DIGITALES ARCHIV

ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
*ZBW – Leibniz Information Centre for Economics*

Kaya, Orcun; Schildbach, Jan; Lakhani, Kinner

**Book**

# Die Folgen des Brexit für das Investmentbanking in Europa

**Provided in Cooperation with:**
Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main

*Reference:* Kaya, Orcun/Schildbach, Jan et. al. (2018). Die Folgen des Brexit für das Investmentbanking in Europa. Frankfurt, Main : DB Research.

This Version is available at:
http://hdl.handle.net/11159/2827

**Kontakt/Contact**
ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft/Leibniz Information Centre for Economics
Düsternbrooker Weg 120
24105 Kiel (Germany)
E-Mail: *rights[at]zbw.eu*
https://www.zbw.eu/econis-archiv/

**Standard-Nutzungsbedingungen:**
Dieses Dokument darf zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen. Sofern für das Dokument eine Open-Content-Lizenz verwendet wurde, so gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

https://zbw.eu/econis-archiv/termsofuse

**Terms of use:**
*This document may be saved and copied for your personal and scholarly purposes. You are not to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public. If the document is made available under a Creative Commons Licence you may exercise further usage rights as specified in the licence.*

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Deutsche Bank
Research

EU-Monitor
Globale Finanzmärkte

# Die Folgen des Brexit für das Investmentbanking in Europa

28. November 2018

Autoren
Orçun Kaya
+49 69 910-31732
orcun.kaya@db.com

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

Kinner Lakhani
+44 207 54134140
kinner.lakhani@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
Stefan Schneider

Original in englischer Sprache: 2. Juli 2018

Der Austritt Großbritanniens aus der EU wird in ganz Europa weitreichende Auswirkungen auf Politik, Wirtschaft und die Bürger haben. Besonders stark dürfte ihn die Finanzbranche und dabei insbesondere die Investmentbanken zu spüren bekommen, da das europäische Finanzzentrum London wahrscheinlich seinen uneingeschränkten Zugang zum europäischen Binnenmarkt verlieren wird.

Dies könnte für Großbritannien erhebliche Konsequenzen haben: Mit einem Anteil von 6,6% an der Bruttowertschöpfung hat das Land im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung den größten Finanzsektor unter den großen europäischen Ländern. Finanzdienstleistungen sind ein wichtiger Exportartikel – und gehen zu 43% in die EU. Ohne den Überschuss, den Großbritannien mit der Erbringung von Investmentbanking-Dienstleistungen für Kunden aus der EU erzielt, wäre das britische Leistungsbilanzdefizit rund 50% höher.

Ausländische Banken machen fast 50% des britischen Bankensystems aus und dominieren das Investmentbanking-Geschäft in London. Der Großteil ihres Geschäfts wird über Filialen abgewickelt (Bilanzsumme: EUR 3 Bill.), die derzeit den Europäischen Pass nutzen, um EU-weit Dienstleistungen anzubieten. Insbesondere Nicht-EU-, aber auch britische Banken werden diese Möglichkeit nach dem Brexit wahrscheinlich nicht mehr haben und gezwungen sein, ihr EU-Geschäft auf den Kontinent zu verlagern. Sie werden existierende Tochtergesellschaften in der EU-27 aus- oder neue aufbauen müssen, mit eigener Kapital- und Liquiditätsausstattung und eigenständigen Strukturen und Geschäftsprozessen. Das könnte dazu führen, dass in der EU-27 zusätzliche EUR 35-45 Mrd. an Eigenkapital separat vorgehalten werden müssen („Ringfencing“).

Das Investmentbanking steht für fast drei Viertel der britischen Finanzdienstleistungsexporte. Derivate spielen dabei eine wesentliche Rolle: London ist neben New York das wichtigste Finanzzentrum für den Handel mit Devisen und Zinsderivaten. Auch die zentrale Abwicklung der allermeisten Zinsswaps, die auf Euro lauten, findet in London statt. Würde die EU/EZB verlangen, dass das Clearing auf den Kontinent verlagert wird, müssten erhebliche Sicherheiten (bis zu GBP 14 Mrd.) verschoben werden. Zudem könnte durch Marktfragmentierung und damit wegfallende Netting-Möglichkeiten ein zusätzlicher Sicherheitenbedarf (von mindestens GBP 6-25 Mrd.) entstehen.

Für die großen Investmentbanken ist nicht nur der Verlust des Europäischen Passes nach dem Brexit problematisch, sondern auch die Vorschläge der EU, nach denen große Nicht-EU-Banken ihr Geschäft in Zukunft über eigenständige Tochtergesellschaften („Intermediate Parent Undertakings“, IPU) abwickeln müssen. Dies bedeutet eine weitere Fragmentierung mit separat gebundenem Eigenkapital, Liquidität und Ressourcen – die Profitabilität der Banken wird darunter leiden und nicht alle EU-Geschäftsmodelle werden mehr praktikabel sein.

Eine der Branchen, die den Austritt Großbritanniens aus der Europäischen Union (EU) in rund vier Monaten wahrscheinlich am stärksten spüren wird, ist die Finanzbranche. Und innerhalb des Finanzsektors wird besonders das Kapitalmarktgeschäft der Banken betroffen sein. Diese Studie zeigt i) die Gründe dafür auf, analysiert ii) die voraussichtlichen Auswirkungen auf die Strukturen im Investmentbanking in Europa und Großbritannien und geht iii) näher ein auf die praktischen Folgen und Alternativen für einzelne Finanzinstitute.

## Ein wahrscheinliches Brexit-Szenario

Der offizielle Austritt Großbritanniens aus der EU erfolgt am 29. März 2019, d.h. in gerade einmal vier Monaten. Die EU und Großbritannien haben sich auf ein umfassendes Austrittsabkommen geeinigt, welches die Bedingungen der „Scheidung" im Detail regelt.[1] Nachdem der Europäische Rat das Abkommen am letzten Wochenende gebilligt hat, dürfte die erforderliche Zustimmung des Europäischen Parlaments im Wesentlichen eine Formalie sein, wohingegen die Zustimmung des britischen Parlaments fraglich ist. Die Vereinbarung sieht vor, dass Großbritannien während eines Übergangszeitraums von 21 Monaten bis Ende 2020 Teil des europäischen Binnenmarktes bleibt und somit der derzeitige unbeschränkte Zugang von EU-Unternehmen zum britischen Markt bzw. von britischen Unternehmen zum kontinentalen Markt bis dahin bestehen bleibt. Ohne ein Abkommen käme es hingegen im März 2019 voraussichtlich zu einem „harten Brexit" mit weitreichenden Konsequenzen.

Momentan ist unklar, wie die Beziehungen zwischen Großbritannien und der EU künftig aussehen werden. Laut der zum Austrittsabkommen gehörenden politischen Erklärung über die zukünftigen gemeinsamen Beziehungen ist eine enge und tiefe Partnerschaft das Ziel. Im Bereich Finanzdienstleistungen ist allerdings lediglich die Rede davon, dass beide Seiten eine baldige Überprüfung anstreben, ob der rechtliche Rahmen des jeweils anderen „äquivalent" ist und damit bei einigen Dienstleistungen ein gewisser Marktzugang möglich bleibt. Anders als bei Waren, wo eine Freihandelszone und ein einheitliches Zollgebiet das erklärte Ziel sind, gibt es jedoch bei Finanzdienstleistungen keine weitergehenden Ambitionen. Details des künftigen (Handels-)Abkommens sind zudem vollkommen offen und die politische Erklärung ist rechtlich nicht bindend. Ungeachtet dessen bilden einige Schlussfolgerungen den Rahmen für diese Studie:

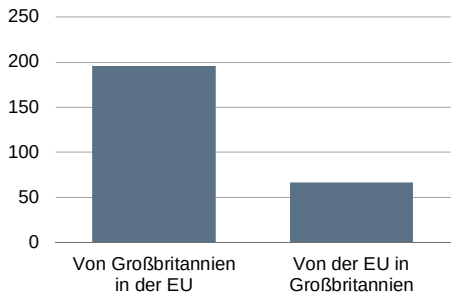
— Ein ausschlaggebender Faktor für das Ergebnis des britischen EU-Referendums waren die Sorgen der Wähler vor offenen Grenzen und der Arbeitnehmerfreizügigkeit in Europa. Außerdem war vielen Wähler wichtig, dass ihr Land politische Entscheidungen unabhängig vom Brüsseler EU-Gesetzgebungsprozess treffen kann (d.h. unabhängig von den Interessen anderer Länder, siehe das Schlagwort „take back control"). Beispielsweise möchte Großbritannien eigenständig (Handels-)Abkommen mit anderen Ländern abschließen können, was derzeit zentral die EU macht.

