



Unternehmensanleihe- märkte in Europa

Eine strukturelle Perspektive

16. Januar 2025

Autorin

Heike Mai
+49 69 910-31444
heike.mai@db.com

Editor

Jan Schildbach

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
Robin Winkler

Die europäische Wirtschaft benötigt massive Investitionen, um Innovationen zu fördern und die Wettbewerbsfähigkeit zu stärken. Banken sind zwar die wichtigsten Kreditgeber für Unternehmen in Europa, werden diesen Bedarf aber kaum decken können. Die Finanzmärkte könnten jedoch mehr Kapital bereitstellen, wie ein Vergleich mit den USA zeigt. Zum Abschluss unserer Reihe zu den europäischen Kapitalmärkten beleuchten wir in dieser Studie die Rolle von Schuldverschreibungen.

EUR 2 Billionen an Schuldverschreibungen von nichtfinanziellen Unternehmen sind in der EU im Umlauf. Davon wurden EUR 1,7 Billionen innerhalb des Euroraums begeben. Hier beschleunigte sich das Marktwachstum mit Beginn der Finanzkrise. Seitdem liegt es durchschnittlich bei 6,8% pro Jahr und damit deutlich über der Inflationsrate. Das Nettoemissionsvolumen stieg von jährlich durchschnittlich EUR 39 Mrd. im Zeitraum 1998-2007 auf EUR 66 Mrd. 2014-23.

Innerhalb Europas gibt es ausgeprägte Unterschiede zwischen den Ländern. Französische Unternehmen sind die aktivsten Emittenten (EUR 689 Mrd.). Frankreich ist das einzige große Land, in dem der Umlauf von Unternehmensanleihen im Verhältnis zum BIP (25%) mit den USA (rund 30%) vergleichbar ist. Deutschland hingegen hinkt hinterher (EUR 275 Mrd., 6%), und der Markt ist winzig, verglichen mit der Wirtschaftskraft des Landes.

Es gibt nicht nur eine Erklärung für die Unterschiede in Europa bei der Nutzung von Anleihen und generell bei der Struktur der Unternehmensfinanzierung. Langjährige Traditionen und eine Präferenz für etablierte Instrumente dürften eine wichtige Rolle spielen, neben Unterschieden in den nationalen Steuersystemen und dem Rechtsrahmen.

Auf der Käuferseite wird ein Drittel der Unternehmensanleihen im Inland gehalten, während fast die Hälfte bei Anlegern aus dem Euroraum (ohne den Heimatmarkt) liegt. Investoren außerhalb des Euroraums steuern nur ein Fünftel der bereitgestellten Finanzierungsmittel bei.

Investmentfonds sind die wichtigsten Investoren für Unternehmensanleihen im Euroraum. Sie halten über ein Viertel des Bestands. Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds machen ein weiteres Viertel der Nachfrage aus. Der direkte Anleihebesitz privater Haushalte ist sehr gering.

Die EZB und die nationalen Zentralbanken halten immer noch rund 13% aller Unternehmensanleihen in der EWU und planen, ihr Portfolio bis Mitte 2025 um 10% (ca. EUR 20 Mrd.) zu reduzieren.

Die Stärkung des europäischen Anleihemarktes durch eine vertiefte Integration – und damit ein besserer Zugang von Unternehmen zu Finanzierungen – steht nach wie vor weit oben auf der politischen Agenda. Aktuelle Initiativen zielen auch darauf ab, die Investorenbasis durch die Förderung marktbasierter Anlageprodukte für private Haushalte zu erweitern.



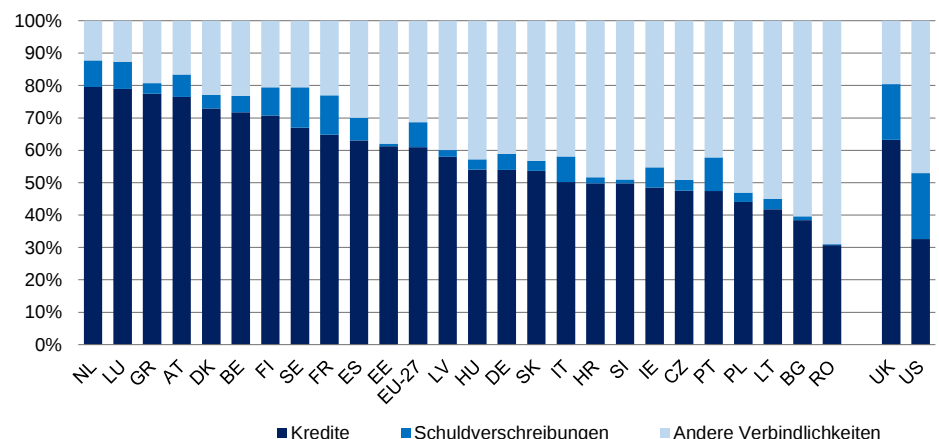
Unternehmensanleihemärkte in Europa

Die europäische Wirtschaft benötigt massive Investitionen, um Innovationen zu fördern und die Wettbewerbsfähigkeit zu stärken, und damit das Wirtschaftswachstum anzukurbeln. Banken sind zwar die wichtigsten Kreditgeber für Unternehmen in Europa, werden diesen Bedarf aber kaum decken können – nicht zuletzt aufgrund der insgesamt begrenzten Kapazität der Bankbilanzen. Verbriefungen könnten Abhilfe schaffen, werden aber nach wie vor wenig genutzt.¹ Auch andere Märkte könnten mehr Kapital bereitstellen, erreichen jedoch – ob Risikokapital², Aktien³ oder Anleihen – ebenfalls bei Weitem nicht das Volumen in den USA. Zum Abschluss unserer Reihe zu den europäischen Kapitalmärkten beleuchten wir in dieser Studie die Rolle von Schuldverschreibungen.

