tiefgreifende Umgestaltung der BaFin. Die FDP verlangt als einzige Partei die Einführung von Eigenkapitalanforderungen und Großkreditgrenzen für Forderungen der Banken gegenüber Staaten. Das dürfte folglich kaum die Position der deutschen Regierung in möglichen zukünftigen Verhandlungen auf EU-Ebene werden.



Reformagenda für den Finanzplatz Deutschland

Unter dem Strich wird sich vermutlich bei den beiden aus heutiger Sicht wahrscheinlichsten Koalitionen (Ampel und Jamaika) mit Blick auf den Finanzsektor relativ wenig ändern. Zum einen steht die Finanzmarktpolitik zurzeit offensichtlich nicht im Vordergrund des Interesses. Zum anderen haben gerade Bündnis 90/Die Grünen und die FDP häufig entgegengesetzte Ziele, eine Kompromissfindung wäre vermutlich schwierig. Es sind also – mit Ausnahmen evtl. bei der Aufsicht oder der kapitalgedeckten Altersvorsorge – kaum die fundamentalen Reformen zu erwarten, die der Finanzplatz so dringend nötig hätte, um international wieder Anschluss zu finden.

Jan Schildbach (+49 69 910-31717, jan.schildbach@db.com)



Literatur

- Bruegel (2021). Europe should not neglect its capital markets union. Policy Contribution Nr. 13/2021.
- Bundesbank (2019). Vermögen und Finanzen privater Haushalte in Deutschland: Ergebnisse der Vermögensbefragung 2017. Monatsbericht April 2019, S. 13-44.
- Bundesbank (2020). Der lang gedehnte Preisaufschwung bei Wohnimmobilien in Deutschland aus gesamtwirtschaftlicher Sicht: Wirkungskanäle und fundamentale Einflussfaktoren. Monatsbericht Oktober 2020, S. 67-87.
- Bundesfinanzministerium (2021). Die wichtigsten Steuern im internationalen Vergleich 2020.
- Bundestag (2020). Zu den personellen Kapazitäten der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Antwort der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Fraktion Die Linke. Drucksache 19/24763.
- Deutsche Rentenversicherung Bund (2020). Die Rentenpolitik vor Zukunftsentscheidungen: Wie sieht ein nachhaltiger Generationenvertrag aus? Tagungsband.
- ifo (2021). Wie beeinflussen Steuerentlastungen die wirtschaftliche Entwicklung und das Steueraufkommen? Eine quantitative Analyse mit einem CGE-Modell. ifo Schnelldienst, 74 (10).
- Mai, Heike (2021). Staatsfinanzierung durch heimische Banken – was tun? Risiken reduzieren, um die EU-Bankenunion zu stärken. Deutsche Bank Research. EU-Monitor.
- Mercer CFA Institute (2020). Global Pension Index.
- Möbert, Jochen, und Marc Schattenberg (2020). Ausblick auf den deutschen Immobilienmarkt 2020. Deutsche Bank Research. Deutschland-Monitor.
- PwC Strategy& (2020). Cost and Growth in Asset Management. Benchmarking analysis and implications for German and Swiss asset managers. September.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2016). Zeit für Reformen. Jahresgutachten 2016/17.
- Schildbach, Jan (2017). Rekorde am deutschen Aktienmarkt – alles bestens, oder? Deutsche Bank Research. Deutschland-Monitor.



Deutschland-Monitor

In der Reihe „Deutschland-Monitor“ greifen wir politische und strukturelle Themen mit großer Bedeutung für Deutschland auf. Darunter fallen die Kommentierung von Wahlen und politischen Weichenstellungen sowie Technologie- und Branchenthemen, aber auch makroökonomische Themen, die über konjunkturelle Fragestellungen – die im Ausblick Deutschland behandelt werden – hinausgehen.

- ▶ Reformagenda für den Finanzplatz Deutschland:
Viel Luft nach oben, dringender Handlungsbedarf 14. September 2021
- ▶ Wohnungspolitik in Deutschland: Linke und rechte
Parteien mit nur kleiner Schnittmenge 6. September 2021
- ▶ Verteilungsfragen rücken in den Vordergrund:
Mehr Anreize und Chancen statt mehr Umverteilung 30. August 2021
- ▶ Vorfahrt der E-Mobilität vom Staat teuer erkaufte 5. August 2021
- ▶ Die Rückkehr massiver Staatsausgaben:
Wird dieses Mal wirklich alles anders? 4. August 2021
- ▶ Nehmen die Inflationsrisiken in Deutschland tatsächlich zu?
Oder machen wir uns wieder einmal umsonst verrückt? . 29. Juli 2021
- ▶ Die deutsche EU-Politik post-Merkel:
Grüner, aber finanzpolitisch weiterhin eher konservativ .. 27. Juli 2021
- ▶ Zuwanderungsdelle durch Corona in den Jahren 2020/
2021: Lohndruck könnte in der Dekade ansteigen 22. Juli 2021
- ▶ Neupositionierung der Berliner Wohnungspolitik 21. Juni 2021
- ▶ Stimmungsbild deutscher Unternehmen
zu zentralen Wahlkampfthemen 16. Juni 2021

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

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

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

© Copyright 2021. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

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

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

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg

ISSN (Print): 2511-1663