— Ein dritter wesentlicher Grund für die Brexit-Befürworter war der Wunsch, den erheblichen Nettobeitrag Großbritanniens zum EU-Haushalt einzusparen und das Geld stattdessen im eigenen Land auszugeben. Dieser Beitrag, dessen genaue Höhe strittig ist, liegt netto einschließlich weitergeleiteter Zolleinnahmen bei etwa EUR 10–11 Mrd. pro Jahr.[2] Dies entspricht ungefähr 1,1% der jährlichen Staatsausgaben Großbritanniens.

[1] Dieses Abkommen darf nicht mit dem neuen (Handels-)Abkommen verwechselt werden, das beide Seiten danach – im Wesentlichen in der Übergangsphase – aushandeln werden und das den Rahmen vorgeben wird, in dem Unternehmen zukünftig Geschäfte auf der jeweils anderen Seite des Ärmelkanals machen können. Das (Handels-)Abkommen muss höchstwahrscheinlich von den Parlamenten in allen EU-Ländern ratifiziert werden.
[2] Vgl. Körner (2018).

Ausländische Direktinvestitionen im Finanzsektor 1

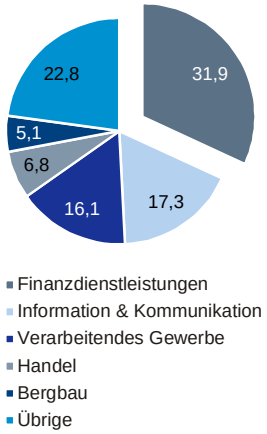
Ausstehendes Volumen in Mrd. EUR, 2016




Quelle: Eurostat

Direktinvestitionen britischer Firmen in der EU 2

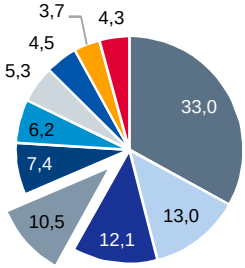
% des ausstehenden Volumens, 2016




Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Direktinvestitionen von EU-Firmen in Großbritannien 3

% des ausstehenden Volumens, 2016




- Verarbeitendes Gewerbe
- Handel
- Bergbau
- Finanzdienstleistungen
- Energieversorgung
- Verkehr
- Information & Kommunikation
- Beratung/Werbung/technische Dienstleistungen
- Personal-/Sicherheitsdienstl./Gebäudemanagement
- Übrige

Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

— Die EU und die anderen Mitgliedstaaten legen hingegen großen Wert darauf, den Binnenmarkt mit seinen vier Grundfreiheiten – freier Verkehr von Waren, Dienstleistungen, Personen und Kapital – zu erhalten. Für manche Länder wie Deutschland und Frankreich ist dies wichtig, um das europäische Projekt in seinem Kern zu bewahren. Für andere wiederum, insbesondere für Länder in Mittel- und Osteuropa, ist entscheidend, dass ihre Bürger die Möglichkeit behalten, sich überall in der EU niederzulassen und dort zu arbeiten. Die Nettoempfänger wollen zudem sicherstellen, dass sie weiterhin Mittel von der EU erhalten.

— Bei alledem ist die EU als Institution darauf bedacht, ein „Rosinenpicken“ hinsichtlich der EU-Regeln zu verhindern. Dadurch soll verhindert werden, dass andere Mitgliedstaaten im Falle einer für Großbritannien attraktiven Vereinbarung (wenn also das Land seine Wünsche überwiegend durchsetzt, ohne im Gegenzug auch Zugeständnisse zu machen) dem britischen Beispiel folgen.

— Entsprechend der oben genannten Prioritäten verfolgt die britische Regierung das Ziel, die Zuwanderung von Arbeitnehmern aus der EU zu begrenzen, die Zollunion und die Gerichtsbarkeit des Europäischen Gerichtshofs zu einem bestimmten Zeitpunkt zu verlassen und die Beitragszahlungen zum EU-Haushalt zu beenden (oder zumindest zu minimieren).

— Für die EU steht fest: Ein Land, das einige Grundprinzipien des Binnenmarktes nicht mehr anerkennen will, muss auch auf einige Vorteile des Binnenmarktes verzichten. Da Großbritannien wesentliche Teile der bisherigen Abmachung nicht mehr einhalten will, wird es einen beträchtlichen Preis bezahlen müssen. Wenn die britische Regierung keinen Rückzieher bei ihren „roten Linien“ macht, wird dies für wichtige Bereiche der britischen Wirtschaft wahrscheinlich das Ende des freien Zugangs zum Binnenmarkt bedeuten.

— Sowohl im Verarbeitenden Gewerbe als auch im Finanzsektor sind die EU und Großbritannien eng miteinander verflochten. Viele Entscheidungsträger in der EU sehen bei einem harten Brexit jedoch vor allem Risiken für das Verarbeitende Gewerbe, für den Finanzsektor indes sogar positive Perspektiven (aufgrund von möglichen Verlagerungseffekten). Dies ist nicht zuletzt auf das unterschiedliche Gewicht zurückzuführen, das die beiden Sektoren in den jeweiligen Volkswirtschaften haben: In der EU (ohne Großbritannien) entfallen 17,4% der Bruttowertschöpfung auf das Verarbeitende Gewerbe, in Großbritannien hingegen nur 10,3%. Finanzdienstleistungen wiederum haben einen Wertschöpfungsanteil von nur 4,5% in der EU, aber 6,5% in Großbritannien (zu weiteren Details siehe Kapitel „Bedeutung der Finanzbranche für Großbritannien“). Auch die ausländischen Direktinvestitionen britischer Unternehmen in der EU konzentrieren sich mit einem knappen Drittel vorwiegend auf den Finanzsektor. Umgekehrt sind die Direktinvestitionen von Unternehmen aus anderen EU-Ländern in Großbritannien breiter gestreut – nur circa 10% entfallen auf den Finanzsektor (siehe Textbox 4 unten). Hinzu kommt, dass Branchenverbände des Verarbeitenden Gewerbes in der EU wesentlich einflussreicher sind als Verbände der Finanzbranche. Das Investmentbanking und seine Vertreter genießen sowohl in der Öffentlichkeit als auch bei Politikern nicht gerade hohes Ansehen. Wenn es darum geht, in welchen Sektoren der freie Zugang Großbritanniens zum Binnenmarkt beendet wird, dürfte diese Konstellation dafür sorgen, dass das Verarbeitende Gewerbe eher geschont wird als die Finanzbranche. Aus den oben genannten Gründen scheint es realistisch, dass die Verbindungen zwischen Großbritannien und der EU im Bereich des Verarbeitenden Gewerbes (sowie die Bereitstellung gewisser Dienstleistungen) ohne wesentliche Einschränkungen aufrechterhalten werden, das grenzüberschreitende Geschäft der Finanzbranche hingegen die Hauptlast des Brexit zu tragen haben wird.