Unternehmen in der EU finanzieren sich kaum über den Fremdkapitalmarkt

1

Verbindlichkeiten nichtfinanzieller Unternehmen, 2023

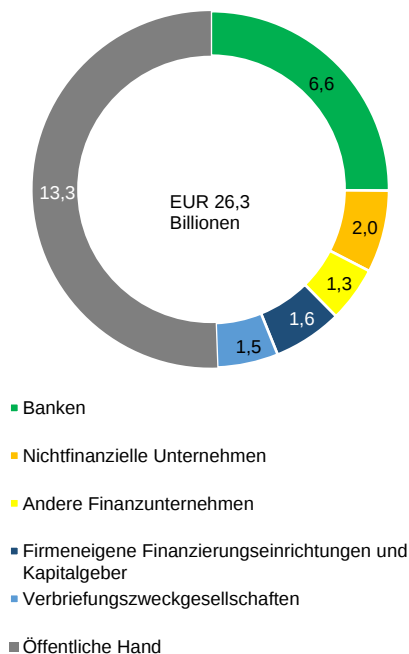


Anmerkung:
EU ohne CY, MT.
Andere Verbindlichkeiten bestehen v.a. aus Versicherungs- und Pensionsleistungen und Lieferantenkrediten.
Quellen: OECD, Deutsche Bank Research

Bestand an Schuldverschreibungen in der EU - Staat und Banken dominieren

2

Billionen EUR (Nennwert), Q2 2024



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Eine Bestandsaufnahme – wo stehen die europäischen Anleihemärkte heute aus struktureller Sicht? Wir betrachten sowohl die Emittenten- als auch die Investorenseite, sowie Zinsen und Laufzeiten. Da die Fragmentierung weiterhin hoch ist und sich die nationalen Marktstrukturen erheblich unterscheiden, umfasst unsere Analyse sowohl die gesamte EU als auch einzelne Länder, mit besonderem Fokus auf Deutschland, und bezieht zum Vergleich (soweit möglich) auch Großbritannien und die USA mit ein.

Europäische Anleihemärkte – Volumen und Emittenten

In der EU sind EUR 2 Billionen an Schuldverschreibungen, die von nichtfinanziellen Unternehmen emittiert wurden, im Umlauf (Q2 2024)⁴, was jedoch lediglich 8% aller ausstehenden Anleihen in Höhe von EUR 26,3 Billionen entspricht. Die öffentliche Hand (50%) und der Bankensektor (25%) machen den Löwenanteil aus, sonstige Finanzinstitute 5%. Weitere 12% stammen von finanziellen

¹ Walther, Ursula (2024), Europäischer Verbriefungsmarkt: Bereit für einen Neuanfang?, Deutsche Bank Research, EU-Monitor, 12. November.

² Walther, Ursula (2024), Starke Risikokapitalmärkte: Von zentraler Bedeutung für grüne und digitale Innovationen, Deutsche Bank Research, EU-Monitor, 18. März.

³ Schildbach, Jan (2024), European stock markets – hidden champion Germany, Deutsche Bank Research, EU Monitor, 22. Juli.

⁴ Bestand an Schuldverschreibungen zum Nennwert, sofern nicht anders angegeben.



Zweckgesellschaften.⁵ Alle Emittenten zusammengefasst, verfügen Frankreich (EUR 5,6 Bill.), Großbritannien (EUR 5,3 Bill.) und Deutschland (EUR 4,3 Bill.) über die größten Anleihemärkte in Europa. Gemessen an der Größe der Volkswirtschaft ist der deutsche Markt jedoch überraschend klein – er macht 16% des EU-Gesamtvolumens aus, verglichen mit einem BIP-Anteil von 24%.

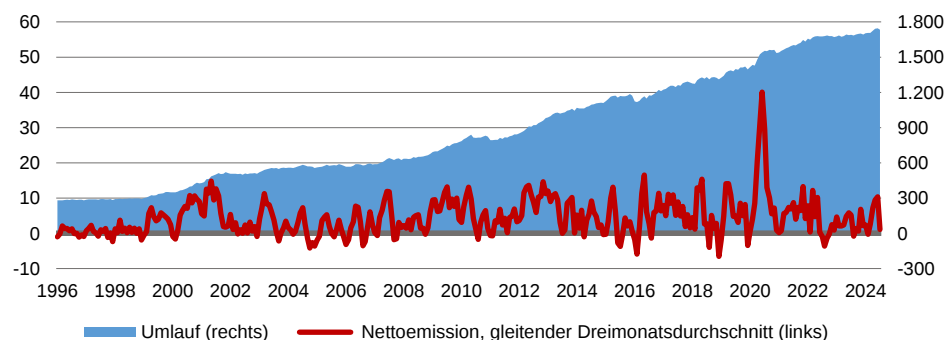
Unternehmensanleihen – der deutsche Markt ist weiterhin winzig

Nichtfinanzielle Unternehmen⁶ stehen im Fokus, wenn es um die Transformation der europäischen Wirtschaft und die Steigerung ihrer Wettbewerbsfähigkeit geht. Dies gilt sowohl für nichtfinanzielle Kapital- als auch für Personengesellschaften und Selbstständige – allerdings gibt es bei Letzteren relativ wenig Daten zur Finanzierungsstruktur. „Unternehmensanleihen“ im engeren Sinne werden von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften emittiert und beziehen sich typischerweise nur auf Papiere mit Laufzeiten von mehr als einem Jahr. Commercial Paper haben kürzere Laufzeiten. Insgesamt entfallen von den EUR 2 Bill. an Schuldverschreibungen von Unternehmen in der EU EUR 1,7 Bill. auf den Euroraum. Hier beschleunigte sich das Marktwachstum mit Beginn der Finanzkrise. Seitdem liegt es durchschnittlich bei 6,8% pro Jahr und damit deutlich über der Inflationsrate.⁷ Das Nettoemissionsvolumen stieg von jährlich durchschnittlich EUR 39 Mrd. im Zeitraum 1998-2007 auf EUR 66 Mrd. 2014-23.

Markt für Unternehmensanleihen im Euroraum wächst stetig

3

Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Unternehmen (Nennwert), Mrd. EUR



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Innerhalb Europas gibt es ausgeprägte Unterschiede zwischen den Ländern. Französische Unternehmen sind die aktivsten Emittenten, das Volumen ihrer ausstehenden Schuldverschreibungen ist mit Abstand am höchsten (EUR 689 Mrd. – das ist mehr als die Summe der drei nächstgrößeren EU-Staaten). Zusammen mit Schweden und dem Offshore-Finanzplatz Luxemburg ist Frankreich auch das einzige Land, in dem der Bestand an Unternehmensanleihen im Verhältnis zum nationalen BIP (25%) mit den USA (rund 30% bzw. EUR 7.465 Mrd. in absoluten Zahlen) vergleichbar ist. Auch in den Niederlanden (19% des BIP) und in Großbritannien (14%) spielen Unternehmensanleihen eine wichtige Rolle. In Italien, Spanien und vielen anderen westeuropäischen

⁵ Weitere Einzelheiten siehe unten.