Verflechtungen zwischen Großbritannien und der EU durch ausländische Direktinvestitionen (FDI) im Bereich Finanzdienstleistungen 4

Die Direktinvestitionen britischer Unternehmen in der EU (43% der weltweiten britischen Direktinvestitionen) sind stark auf den Finanzdienstleistungsbereich konzentriert. Mit einem ausstehenden Volumen von EUR 196 Mrd. machen Direktinvestitionen in der Finanzbranche nahezu ein Drittel der gesamten britischen FDI in der EU aus. Dies ist fast so viel wie die Investitionen in die auf den nächsten beiden Plätzen folgenden Sektoren zusammengenommen (Information & Kommunikation sowie Verarbeitendes Gewerbe). Demgegenüber belaufen sich die Direktinvestitionen von EU-Unternehmen in der Finanzbranche in Großbritannien lediglich auf ein Drittel dieses Volumens, nämlich EUR 66 Mrd. Dies entspricht einem Anteil von nur rund 10% der gesamten FDI der EU in Großbritannien. Dabei halten sich die Investitionsvolumina in beide Richtungen insgesamt etwa die Waage.

Zudem entfallen 40% der weltweiten britischen FDI im Finanzsektor auf die EU. Diese ist somit der weitaus größte Empfänger auf diesem Gebiet. In die USA – zweitgrößter Empfänger britischer Investitionen im Finanzdienstleistungsbereich – sind nicht einmal halb so viele Gelder geflossen. Dagegen stammen die meisten Investitionen in die britische Finanzbranche aus den USA, was darauf hindeutet, dass viele US-Finanzinstitute das Land als Brückenkopf für den Zugang zum großen EU-Markt nutzen (wahrscheinlich stammt ein wesentlicher Teil der britischen FDI in der EU letztlich von US-Firmen).

Insgesamt scheint Großbritannien besonders anfällig zu sein in einem Brexit-Szenario, in dem es britischen Firmen erschwert würde, Finanzdienstleistungen für Kunden in der EU zu erbringen. Die EU hingegen hat unter diesen Umständen viel weniger zu verlieren, dürfte aber daran interessiert sein, beispielsweise im Verarbeitenden Gewerbe ein offenes Investitionsklima zu erhalten. Der Bestand an FDI aus der EU im Verarbeitenden Gewerbe in Großbritannien beläuft sich auf EUR 209 Mrd. und ist damit mehr als dreimal so hoch wie das FDI-Volumen in der Finanzbranche.

Diese Annahmen bilden den Rahmen für die folgende Analyse der Brexit-Folgen. Wie das endgültige Ergebnis aussehen wird, ist jedoch naturgemäß noch sehr ungewiss – insbesondere da es sich um ein außergewöhnlich komplexes Thema handelt und mit Großbritannien überhaupt zum ersten Mal ein Land aus der EU austreten will. Prognosen zur Zukunft der Investmentbanking-Branche in Europa nach dem Brexit bleiben daher schwierig und heikel.

## Der Aufstieg Londons zum Finanzzentrum

Großbritanniens Aufstieg (manche Beobachter würden auch sagen „Wiederaufstieg“) als bedeutendes internationales Finanzzentrum begann bereits in den 1960er Jahren. Grund dafür war hauptsächlich der wachsende Euromarkt (siehe kurze Übersicht in Textbox 5). Großbritannien, insbesondere London, spielte eine zentrale Rolle für Eurodollar-Transaktionen und es wurden dort mehr USD-Guthaben gehalten als irgendwo sonst außerhalb der USA. Schätzungen zufolge hatte London beispielsweise Mitte der 1970er Jahre mit 243 dort angesiedelten Tochtergesellschaften ausländischer Banken einen Anteil von 80% am Euromarkt. Über einen Zeitraum von drei Jahrzehnten blieb das Euromarktgeschäft in Großbritannien relativ stabil. Mit dem Aufstieg des modernen Börsenhandels verlor der Euromarkt in den 1990er Jahren etwas an Bedeutung.

Großbritannien profitierte als Finanzzentrum auch stark von der Liberalisierung der Finanzmärkte in den 1980er Jahren, insbesondere vom „Big Bang“ 1986. Damit wurde eine Reihe von Einschränkungen auf den Wertpapiermärkten abgeschafft. Mit der Deregulierung verlagerte sich der Aktienhandel in Großbritannien vom Parkett auf elektronische Plattformen. Feste Provisionen bei Aktiengeschäften wurden abgeschafft, was für mehr Wettbewerb sorgte. Durch die Aufhebung der Trennung zwischen Aktienhändlern und Beratern erleichterte der Big Bang M&A-Transaktionen. Die neuen Regelungen öffneten den britischen Finanzmarkt für internationale Banken, da nun auch ausländische Unternehmen Eigentümer britischer Broker werden konnten. Dies hatte einen sprunghaften Anstieg der Liquidität am Markt zur Folge. Die Anzahl der an der London Stock Exchange (LSE) gehandelten Aktien verdoppelte sich innerhalb weniger Jahre und stieg auch danach kontinuierlich weiter an. Zwischen 1987 und 2000 legte das Handelsvolumen mit internationalen Aktien an der LSE um den Faktor 61

Euromarkt 5

Seit Mitte der 1950er Jahre ist die Nachfrage außerhalb der USA nach dem US-Dollar, der internationalen Reservewährung, stetig gestiegen. Banken begannen im Auftrag von Staaten und Unternehmen weltweit damit, lokale Währungen gegen USD zu handeln, und hielten USD-Reserven als Sicherheiten. Daraus entwickelte sich der Interbankenmarkt. Aufgrund verschiedener Faktoren wurden diese Einlagen und Transaktionen üblicherweise außerhalb der USA gehalten bzw. getätigt.

London entwickelte sich zu einem Zentrum für solche Reserven, insbesondere für auf USD lautende Termineinlagen, sowie für den Handel von Futures auf USD mit Barausgleich, d.h. zu einem Eurodollar-Zentrum. Diese Einlagen und Transaktionen werden allgemein unter dem Begriff „Euromarkt“ subsummiert, der Märkte bezeichnet, an denen Banken Geschäfte in fremder Währung außerhalb ihres Heimatlandes abwickeln. Das Präfix „Euro“ hat nichts mit der Währung oder dem Euroraum zu tun, sondern rührt daher, dass solche Transaktionen erstmals in Europa und insbesondere in London getätigt wurden.

Quellen: Paris School of Economics, Deutsche Bank Research

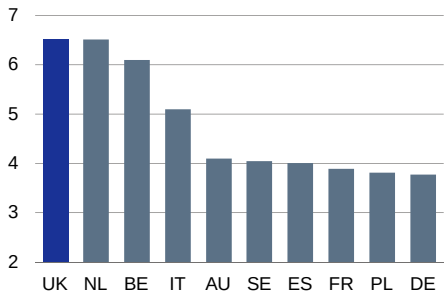
zu. Die Übernahmen britischer Firmen durch ausländische Unternehmen nahmen im selben Zeitraum um das 11-Fache zu. Die Big-Bang-Reformen erwiesen sich als vorausschauend und stärkten Londons Rolle als Finanzzentrum.

In der Folgezeit profitierte London ungemein von der Schaffung des europäischen Binnenmarktes im Jahr 1993 und der Einführung des Euro. Zum einen besteht der große Vorteil des Binnenmarktes darin, dass er ausländischen Banken, die lediglich in einem Mitgliedstaat eine Lizenz haben, Zugang zum gesamten EU-Markt gewährt. Insbesondere Nicht-EU-Banken errichteten in Großbritannien zugelassene und beaufsichtigte Tochtergesellschaften, um von ihren „Passporting-Rechten“[3] Gebrauch zu machen und ihre Dienstleistungen ohne die Notwendigkeit weiterer Genehmigungen EU-weit anzubieten. Da Nicht-EU-Banken Großbritannien – und insbesondere London – als Tor zur EU nutzten, entstand dort an einem Standort ein Netzwerk internationaler Banken, das dann auch EU-Banken anlockte, die zunehmend ihr Geschäft in London ausbauten. Auch diese nutzten mit der Errichtung von Filialen in Großbritannien, die von ihrer Muttergesellschaft abhängig blieben, zum Teil das Passporting. Darüber hinaus verloren durch die Einführung des Euro andere, auf den bilateralen Handel lokaler europäischer Währungen spezialisierte Finanzzentren teilweise an Bedeutung. Angesichts der steigenden Zahl internationaler Akteure in London sowie des Standortvorteils mit Handelszeiten zwischen Asien und den USA wurden Euro-Transaktionen zunehmend in London abgewickelt. Zu guter Letzt profitierte London auch enorm vom Wachstum der OTC-Derivatemärkte vor der Finanzkrise. Dies ist wahrscheinlich auf die relativ frühe Umstellung auf den elektronischen Handel und die Einführung des Euro zurückzuführen, der die Emission von auf Euro lautenden Derivaten ankurbelte.

Insgesamt betrachtet haben über einen langen Zeitraum verschiedene Faktoren zur führenden Rolle Großbritanniens und Londons bei Finanzdienstleistungen beigetragen. Allerdings hat der Euromarkt mittlerweile an Bedeutung verloren und fast alle modernen Volkswirtschaften haben inzwischen Reformen wie die des Big Bang umgesetzt. Aus diesem Grund sind der Zugang zum EU-Binnenmarkt und der Euro-Handel für den britischen Finanzsektor heute von zentraler Bedeutung. So geht ein Drittel aller britischen Finanzdienstleistungs-Exporte (einschließlich Versicherungs- und Altersvorsorge-Dienstleistungen) nach Schätzungen des britischen Finanzministeriums in die EU (siehe unten).[4] Im Zuge des Brexit wird die britische Finanzbranche jedoch aller Voraussicht nach einen Teil ihrer Passporting-Rechte einbüßen und somit den uneingeschränkten Zugang zum EU-Binnenmarkt verlieren.

Anteil der Bruttowertschöpfung im Finanzsektor in % 6

10 größte Volkswirtschaften in der EU, 2017




Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

## Bedeutung der Finanzbranche für Großbritannien

Die Finanzbranche ist einer der wichtigsten Sektoren der britischen Volkswirtschaft. Einschließlich der Versicherungsbranche und verwandter Dienstleistungen ist sie nach der Immobilienbranche der zweitgrößte Wirtschaftszweig. Mit GBP 115 Mrd. kommt die Finanzbranche auf einen Anteil an der Bruttowertschöpfung des Landes von 6,6% – zum Höchststand 2009 waren es 9%.[5] Bei Finanzdienstleistungen im engsten Sinne beträgt der Anteil 4,1%. Selbst der höhere Wert spiegelt die Bedeutung des Finanzsektors jedoch nicht in vollem Umfang wider, da sonstige, von der Branche abhängige Dienstleistungen – z.B. in den Bereichen Wirtschaftsprüfung, Beratung und juristische Dienste – nicht mit

[3] „Passporting-Rechte“ bezeichnen das Recht eines in einem Land des Europäischen Wirtschafts raums (EWR) beheimateten Unternehmens, in jedem anderen EWR-Land Geschäfte zu machen, ohne dort eine neue Genehmigung zu benötigen.
[4] HM Treasury (2016).
[5] Der folgende Abschnitt basiert zu einem großen Teil auf Daten des britischen Office of National Statistics für das Jahr 2016. Eurostat hat bereits aggregierte Daten zur Bruttowertschöpfung für 2017 veröffentlicht (die für Großbritannien keine größeren Veränderungen im Vergleich zum Vorjahr zeigen), für detaillierte Analysen stehen jedoch nur die ONS-Daten zur Verfügung.

eingerechnet sind.[6] Innerhalb Europas hat Großbritannien in absoluten Zahlen den größten Finanzsektor. Und auch relativ betrachtet, im Verhältnis zur Größe der Volkswirtschaft, hat Großbritannien unter den zehn größten EU-Nationen die stärkste Finanzbranche (einschließlich Versicherungen und verwandter Dienstleistungen). So hat der britische Finanzsektor weitaus mehr Gewicht als seine Pendants in anderen großen Ländern wie Deutschland und Frankreich.

Als internationaler „Bestseller" Großbritanniens haben Finanzdienstleistungen sogar eine noch größere Bedeutung. Selbst ohne Versicherungen sind Finanzdienstleistungen die zweitwichtigste Exportbranche – übertroffen nur vom Aggregat der „anderen Unternehmensdienstleistungen". Die Finanzdienstleistungsexporte (ohne Versicherungen) beliefen sich 2017 auf beträchtliche GBP 60 Mrd. und machten damit 22% aller Dienstleistungsexporte aus. Der weitaus größte Teil davon (73% bzw. GBP 44 Mrd.) kam aus dem Investmentbanking, basierend auf ein paar Annahmen.[7]

43% der britischen Finanzdienstleistungsexporte gingen in die EU, d.h. die Dienstleistungen wurden für Kunden aus der EU erbracht. Die Finanzdienstleistungsexporte in die EU sind im Laufe der Zeit stark angestiegen – im letzten Jahrzehnt um mehr als die Hälfte, trotz der Finanzkrise – während der EU-Anteil an den Finanzdienstleistungsexporten insgesamt hoch und stabil geblieben ist. Insgesamt entfällt circa ein Drittel aller britischen Finanzdienstleistungsexporte auf Investmentbanking-Dienstleistungen für Kunden aus der EU.

Hauptsächlich aufgrund Londons herausragender Stellung als globales Finanzzentrum verzeichnet Großbritannien einen enormen Außenhandelsüberschuss bei Finanzdienstleistungen. Die Importe in diesem Bereich sind sehr gering. Allein der mit der EU erzielte Exportüberschuss beläuft sich auf GBP 21 Mrd., davon rund GBP 15 Mrd. aus Kapitalmarktdienstleistungen.

Investmentbanking-Dienstleistungen aus Großbritannien für die EU: Immer mehr – bis jetzt 7

| | 2017 | 2016 | 2011 | 2006 | Einheit |
|---|---|---|---|---|---|
| Dienstleistungsexporte Großbritanniens (weltweit) | 277.039 | 257.888 | 196.852 | 146.953 | Mio. GBP |
| Finanzdienstleistungsexporte Großbritanniens, ohne Versicherungen | 59.624 | 55.999 | 56.075 | 37.472 | Mio. GBP |
| Exporte von Investmentbanking-Dienstleistungen aus Großbritannien | 43.569 | 41.162 | 41.946 | 26.349 | Mio. GBP |
| Anteil des Investmentbankings an den gesamten Finanzdienstleistungsexporten Großbritanniens | 73,1 | 73,5 | 74,8 | 70,3 | % |
| Anteil der EU an den Finanzdienstleistungsexporten Großbritanniens | 43,5 | 43,2 | 41,1 | 40,3 | % |
| Anteil von Investmentbanking-Dienstleistungen für EU-Kunden an den gesamten Finanzdienstleistungsexporten Großbritanniens | 31,8 | 31,8 | 30,7 | 28,3 | % |
| Britischer Handelsüberschuss bei Finanzdienstleistungen gegenüber der EU (ohne Versicherungen) | 20.727 | 18.396 | 15.580 | 9.186 | Mio. GBP |
| Britischer Handelsüberschuss aus der Erbringung von Investmentbanking-Dienstleistungen für die EU | 15.146 | 13.522 | 11.654 | 6.459 | Mio. GBP |
| Britischer Leistungsbilanzsaldo insgesamt (Waren und Dienstleistungen) | -25.886 | -30.887 | -18.473 | -34.359 | Mio. GBP |
| Anstieg (ceteris paribus) des britischen Leistungsbilanzdefizits ohne den Überschuss aus dem Export von Investmentbanking-Dienstleistungen in die EU | 58,5 | 43,8 | 63,1 | 18,8 | % |

Quellen: ONS, Deutsche Bank Research

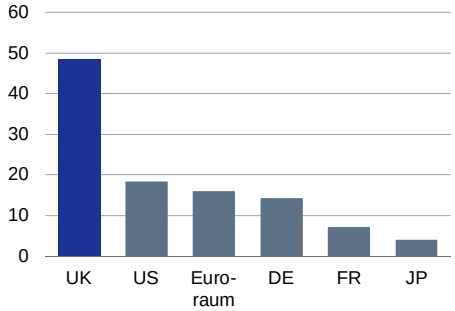
[6] Der Branchenverband TheCityUK schätzt, dass auf den britischen Finanzsektor und „verwandte Dienstleistungen" – Wirtschaftsprüfungs-, Beratungs- und juristische Dienstleistungen, allerdings auch für andere Branchen als den Finanzsektor – sogar 10,7% der Bruttowertschöpfung entfallen. Fast die Hälfte davon (46%) wird in London erbracht. Betrachtet man nur das Kapitalmarktgeschäft, ist die Dominanz Londons höchstwahrscheinlich noch größer. Vgl. auch CityUK (2017a) und CityUK (2017b).