⁶ Dies schließt Nichtbank-Finanzunternehmen aus, welche ein breites Spektrum an Firmen umfassen wie Versicherungen, Finanzinfrastrukturanbieter oder Broker. Sie haben ausstehende Schuldverschreibungen in Höhe von EUR 1,3 Bill.

⁷ Die Auswirkungen der EWU-Erweiterungen seit 2008 sind vernachlässigbar.



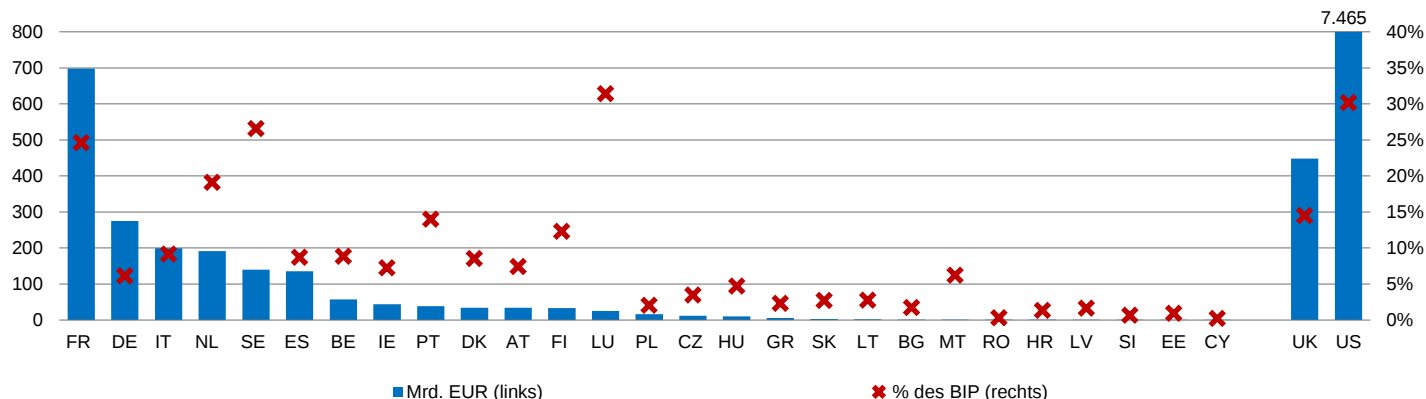
Unternehmensanleihemärkte in Europa

Volkswirtschaften machen sie etwa 9-14% des BIP aus. Deutschland hingegen hinkt hinterher (6%, EUR 275 Mrd.), und der Markt ist winzig, verglichen mit der Wirtschaftskraft des Landes. In Mittel- und Osteuropa, wo das BIP-Niveau tendenziell niedriger ist und nationale Währungen stärker verbreitet sind, nutzen Unternehmen die Fremdkapitalmärkte bisher nur sehr wenig.

Französische Firmen sind die größten Nutzer von Unternehmenanleihen in Europa

4

Umlauf an Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Unternehmen (Nennwert), Q2 2024 (UK, US: Nominalwert, Q4 2023)



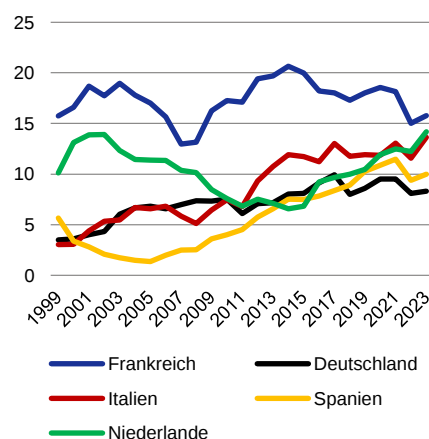
Quellen: EZB, BIZ, Deutsche Bank Research

Es gibt nicht nur eine Erklärung für die Unterschiede in Europa bei der Nutzung von Anleihen und generell bei der Struktur der Unternehmensfinanzierung. Langjährige Traditionen und eine Präferenz für etablierte Instrumente dürften eine wichtige Rolle spielen, neben Unterschieden in den nationalen Steuersystemen und dem Rechtsrahmen. Ein klares Muster scheint jedoch nicht zu existieren.

Anleihen gewinnen für Firmen in ganz Europa an Bedeutung

5

Schuldverschreibungen in % der gesamten Verbindlichkeiten nichtfinanzieller Unternehmen

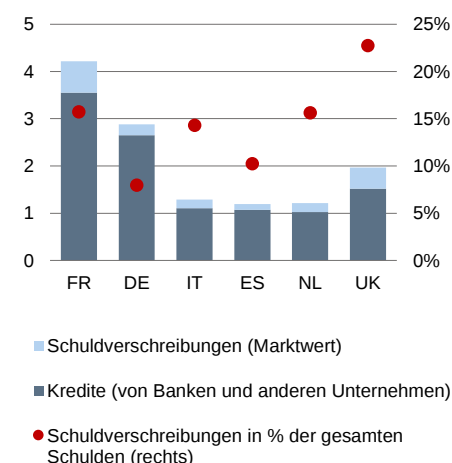


Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Deutsche Firmen nutzen Anleihen kaum, setzen überwiegend auf Kredite

6

Verbindlichkeiten nichtfinanzieller Unternehmen, Bill. EUR, Q4 2023



Quellen: BIZ, EZB, Deutsche Bank Research

Was die Wahl zwischen Anleihen und Bankkrediten betrifft, so spielen Schuldverschreibungen aktuell nur eine untergeordnete Rolle, trotz eines Aufwärtstrends in den meisten Ländern. In Italien und Spanien ist der Anteil der Anleihen an den gesamten Verbindlichkeiten nichtfinanzieller Unternehmen in den letzten 20 Jahren auf 14% bzw. 10% gestiegen. Dies dürfte zum Teil auf die (Bank-)

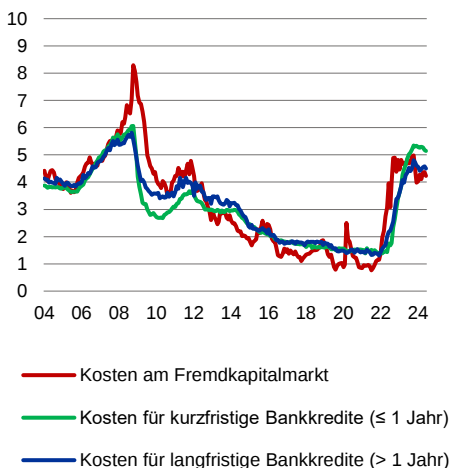


Unternehmensanleihemärkte in Europa

Euroraum: Sind Anleihen bei niedrigem Zinsniveau günstiger als Kredite?