[7] TheCityUK schätzt, dass die Exporte von Finanz- und „verwandten" Dienstleistungen zusammen 38% aller Dienstleistungsexporte ausmachen und 2016 ein Volumen von GBP 96 Mrd. erreicht haben. Vgl. CityUK (2018).

Beim Brexit steht also viel auf dem Spiel. Ohne uneingeschränkten und verlässlichen Zugang zum EU-Binnenmarkt ist dieser Überschuss in Gefahr. Manche Geschäfte dürften teilweise auf den Kontinent verlagert werden oder – noch problematischer – ganz wegfallen, da Dienstleistungen lokal erbracht werden müssten, in einem dezentralisierten/fragmentierten Markt. Dies wird wahrscheinlich zu höheren Kosten und geringerer Liquidität führen. Die Erbringung von Kapitalmarktdienstleistungen in Europa würde damit weniger effizient. Wie groß könnte der Schaden für Großbritannien werden? Insgesamt ist die Leistungsbilanz des Landes stark negativ, da der Wert der importierten Waren und Dienstleistungen den Wert der Exporte seit Jahren um GBP 25–30 Mrd. übersteigt. Ohne den positiven Beitrag der Investmentbanking-Dienstleistungen für EU-Kunden wäre dieses Defizit unseren Berechnungen zufolge ceteris paribus sehr viel höher, etwa 50%. Der Brexit ist somit in der Tat ein großes Risiko für eine der wichtigsten Branchen der britischen Volkswirtschaft und insbesondere für den Außenhandel und die Leistungsbilanz des Landes.

GB: Höchster Marktanteil ausländischer Banken unter den großen Nationen* 8

% der inländischen Bilanzsumme des Bankensystems, 2017 (2016 für USA und Japan)

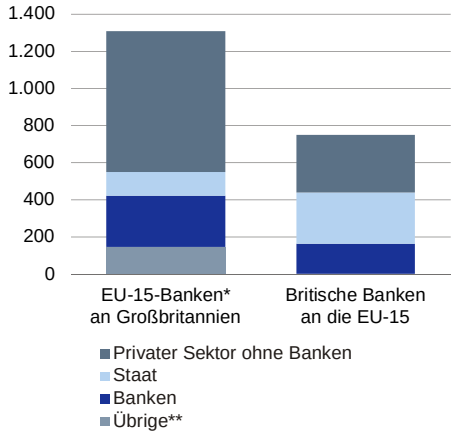



* Bei ausländischen Banken sitzt die Konzernmutter außerhalb des jeweiligen Landes.

Quellen: EZB, BIZ, Deutsche Bank Research

Bilaterale Forderungen der Banken nach Land und Sektor 9

Mrd. USD, 2017, auf Basis des letztlichen Risikoträgers




* Keine Daten für Luxemburg; Dänemark auf Basis der unmittelbaren Gegenpartei
** Niederländische & dänische Banken Forderungen ggü. Großbritannien insgesamt; portugiesische & finnische Banken ggü. britischem Staat

Quellen: BIZ, Deutsche Bank Research

## Präsenz ausländischer Banken in Großbritannien und Passporting

Als Magnet für ausländische Banken in den vergangenen 50 Jahren ist Großbritannien eines der internationalsten Bankenzentren weltweit. 2017 entfielen 49% der Aktiva der Banken in Großbritannien auf Institute in ausländischem Besitz. Verglichen mit weniger als 20% in den USA, 14% in Deutschland oder 4% in Japan ist dieser Anteil ausländischer Banken bemerkenswert hoch.

Dienstleistungen für britische Kunden machen einen wesentlichen Teil des Geschäfts ausländischer Banken in Großbritannien aus. Banken aus der „alten" EU-15 haben Forderungen gegenüber privaten Nichtbanken in Höhe von USD 760 Mrd. Einige dieser Banken sind als klassische Geschäftsbanken im Privat- und Firmenkundengeschäft tätig.[8] Andere Forderungen ergeben sich beispielsweise aus dem Besitz von britischen Staatsanleihen oder der Vergabe von Krediten an britische Banken. Die Forderungen der EU-15-Banken gegenüber britischen Schuldnern belaufen sich über alle Sektoren hinweg auf insgesamt USD 1,3 Bill. Dies entspricht mehr als der Hälfte aller Forderungen sämtlicher ausländischer Banken gegenüber der britischen Volkswirtschaft und unterstreicht die Offenheit des britischen Finanzsystems und die starke Präsenz europäischer Finanzinstitute. Umgekehrt sind die Forderungen britischer Banken gegenüber der EU zwar etwas geringer, jedoch mit etwa USD 750 Mrd. immer noch beträchtlich. Natürlich sind die Volkswirtschaften und Finanzsysteme Großbritanniens und der EU unterschiedlich groß, und auf britische Banken entfällt nur ein Anteil von 10% an allen Forderungen ausländischer Banken gegenüber der EU-15. Wenngleich nicht alle Kapitalmarkt-Aktivitäten voll erfasst sind, belegen diese Zahlen unter dem Strich doch die starken bilateralen Verflechtungen zwischen den britischen Banken und dem Kontinent sowie zwischen den kontinentalen Banken und Großbritannien.

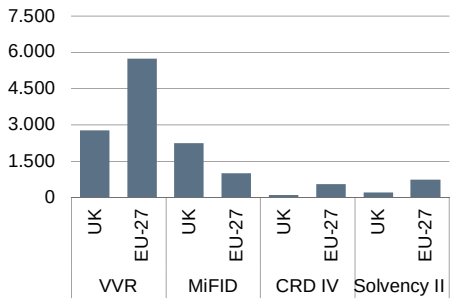
Es liegt nahe, dass ausländische Banken in Großbritannien in verschiedenen Marktsegmenten operieren und für ein breites Spektrum von Kunden und Gegenparteien gleichzeitig tätig sind. Es ist daher nicht einfach zu beziffern, welcher Anteil an den Aktiva ausländischer Banken Großbritannien verlassen dürfte, erst recht in diesem ungewissen Stadium der Brexit-Verhandlungen.

[8] Trotz großer Überschneidungen zwischen den Aktiva ausländischer Banken in Großbritannien und den Forderungen ausländischer Banken gegenüber britischen Schuldnern sind diese keinesfalls deckungsgleich. Aktiva ausländischer Banken *in* Großbritannien umfassen auch Wertpapiere, die von nicht-britischen Emittenten begeben wurden, etwa US-Staatsanleihen, die folglich nicht zu den Forderungen von (ausländischen) Banken *gegenüber* Großbritannien zählen. Umgekehrt gilt ebenso: Wenn eine ausländische Bank britische Staatsanleihen in einem Drittland hält, hat sie eine Forderung *gegenüber* Großbritannien, jedoch keinen Vermögenswert *in* Großbritannien.