7

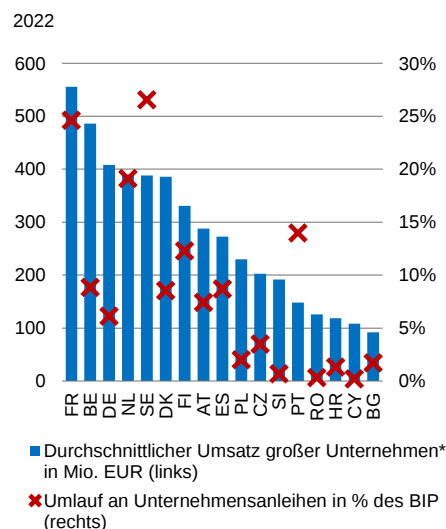
Kosten (nominal) der Außenfinanzierung für nichtfinanzielle Unternehmen, % p.a.



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Größere Unternehmen emittieren tendenziell mehr Anleihen

8



* Über 249 Mitarbeiter, ohne Landwirtschaft und Finanzdienstleistungen. Länderangaben soweit verfügbar.

Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Kreditklemme nach der europäischen Schuldenkrise zurückzuführen sein, die eine stärkere Orientierung in Richtung Kapitalmarkt erzwang. In Deutschland stieg der Anleihenanteil von 5% auf 8%. Französische und niederländische Unternehmen sind in dieser Hinsicht führend: Schuldverschreibungen machen bei ihnen 16% aller aufgenommenen Schulden aus. Aber selbst dies bedeutet, dass Kredite (von Banken oder Lieferanten) deutlich dominieren.

Die Kosten der verschiedenen Finanzierungsarten sind ein wichtiges Kriterium bei der Entscheidung über den Finanzierungsmix. Insgesamt hängen die Kreditkosten stark von der Bonität eines Unternehmens ab. Und generell waren sie im letzten Jahrzehnt außerordentlich (und zunehmend) niedrig, zumindest vor dem Inflationsschock von 2022, der einen sprunghaften Anstieg der Leit- und Marktzinsen auslöste. Im Euroraum fielen die Zinssätze sowohl für Unternehmensanleihen als auch für Unternehmenskredite von etwa 4-6% vor der Finanzkrise auf nur noch 1-2% in den Jahren 2016-21, wovon alle Unternehmen erheblich profitierten.

Bemerkenswert ist jedoch, dass der Zinsaufwand für Anleihen fast während des gesamten Jahrzehnts ab 2013 niedriger war als für Bankkredite. Meistens war die Differenz zwar nicht sehr groß, aber doch spürbar und belief sich auf einige Zehntel Prozentpunkte. Langfristig können die kumulativen Auswirkungen natürlich erheblich sein. Dies dürfte daher einer der entscheidenden Gründe für den allgemeinen Aufwärtstrend bei der Nutzung von Unternehmensanleihen in vielen Ländern der Währungsunion in den letzten Jahren gewesen sein. Jetzt, da die Zinssätze zurück auf dem Niveau von vor der Finanzkrise sind (aber wieder begonnen haben zu sinken), ist es eine offene Frage, ob dieser Zinsunterschied bestehen bleibt und welche Konsequenzen dies für den Mix aus Anleihen und Krediten haben könnte.

Die Höhe der Gesamtverschuldung von Unternehmen kann sich unterschiedlich auf die Nutzung von Anleihen als Finanzierungsquelle auswirken. Einerseits sind weniger verschuldete Unternehmen möglicherweise besser in der Lage, Anleihen am Markt zu platzieren, da sie als weniger riskant angesehen werden. Andererseits können Unternehmen mit einer hohen, aber stabilen Verschuldung, einer langen Tradition als Anleiheemittent und einer positiven Historie mit Blick auf Tilgungen und Refinanzierungen als verlässliche Kreditnehmer gelten, die Erfahrung im Management ihrer Schulden haben, was das Vertrauen der Anleger stärkt.

Auch die Unternehmensgröße dürfte die Wahrscheinlichkeit beeinflussen, dass der Fremdkapitalmarkt in Anspruch genommen wird. Größere Unternehmen, d.h. solche mit einem hohen Umsatz, dürften ein stärkeres Interesse an größeren Finanzierungsrunden und einer diversifizierten Finanzierung haben. Gleichzeitig könnte es für sie leichter sein, bei Investoren genügend Nachfrage für ihre Schuldtitel zu finden. Zugegebenermaßen ist die empirische Evidenz eher dünn. Firmen mit mindestens 250 Beschäftigten in Frankreich, den Niederlanden oder Schweden sind in der Tat besonders groß und haben auch viele Anleihen im Umlauf, während solche Unternehmen in vielen mittel- und osteuropäischen Ländern im Durchschnitt einen relativ geringen Umsatz haben – dort, wo auch die Anleihemärkte tendenziell sehr klein sind. Deutschland und Belgien, z.B., haben jedoch recht große Unternehmen, die dennoch nur begrenzt Anleihen begeben.