Erste Anhaltspunkte für eine grobe Schätzung des Verlagerungspotenzials liefert dennoch die Anzahl der Unternehmen, die von Großbritannien aus den EU-Binnenmarkt bedienen, und umgekehrt von der EU aus den britischen Markt. 2016 nutzten nach Angaben der Financial Conduct Authority (FCA) 5.476 in Großbritannien registrierte Finanzunternehmen – Banken, Versicherer, Vermögensverwalter und Zahlungsdienstleister – das Passporting, um in der EU-27 Geschäfte zu machen. Umgekehrt waren 8.008 in der EU-27 registrierte Finanzunternehmen auf Grundlage ihrer Passporting-Rechte in Großbritannien aktiv. In beiden Fällen können die Unternehmen im Binnenmarkt verschiedene Arten von Dienstleistungen erbringen und mehr als einen Europäischen Pass besitzen. Dadurch kommt bestimmten Pässen eine besondere Bedeutung zu.

Bilateraler Handel EU-Großbritannien: Mehrzahl der Pässe bei Finanzdienstleistungen für Versicherer 10

Zahl der Unternehmen mit Passporting-Rechten, nach Herkunftsland und Rechtsgrundlage, 2016




Quellen: FCA, Deutsche Bank Research

Bei den verschiedenen Finanzdienstleistungen basiert die größte Zahl der Pässe auf der Richtlinie über Versicherungsvermittlung (VVR) (siehe Grafik 10). Rund 2.750 britische Unternehmen besitzen einen VVR-Pass für die EU-27. Mit etwa 5.700 ist die Anzahl der EU-27-Unternehmen mit einem VVR-Pass für Großbritannien sogar noch wesentlich größer. Die VVR ermöglicht es Versicherungsmaklern und anderen Versicherungsvermittlern, sich in ihrem Heimatland registrieren zu lassen und dann Versicherungsprodukte im gesamten Binnenmarkt anzubieten. Versicherungsgesellschaften und Versicherungsnehmer profitieren offenbar stark von der VVR: Schätzungen zufolge sind in Großbritannien 6 Millionen Versicherungsnehmer Kunden eines EU-27-Versicherers und knapp 30 Millionen Versicherungsnehmer in der EU-27 sind Kunden eines britischen Versicherers. Die Anpassung von Versicherungsverträgen und vor allem deren juristische „Verlagerung“ ist daher ein wichtiger Aspekt im Rahmen der Brexit-Gespräche. Im Falle eines harten Brexit müssten die EU-27-Versicherer, die ihre Produkte derzeit mit einem Europäischen Pass an britische Kunden vertreiben, dafür Tochtergesellschaften in Großbritannien gründen. Analog müssten britische Versicherungen, die heute Kunden aus der EU über lokale Filialen ihrer Zentrale in London (bzw. direkt grenzüberschreitend) bedienen, rechtlich selbstständige Einheiten in der EU-27 gründen. Eine detaillierte Analyse würde hier jedoch den Rahmen sprengen, da es in dieser Studie vor allem um das Investmentbanking geht.

Grenzüberschreitende Bankdienstleistungen basieren größtenteils auf Passporting-Rechten im Rahmen der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und teilweise auch auf der Eigenkapitalrichtlinie (CRD). Rund 1.000 EU-27-Unternehmen besitzen einen MiFID-Pass, mit dem sie in Großbritannien Geschäfte machen können. Umgekehrt nutzen 2.250 britische Unternehmen einen MiFID-Pass für den Zugang zur EU-27. Das bedeutet, dass 50–60% aller britischen „Wertpapierfirmen“ im Sinne der MiFID das Passporting in die EU-27 nutzen. Mit einem MiFID-Pass bekommen Banken das Recht, Aktien, Anleihen oder andere Finanzinstrumente zu handeln. Zudem dürfen sie damit über Londoner Filialen oder Tochtergesellschaften Derivatepositionen im gesamten EU-Binnenmarkt eingehen. Da die Umsetzung des MiFID-Passporting eng mit der rechtlichen Konzernstruktur von Banken verknüpft ist, bedarf dieser Aspekt einer genaueren Betrachtung.

## Brexit-Auswirkungen auf das MiFID-Passporting und die rechtliche Konzernstruktur von Banken

Alle unter die MiFID fallenden Unternehmen in Großbritannien und das Geschäft britischer Banken in Kontinentaleuropa werden in unterschiedlichem Maße von einem Verlust der Passporting-Rechte betroffen sein. Ausschlaggebend wird jeweils sein, wo sie ansässig sind und auf welcher rechtlichen Grundlage sie operieren. Im Rahmen des Brexit sind drei Konstellationen besonders relevant:

1) das Geschäft britischer Banken mit Kunden aus der EU-27

2) das Geschäft von EU-27-Banken in Großbritannien mit Kunden aus Großbritannien, der EU-27 und Nicht-EU-Ländern

3) das Geschäft von Nicht-EU-Banken in Großbritannien mit Kunden aus der EU-27[9]

In jedem der drei Fälle gilt es noch weiter zu differenzieren: Ist die Geschäftseinheit a) eine Tochtergesellschaft oder b) eine Filiale der Konzernmutter? Der entscheidende Unterschied besteht darin, dass Tochtergesellschaften in den Ländern, in denen sie tätig sind, über eigenes Eigenkapital verfügen, Filialen hingegen nicht.

1) Nach dem Brexit werden britische Banken aus Sicht der EU-Länder einen Drittlandstatus haben und nicht mehr in der Lage sein, Kunden in der EU direkt von London aus zu bedienen. Um ihre Dienstleistungen weiterhin anbieten zu können, müssen sie ihr Geschäft in eines der EU-27-Länder verlegen. Dies kann in Form einer Tochtergesellschaft oder – weniger wahrscheinlich – einer Filiale der Muttergesellschaft geschehen, je nachdem, was in dem neuen Handelsabkommen zwischen der EU-27 und Großbritannien vereinbart wird.

2) Bei EU-27-Banken, die in Großbritannien aktiv sind, stellt sich die Situation etwas anders dar. Hier ist nicht zwangsläufig eine Verlagerung notwendig. Bei diesen Banken kommt es hinsichtlich ihres Geschäfts mit britischen, EU-27- und Nicht-EU-Kunden auf die rechtliche Struktur in London an. Was das Geschäft mit Kunden aus der EU-27 betrifft, ist der Fall im Prinzip nicht besonders kompliziert, da die Konzernmutter bereits in der EU-27 sitzt und das Geschäft somit „lediglich“ wieder dorthin zurückverlegt werden muss (unter gewissen Umständen könnte es theoretisch auch in Großbritannien verbleiben, je nachdem, wie das neue Abkommen zwischen der EU und Großbritannien aussieht). Wenn EU-27-Banken über (Londoner) Filialen Dienstleistungen für Kunden in Großbritannien oder Nicht-EU-Ländern erbringen, müssen sie diese Filialen wahrscheinlich in Tochtergesellschaften umwandeln. Allerdings hat die Bank of England (BoE) bereits signalisiert, dass sie es eventuell tolerieren könnte, wenn kleinere Investmentbanken aus der EU-27 ihr Geschäft weiter über eine Filiale abwickeln, wenngleich diese Möglichkeit noch nicht klar definiert ist.

3) Das Geschäft von Nicht-EU-Banken, die aus London heraus Kunden aus der EU-27 bedienen, wird sowohl mit den Problemen der britischen als auch mit denen der EU-27-Banken konfrontiert sein. Die Nicht-EU-Banken werden ihr Geschäft in die EU-27 verlegen und ihre Filialen in Tochtergesellschaften umwandeln müssen.