Nebenbei bemerkt: Die Unternehmensgröße könnte teilweise auch die etwas niedrigeren Kapitalmarktzinsen im Vergleich zu den aggregierten Zinsen für Bankkredite erklären, die oben dargestellt sind: Tatsächlich sind die Zinssätze für größere Kredite (EUR > 1 Mio.) tendenziell etwas niedriger als für kleinere Kredite. Erstere werden in der Regel von größeren Firmen in Anspruch genommen, die alternativ auch die Option einer Anleiheemission haben, und die im Durchschnitt als robuster und weniger anfällig für Schocks gelten dürften als



Unternehmensanleihemärkte in Europa

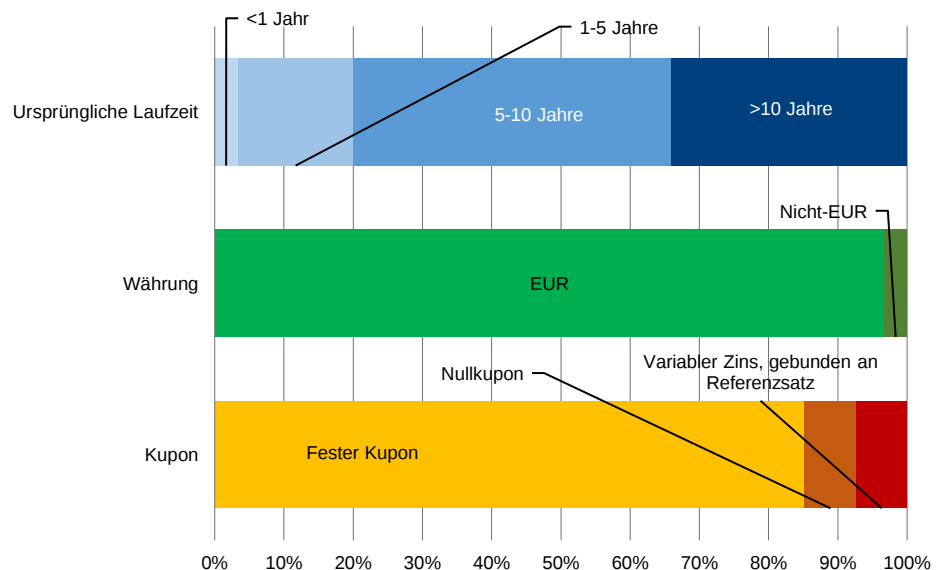
kleine und mittlere Unternehmen (KMU), die in der Regel auf Bankfinanzierungen angewiesen sind. Der Zinsunterschied zwischen *großvolumigen* Bankkrediten und Unternehmensanleihen dürfte geringer sein als bei *allen* Krediten zusammengenommen.

In Deutschland gibt es mehrere mögliche Gründe für den geringen Bestand an Unternehmensanleihen – sowohl im Verhältnis zum BIP als auch zu den gesamten externen Verbindlichkeiten der Unternehmen. Der einfache Zugang zu Bankkrediten ist wahrscheinlich ein Faktor. Außerdem könnten Kredite günstiger sein, insbesondere wenn man den Dokumentations- und Berichtsaufwand berücksichtigt. Für börsennotierte Unternehmen mag dies keinen großen Mehraufwand bedeuten, aber in Deutschland sind viele mittlere und große Firmen in Familienbesitz („Mittelstand“) und hätten zusätzliche Kosten zu tragen. Von den 1.125 großen Unternehmen im Land (Jahresumsatz EUR 500 Mio. oder mehr) werden derzeit nur 10% von einer Agentur geratet, und bei kleineren Unternehmen ist der Anteil wahrscheinlich noch geringer.⁸ Die Fixkosten, insbesondere bei einer Erstemission, dürften ein erhebliches Hindernis darstellen. Darüber hinaus sind private Eigentümer oft nicht willens, das notwendige Maß an Transparenz herzustellen.⁹ Und schließlich erfordert eine Anleiheemission in der Regel ein Mindestvolumen im Bereich von mehreren Hundert Millionen Euro – mehr als die meisten mittelständischen Unternehmen in einer einzelnen Finanzierungstransaktion benötigen.¹⁰

Deutschland: Unternehmensanleihen meist mit langen Laufzeiten

9

Zusammensetzung des Umlaufs von Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Unternehmen (Nennwert), Q2 2024



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Fast der gesamte Umlauf an Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Unternehmen in Deutschland in Höhe von EUR 275 Mrd. lautet auf EUR (97%), da der Finanzierungsbedarf in anderen Währungen wahrscheinlich über Tochtergesellschaften im Ausland gedeckt wird. Die meisten Anleihen haben einen festen Kupon (85%); variable Zinssätze machen nur 7% aus. Unternehmen begeben typischerweise längerfristige Anleihen – fast die Hälfte aller Schuldverschreibungen hat eine ursprüngliche Laufzeit zwischen 5 und 10 Jahren, ein weiteres Drittel

⁸ Mohr, Benjamin (2024), Die Rolle von Ratings in der neuen Ära der Bankenregulierung, Finanz-Briefing, Creditreform Rating, 27. August.

⁹ Siehe Schildbach (2024).

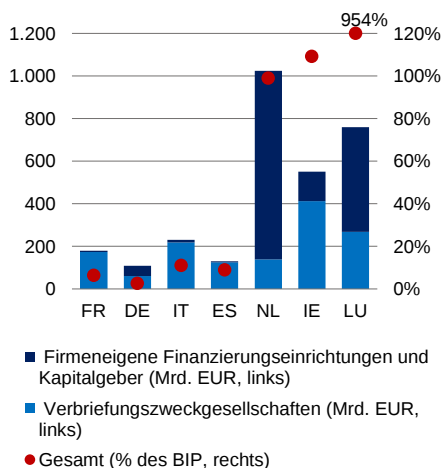
¹⁰ Sachverständigenrat (2023), Kapitalmarkt in Deutschland und der EU: Potenziale besser nutzen, in: Jahresgutachten 23/24, Kapitel 3, 8. November.



Unternehmensanleihemärkte in Europa

Finanzierungs-Zweckgesellschaften v.a. in den Niederlanden, Luxemburg & Irland 10

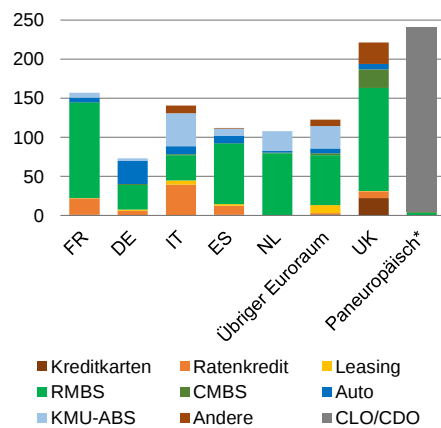
Bestand an Schuldverschreibungen (Nennwert), Q2 2024



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Kleiner Verbriefungsmarkt in Deutschland 11

Ausstehende True-Sale-Verbriefungen nach Art der Besicherung, Mrd. EUR, Q1 2024



* CDO/CLO-Daten nicht auf Länderebene verfügbar
Quellen: AFME, Deutsche Bank Research

von über 10 Jahren. Kurzfristiger Finanzierungsbedarf wird üblicherweise über Bankkredite und nicht über den Kapitalmarkt gedeckt, wie dies auch in den jüngsten Turbulenzen zu Beginn der Corona-Pandemie im Jahr 2020 und der Energiekrise 2022 der Fall war. Daher stellen kurzfristige Schuldverschreibungen wie Commercial Paper ein relativ kleines Segment des Marktes dar (3%) – und sind in den letzten Jahren absolut sogar geschrumpft.

Im Gegensatz dazu nutzen Unternehmen in Frankreich den Kapitalmarkt auch für die kurzfristige Kreditaufnahme, 7% ihrer Schuldtitel werden mit Laufzeiten unter einem Jahr emittiert. Solche Papiere könnten eine lokale Investorennachfrage bedienen, da Geldmarktfonds seit Langem eine wichtige Rolle auf dem französischen Finanzmarkt spielen. In anderen europäischen Ländern sind sie weniger verbreitet, mit Ausnahme der Finanzplätze Irland und Luxemburg. Darüber hinaus beschaffen französische Unternehmen mehr Mittel in Fremdwährungen auf dem lokalen Markt (15% der gesamten ausstehenden Schuldverschreibungen), womit sie nach den Niederlanden (27%) an zweiter Stelle unter den größeren Volkswirtschaften stehen.

„Versteckte“ Unternehmensfinanzierung: Finanzierungs-Zweckgesellschaften in den Niederlanden, Luxemburg und Irland

Allerdings dürften die offiziellen Statistiken, die auf den gemeldeten Daten einzelner Rechteinheiten basieren, das Anleihevolumen in großen Ländern zu einem gewissen Grad unterschätzen, insbesondere für nichtfinanzielle Unternehmen (und Banken). Diese verfügen mitunter über Finanzierungstöchter in Ländern mit einem günstigeren Regulierungs- oder steuerlichen Rahmen, in denen die eigentliche Emission stattfindet, bevor diese Mittel an die Muttergesellschaft im Heimatland zurückgeführt werden. Die z.B. in Deutschland, Frankreich oder Spanien emittierten Unternehmensanleihen spiegeln vermutlich nicht die gesamten Anleihen deutscher, französischer oder spanischer Unternehmen wider. Das Gegenteil dürfte für Luxemburg, Irland und die Niederlande der Fall sein, wo inländische Unternehmen nur für einen Teil der insgesamt in diesen Ländern emittierten Anleihen verantwortlich sein dürften. Zugegebenermaßen ist es nicht möglich, die Statistik präzise um diese Anleihen zu bereinigen, die im Ausland von finanziellen Zweckgesellschaften begeben werden, welche von Firmenzentralen in einem anderen Land kontrolliert werden.¹¹

Insgesamt haben solche Finanzierungs-Zweckgesellschaften in der EU Schuldverschreibungen in Höhe von EUR 3,1 Bill. emittiert, wobei sich der (relativ heterogene und undurchsichtige) Markt aus zwei Segmenten zusammensetzt: i) Verbriefungszweckgesellschaften, die ihre Ankäufe von Vermögenswerten durch Anleiheemissionen refinanzieren, und ii) „firmeneigene Finanzierungseinrichtungen und Kapitalgeber“, zu denen auch Trusts, Mantel- und Holdinggesellschaften, Zweckgesellschaften oder Conduits gehören, die im Besitz ausländischer Mütter sind. Fast alle Finanzierungs-Zweckgesellschaften sitzen in nur wenigen Euro-Ländern: Luxemburg, Irland und den Niederlanden. Diese „Offshore“-Finanzzentren machen drei Viertel des EU-Marktes aus. Das ausstehende Volumen ist in diesen Ländern jeweils so hoch wie das nationale BIP oder beträgt sogar ein Vielfaches davon, während solche Anleihen in Frankreich, Deutschland, Italien oder Spanien von geringer Bedeutung sind (3-11% des BIP).

Ein erheblicher Teil des von Finanzierungsgesellschaften aufgenommenen Kapitals wird letztlich der Finanzierung von Unternehmen dienen, sowohl des

¹¹ McGuire, Patrick, Goetz von Peter und Sonya Zhu (2024), International finance through the lense of BIS statistics: residence vs nationality, BIS Quarterly Review, März.



Unternehmensanleihemärkte in Europa

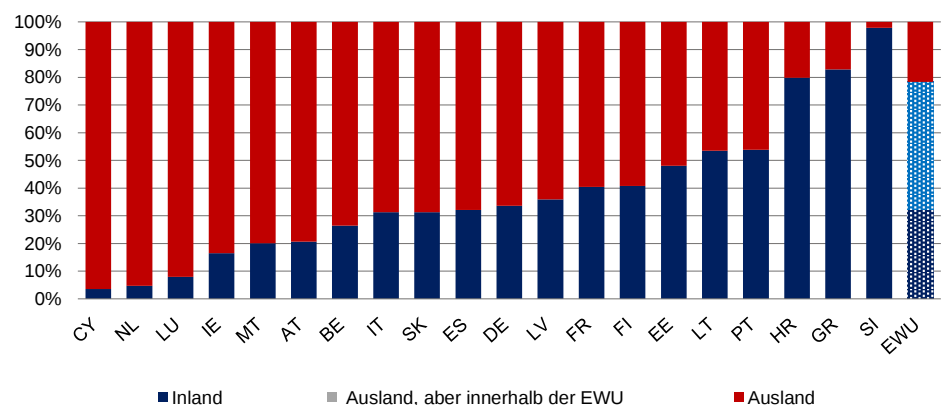
lokalen Geschäfts als auch der Mutterkonzerne im Ausland. Verbriefungszweckgesellschaften halten in ihren Bilanzen Kredite an Unternehmen im Euroraum in Höhe von EUR 429 Mrd., die – neben anderen Vermögenswerten – durch EUR 1,5 Bill. an Schuldverschreibungen refinanziert werden.¹² Die Volumina sind in Irland und Luxemburg am höchsten, nominal wie auch prozentual, und machen fast die Hälfte des EU-Gesamtwerts aus. Oftmals haben die Verbriefungszweckgesellschaften ihren Sitz nicht in dem Land, aus dem die Sicherheiten stammen.¹³ Ähnlich sieht es im anderen Segment der firmeneigenen Finanzierungseinheiten und Kapitalgeber aus: Die Niederlande, Luxemburg und Irland stehen zusammen für über 90% des Marktvolumens von EUR 1,6 Bill.