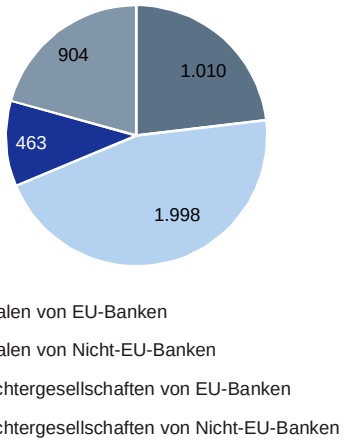
Der entscheidende Unterschied zwischen Tochtergesellschaften und Filialen von Banken besteht darin, dass Tochtergesellschaften dort, wo sie tätig sind, bereits über eine eigene, separate Eigenkapitalausstattung verfügen. Filialen im Ausland operieren hingegen mit der Eigenkapitalbasis der Zentrale der Bank. Bei Filialen, deren Geschäft unter die MiFID-Regelungen fällt, wird das Eigenkapital der Muttergesellschaft nach dem Brexit nicht reichen. Banken werden ihre Filialen in Tochtergesellschaften umwandeln und diese mit separat gehaltenem Eigenkapital ausstatten müssen (abgesehen davon, dass auch eine Banklizenz beantragt und eine komplett neue, eigenständige Governance-Struktur eingeführt werden muss). Das Ganze ist ein sehr mühsamer und kostspieliger Prozess.

Nun zur Frage, wie groß das Geschäftsvolumen ist, das unter diesen Umständen auf dem Spiel steht. 1) Zum Geschäft britischer Banken mit Kunden in der EU gibt es, wie oben erwähnt, ein paar Zahlen. (Einheimische) britische Banken haben Forderungen gegenüber Kunden in der EU-15 von insgesamt

[9] Daneben gibt es natürlich auch noch andere Arten von grenzüberschreitendem Geschäft, z.B. das von britischen Banken außerhalb der EU oder das Geschäft von Nicht-EU-Banken mit britischen Kunden. Diese sind für die Brexit-Diskussion jedoch weniger relevant.

Filialen ausländischer Banken rücken in den Blickpunkt 11

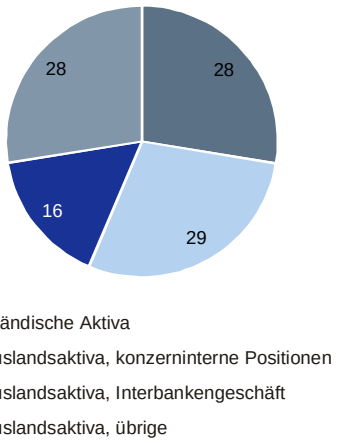
Bilanzsumme ausländischer Banken in Großbritannien in Mrd. EUR, 2017




Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Bilanzsumme der Filialen ausländischer Banken in Großbritannien 12

%, 2011




Quelle: BoE (2013)

USD 750 Mrd., davon USD 310 Mrd. gegenüber dem privaten Nichtbankensektor (und davon wiederum USD 200 Mrd. gegenüber nicht-finanziellen Unternehmen und Haushalten). Unklar ist jedoch, welcher Anteil dieses Geschäfts bereits jetzt durch Tochterunternehmen vor Ort abgewickelt wird (und damit kaum vom Brexit betroffen wäre) und welcher Anteil auf Filialen oder direkt grenzüberschreitendes Geschäft von Großbritannien aus entfällt (und somit von einem Verlust von Passporting-Rechten betroffen wäre). Mit Blick auf die Punkte 2) und 3) gibt es Zahlen zu den Aktiva ausländischer Banken in Großbritannien nach Herkunft und Rechtsform. Diese Zahlen liefern allerdings lediglich Anhaltspunkte für das Geschäftsvolumen, nicht unbedingt für die Art des Geschäfts. Sowohl bei EU-27-Banken als auch bei Nicht-EU-Banken spielen Filialen eine Schlüsselrolle. EU-27-Banken waren 2017 in London durch Tochtergesellschaften mit einer Bilanzsumme von insgesamt knapp EUR 0,5 Bill. und durch Filialen mit ca. EUR 1 Bill. vertreten. Für Nicht-EU-Banken ergab sich eine Bilanzsumme von EUR 0,9 Bill. bei Tochtergesellschaften und enormen EUR 2 Bill. bei Filialen. Dank MiFID-Pässen konnten EU-27-Banken ihr Londoner Geschäft über Filialen ausweiten, ohne lokal separates Eigenkapital zu binden (Ringfencing). Einige Nicht-EU-Banken – etwa Institute aus den USA und Japan – können dank bilateraler Abkommen zwischen Großbritannien und ihrem Heimatland mittels Filialen in London operieren, für die im Heimatland gehaltenes Eigenkapital ebenfalls ausreicht. Obendrein nutzen diese Banken einen MiFID-Pass, um über ihre Londoner Filialen Geschäft mit Kunden aus der EU-27 zu machen. Grundsätzlich könnte der Wegfall des MiFID-Passporting zu einer Umwandlung von Filialen in Tochtergesellschaften führen. Es lohnt sich daher, einen genaueren Blick auf das Geschäft der Filialen zu werfen, um die möglichen Kosten einer Umwandlung abschätzen zu können. Abgesehen davon werden aber natürlich auch die (wesentlich kleineren) Tochtergesellschaften von EU-27- und Nicht-EU-Banken in London im Geschäft mit Kunden aus der EU unter dem Verlust des Zugangs zum Binnenmarkt durch den Brexit zu leiden haben.

Filialen ausländischer Banken in Großbritannien (sowohl aus den EU-27- als auch aus Nicht-EU-Ländern) bieten ein breites Spektrum an Dienstleistungen an, die natürlich nicht alle eine Umwandlung in Tochtergesellschaften erfordern. Nicht mehr ganz aktuelle Zahlen der BoE zeigen eine interessante Aufschlüsselung (siehe Grafik 12). Zunächst einmal sind 28% der Bilanzsumme der Filialen ausländischer Banken inländische Aktiva, also beispielsweise Forderungen aus der Kreditvergabe an nicht-finanzielle Kunden oder gegenüber dem Finanzsektor in Großbritannien. Bei diesen Dienstleistungen kann es nach der Aussage der BoE durchaus sein, dass kein großer Anpassungsbedarf besteht und ausländische Banken diese weiterhin erbringen dürfen, ohne separat Eigenkapital vorhalten zu müssen. Auf der anderen Seite sind mehr als 70% der Bilanzsumme der Filialen ausländischer Banken Auslandsaktiva, d.h. Aktiva, die sich aus Geschäften außerhalb Großbritanniens ergeben. 29% des Gesamtwerts entfallen auf konzerninterne Transaktionen und sind somit ebenfalls nicht unbedingt relevant in Bezug auf eine Umwandlung in Tochtergesellschaften. Die übrigen 44% entfallen auf Interbankengeschäft und sonstiges Geschäft – etwa Handelsaktivitäten, kurzfristige Liquiditätspositionen, Überkreuzbeteiligungen, Garantien oder Sicherheiten. Dieser Teil des in Großbritannien angesiedelten Geschäfts ausländischer Banken mit nicht-britischen Kunden wird aller Voraussicht nach

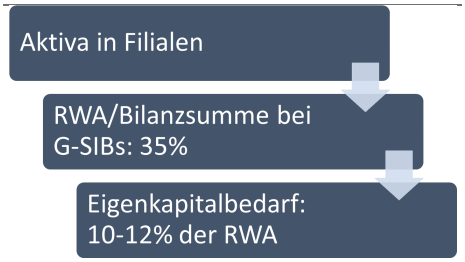
— in der ein oder anderen Form eine Umwandlung in eine Tochtergesellschaft in Großbritannien erfordern, wenn es sich um eine in der EU ansässige Bank handelt und der Kunde außerhalb der EU sitzt (während sich für Nicht-EU-Banken mit Nicht-EU-Kunden nicht viel ändern wird, wobei dieses Geschäft nur ein relativ kleines Volumen haben dürfte, da der überwiegende Teil vermutlich schon heute eher über eine Tochtergesellschaft als eine Filiale abgewickelt wird), oder

— auf den Kontinent verlagert werden, wenn der Kunde in der EU sitzt; dies gilt sowohl für EU-27- als auch für Nicht-EU-Banken (bei Letzteren wäre zusätzlich eine Umwandlung in Tochtergesellschaften erforderlich).