Wer investiert in europäische Unternehmensanleihen?

Gleichzeitig ist es ebenso relevant, wer die in Europa begebenen Schuldverschreibungen von Unternehmen kauft.¹⁴ In den großen nationalen Märkten werden etwa 30-40% von Anlegern im selben Land gehalten. In den Offshore-Finanzzentren (Irland, Luxemburg und – in geringerem Maße – den Niederlanden) halten heimische Anleger weniger als 20% der dort emittierten Papiere. Länder mit einem (absolut betrachtet) kleinen Markt für Unternehmensanleihen ziehen tendenziell etwas weniger ausländische Investoren an und sind stärker von inländischen Investoren abhängig. Die in Euroraum-Unternehmensanleihen investierten Mittel stammen ganz überwiegend aus der Währungsunion selbst, nur etwa ein Fünftel kommt von außerhalb – hauptsächlich aus den USA.

Unternehmensanleihen überwiegend in der Hand von Investoren im Ausland - aber in der EWU 12

Umlauf an Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Unternehmen (Marktwert) nach Sitz des Investors, Q2 2024



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Investmentfonds sind die wichtigsten Investoren für Unternehmensanleihen im Euroraum. Sie halten über ein Viertel des Bestands, und die meisten von ihnen haben ihren Sitz in der EWU. Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds machen ein weiteres Viertel der Nachfrage aus. Erstere sind jedoch wichtiger als Letztere, was wahrscheinlich die geringe Kapitalmarktorientierung vieler

¹² Durch Verbriefung werden Kreditrisiken aus Bankbilanzen entfernt. Bei einer True-Sale-Transaktion werden Kredite an eine separate Rechtseinheit verkauft, die Anleihen an Investoren ausgibt. Bei einer synthetischen Transaktion verbleiben die Vermögenswerte auf der Bankbilanz, nur das zugrundeliegende Kreditrisiko wird auf ein Vehikel übertragen, das wiederum Anleihen an Investoren ausgeben kann. Weitere Einzelheiten siehe Walther (2024).

¹³ Die zugrundeliegenden True-Sale-Verbriefungen sind weniger konzentriert und gleichmäßiger über Europa verteilt, wie die Daten zum Herkunftsland der Sicherheiten zeigen.

¹⁴ Dieser Abschnitt basiert auf Marktwerten, sofern nicht anders angegeben.

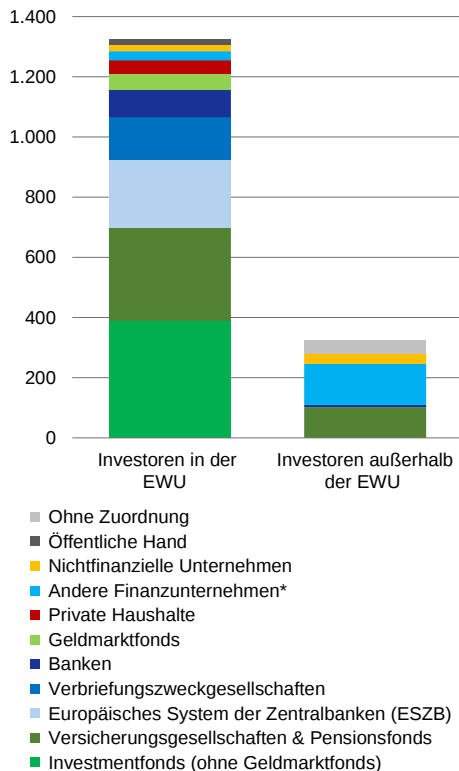


Unternehmensanleihemärkte in Europa

Wer hält die Unternehmensanleihen aus dem Euroraum?

13

Bestand an Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Unternehmen (Marktwert), Mrd. EUR, Q4 2023



* Für Investoren außerhalb der EWU einschließlich Investmentfonds.

Quellen: EZB, IWF, Deutsche Bank Research

Rentensysteme in Europa widerspiegelt. Somit befindet sich über die Hälfte aller Unternehmensanleihen in den Händen von Finanzintermediären im Auftrag institutioneller oder privater Kunden. Bemerkenswert ist, dass Verbriefungszweckgesellschaften nicht nur als Emittenten von Anleihen auftreten, sondern auch 8% der ausstehenden Unternehmenspapiere halten, während Banken einen Anteil von nur 6% haben. Andere Anlegergruppen, darunter Unternehmen selbst, private Haushalte (direkter Anleihebesitz) und Geldmarktfonds, spielen nur eine untergeordnete Rolle und haben fast alle ihren Sitz in der EWU.

Bemerkenswerterweise ist das Eurosystem der größte einzelne Anleihen-Investor. Die EZB und die nationalen Zentralbanken halten zusammen EUR 217 Mrd.¹⁵ oder etwa 13% der EUR 1,7 Bill. an Unternehmensanleihen, die im Euroraum begeben wurden. Dies ist umso erstaunlicher, als die EZB in den letzten zweieinhalb Jahren ihre Geldpolitik deutlich gestrafft hat, unter anderem durch die Beendigung ihrer Nettokäufe und der Reinvestitionen von auslaufenden Wertpapieren. Seit Mitte 2022 hat die EZB ihren Bestand an Unternehmensanleihen um EUR 13 Mrd. oder rund 6% reduziert. Seit dem Jahresanfang 2025 werden auch beim Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), wie schon bei anderen Programmen, Gelder aus fällig werdenden Schuldverschreibungen nicht mehr reinvestiert. Jetzt wird die EZB den Prozess der Desinvestition beschleunigen, sodass bis Mitte 2025 eine Reduzierung des Unternehmensportfolios um 10% (ca. EUR 20 Mrd.) vorgesehen ist.¹⁶

Fazit und Ausblick

Schuldverschreibungen als Finanzierungsquelle für Unternehmen spielen in Europa nur eine untergeordnete Rolle, trotz eines Aufwärtstrends im letzten Jahrzehnt, nicht zuletzt aufgrund oft etwas niedrigerer Finanzierungskosten im Vergleich zu Bankkrediten. Außerdem unterscheidet sich die Nutzung von Anleihen erheblich zwischen den Ländern. Langjährige Traditionen, eine Präferenz für etablierte Instrumente, Steuervorschriften und der Rechtsrahmen sowie die Verfügbarkeit von Krediten dürften dabei eine Rolle spielen. Zudem gibt es tendenziell mehr Anleiheemissionen in Ländern, in denen die Unternehmen im Durchschnitt größer sind. Gleichzeitig zeigt sich jedoch ein gewisser Grad an Integration der europäischen Kapitalmärkte. Auf der Emittentenseite konzentriert sich beispielsweise die Verbriefung auch von Unternehmenskrediten auf drei Zentren – Luxemburg, Irland und die Niederlande. Auf der Käuferseite wird fast die Hälfte der ausstehenden Unternehmensanleihen von Anlegern aus dem Euroraum, aber außerhalb des Heimatmarkts gehalten, während nur ein Drittel im Inland gehalten wird. Natürlich agieren große Vermögensverwalter und Versicherungen europa- oder sogar weltweit, und sie sind die wichtigsten Investoren für Unternehmensanleihen.

Ein Blick auf die Unternehmensfinanzierung in den USA zeigt deutlich, dass in Europa noch viel mehr Fremdkapital über den Kapitalmarkt aufgenommen werden könnte. Die USA sind jedoch ein vollständig integrierter Finanzmarkt. Auch in Europa verspricht eine verstärkte Integration daher größere und liquidere Märkte, bessere Konditionen und eine effizientere Kapitalallokation. Insbesondere kleinere Emittenten mit einem starken nationalen Fokus könnten von einer größeren nicht-einheimischen Investorenbasis in einem Markt mit weniger rechtlichen Hürden profitieren. Außerdem könnte der zur Verfügung stehende Kapitalpool durch mehr marktbasierende Spar- und Altersvorsorgeprodukte vergrößert werden.

¹⁵ Buchwert.

¹⁶ Siehe <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html#cspp> und <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>.



Unternehmensanleihemärkte in Europa

Diese Vision wird von der EU seit Langem verfolgt und steht nach wie vor weit oben auf der politischen Agenda. Der vor einigen Monaten veröffentlichte „Draghi-Bericht“, der von der Europäischen Kommission in Auftrag gegeben wurde, betonte, dass der „Aufbau einer echten Kapitalmarktunion, die durch eine stärkere Altersvorsorge unterstützt wird“, von entscheidender Bedeutung sei, um das für die Finanzierung der strategischen Ziele Europas nötige private Kapital bereitzustellen.¹⁷ Schon der vom Europäischen Rat in Auftrag gegebene „Letta-Bericht“ hatte die Bedeutung eines einheitlichen Finanzmarktes unterstrichen und eine Spar- und Investitionsunion gefordert.¹⁸ Die bereits 2014 vorgeschlagene Kapitalmarktunion zielt insbesondere darauf ab, die Möglichkeiten der Unternehmensfinanzierung auf den EU-Finanzmärkten zu harmonisieren und zu fördern.¹⁹ Derzeit wird über eine stärkere Harmonisierung der nationalen Insolvenzgesetze für Nichtbanken diskutiert, was insbesondere die Integration des Anleihemarktes erleichtern würde.²⁰ Initiativen im Zusammenhang mit der Kapitalmarktunion streben auch an, die Investorensseite zu stärken. Das Ziel ist ebenso, über die Kapitalmärkte mehr Mittel für die europäische Wirtschaft zu mobilisieren, z.B. durch ein paneuropäisches Altersvorsorgeprodukt für Privatanleger.²¹

Die Stärkung des europäischen Anleihemarktes und damit die Verbesserung des Zugangs von Unternehmen zu Finanzierungen wird auch weiterhin ein mühsames und langwieriges Projekt sein. Obwohl die EU innerhalb ihrer Grenzen den freien Kapitalfluss ermöglicht, wird der Markt für Schuldverschreibungen immer noch von vielen nationalen Regeln und Gepflogenheiten beeinflusst. In den kommenden Jahren werden gut funktionierende und integrierte Märkte umso wichtiger sein, als sich die EZB – die derzeit 13% aller ausstehenden Unternehmensanleihen hält – als Ankerinvestor zurückzieht. Gleichzeitig muss der Markt noch den jüngsten Zinsschock verkraften, der das Angebot an neuen Anleihen gedämpft hat.

Heike Mai (+49 69 910-31444, heike.mai@db.com)

¹⁷ Draghi, Mario (2024), The future of European competitiveness – A competitiveness strategy for Europe, 9. September.

¹⁸ Letta, Enrico (2024), Much more than a market, 18. April.

¹⁹ Siehe Hallak, Issam (2024), Capital markets union: Overview and state of play, Briefing, European Parliamentary Research Service, 8. Februar.

²⁰ Europäische Kommission (2022), Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung bestimmter Aspekte des Insolvenzrechts, 7. Dezember.

²¹ Weitere Informationen unter https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan/action-9-supporting-people-their-retirement_en.



EU-Monitor

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

- ▶ Unternehmensanleihemärkte in Europa:
Eine strukturelle Perspektive 16. Januar 2025
- ▶ Europäischer Verbriefungsmarkt:
Bereit für einen Neuanfang? 12. November 2024
- ▶ Starke Risikokapitalmärkte: Von zentraler Bedeutung
für grüne und digitale Innovationen 18. März 2024
- ▶ Sustainable Finance wird erwachsen 10. Oktober 2022
- ▶ Stablecoins: DeFi, Libra und mehr 8. April 2022
- ▶ Bezahlen in Europa 2020: Angleichung an der Ladenkasse,
Zementierung nationaler Unterschiede online 1. Dezember 2021
- ▶ Der digitale Euro:
Politische Ambitionen treffen auf ökonomische Realitäten 2. Juli 2021
- ▶ Staatsfinanzierung durch heimische Banken – was tun?
Risiken reduzieren, um die EU-Bankenunion zu stärken 30. April 2021
- ▶ EU-Krisenpaket: Erhöhte Haushaltsobergrenze
und (neue) Einnahmequellen für die EU 13. August 2020

© Copyright 2025. 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.