## Kosten der Umwandlung in Tochtergesellschaften

Die Umwandlung einer Filiale in eine Tochtergesellschaft ist aufgrund der zahlreichen organisatorischen und operativen Anforderungen und nötigen eigenen Kapitalausstattung kostspielig. Ein einfacher „Top-down"-Ansatz kann erste Anhaltspunkte zum möglichen Eigenkapitalbedarf solcher Tochtergesellschaften liefern. Dabei müssen zunächst näherungsweise die risikogewichteten Aktiva (RWA) als Prozentsatz der Bilanzsumme bestimmt werden, da die Eigenkapitalanforderungen auf den RWA basieren. Die RWA hängen von Größe und Geschäftsmodell einer Bank ab. Bei kleineren Instituten und klassischen Geschäftsbanken sind sie tendenziell höher.[10] Da es sich bei den meisten in Großbritannien tätigen ausländischen Banken um recht große Institute handeln dürfte, gehen wir von einem Verhältnis von RWA zur Bilanzsumme wie bei global systemrelevanten Banken (G-SIBs) aus. Für europäische Banken liegt dieser Wert bei rund 35% (gegenüber ungefähr 60% bei mittleren und kleinen Banken). Gleichzeitig liegt die von Investoren und Aufsichtsbehörden mindestens geforderte harte Kernkapitalquote (CET1) bei rund 10–12% der RWA (siehe Grafik 13). Dies würde bedeuten, dass nach dem Brexit die in Tochtergesellschaften umgewandelten Filialen ausländischer Banken separates Eigenkapital in Höhe von 3,5–4% der Bilanzsumme vorhalten müssen. Darüber hinaus müssen Banken die Leverage-Ratio einhalten, d.h. das Kernkapital muss mehr als 3–4% der gesamten (nicht risikogewichteten) Aktiva betragen – ein sehr ähnliches Ergebnis. Da Investoren und Regulierer gewisse Puffer verlangen, sind die Banken unter dem Strich gefordert, lokal separates Eigenkapital in Höhe von 4–5% ihrer Bilanzsumme bereitzustellen. Was bedeutet dies in absoluten Zahlen?

Kapitalbedarf bei Umwandlung in Tochterges. 3,5-4% der Aktiva (4-5% inkl. Puffer) 13




Quelle: Deutsche Bank Research

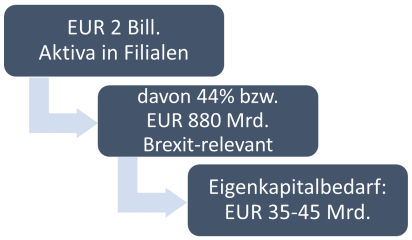
Mit Blick auf die drei oben beschriebenen Fälle sind zum Geschäft britischer Banken mit EU-Kunden nicht genug öffentliche Daten verfügbar. Wir konzentrieren uns daher auf den zweiten und dritten Fall, auch wenn dies zu einer konservativen und vermutlich zu niedrigen Schätzung des separaten Eigenkapitalbedarfs führt. Wie die BoE bereits angedeutet hat, könnten die Kapitalanforderungen nach dem Brexit für Filialen von EU-27-Banken in Großbritannien zumindest für kleinere Institute relativ moderat sein. Für diese werden voraussichtlich ähnliche Regelungen gelten wie für ihre Wettbewerber aus den USA oder Japan. Bei unserer Überschlagsrechnung lassen wir unberücksichtigt, dass größere Investmentbanken möglicherweise ihre bisherigen Filialen in Großbritannien für das Geschäft mit britischen oder Nicht-EU-Kunden mit eigenem Kapital (und eigener Liquidität) ausstatten müssen. Die Tochtergesellschaften ausländischer Banken in London verfügen bereits über eine eigene Eigenkapitalbasis; sie sind also in dieser Hinsicht ebenfalls nicht primär betroffen.

Am stärksten betroffen sind Londoner Filialen von Nicht-EU-Banken, die Kunden aus der EU-27 betreuen. Diese werden einen separaten Eigenkapitalpool auf dem Kontinent aufbauen müssen, um Geschäft in die EU-27 zu verlagern und dort zu betreiben.[11] Das bedeutet, dass vor allem Nicht-EU-Institute (z.B. US-amerikanische und japanische Banken), die London derzeit für den Zugang zur EU-27 nutzen, unter dem Verlust der Passporting-Rechte zu leiden haben

[10] Vgl. auch Europäisches Parlament (2016).

[11] Dieses separat gebundene Eigenkapital muss kein „zusätzliches" Kapital sein, da natürlich auch Filialen mit Eigenkapital arbeiten. Nur wird dieses zentral auf Konzernebene gehalten, genauso wie das Kapitalmanagement bei der Muttergesellschaft liegt. Im Fall einer Umwandlung in eine Tochtergesellschaft muss jedoch Eigenkapital aus dem Heimatland ins Ausland verlagert werden und ist dann dort gebunden.

Nicht-EU-Banken müssen nach dem Brexit EUR 35-45 Mrd. an Kapital vorhalten 14



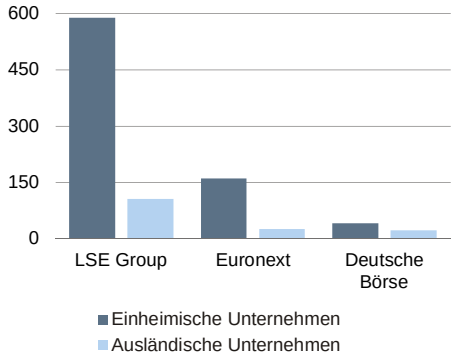

Quelle: Deutsche Bank Research

werden. Wir treffen die Annahmen, dass sich das Geschäft dieser Filialen so zusammensetzt wie in Grafik 12 dargestellt (insbesondere, dass das Geschäft mit ausländischen/nicht-britischen Kunden einen Anteil von 44% ausmacht), und dass all diese Kunden in der EU sitzen, was nur leicht zu hoch gegriffen sein dürfte. Von der Bilanzsumme der Filialen der Nicht-EU-Banken in Höhe von EUR 2 Bill. dürften also rund EUR 880 Mrd. vom Brexit betroffen sein. Würden die Nicht-EU-Banken diesen Teil ihres Geschäfts in Tochtergesellschaften umwandeln, müssten sie separates Eigenkapital im Umfang von EUR 35–45 Mrd. vorhalten (siehe Grafik 14). Selbst bei dieser konservativen, groben Schätzung ergibt sich also ein stattlicher Betrag, den die Banken bereithalten müssen. Hinzu kommen eigene Liquiditätsreserven, rechtlich unabhängige Governance-Strukturen sowie die vollen Kosten und die geringere Effizienz, die mit der Beantragung einer Lizenz in der EU und der Verlagerung all dieser Geschäfte von London auf den Kontinent verbunden sind.

## Brexit und die Kapitalmärkte

London ist das europäische Zentrum bei Börsengängen 15

Zahl der Börsengänge 2012-17

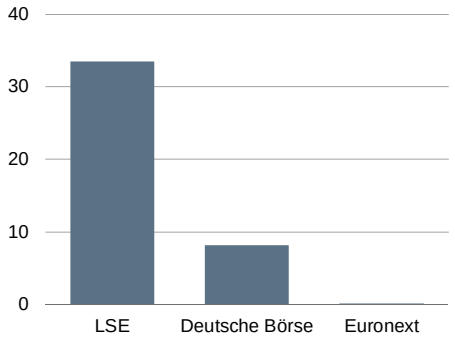



Quellen: WFE, Deutsche Bank Research

Zusätzlich zu dem Eigenkapital, das nach dem Brexit in neuen Tochtergesellschaften gebunden sein wird, wird sich der Verlust der Passporting-Rechte negativ auf das Kapitalmarktgeschäft der Banken auswirken. Die Association for Financial Markets in Europe (AFME) schätzt, dass sich in Großbritannien verbuchte Wertpapier- und Derivate-Transaktionen mit Kunden aus der EU-27 im Jahr 2017 auf enorme EUR 1,1 Bill. beliefen. Außerdem wird nach Zahlen der BoE etwa die Hälfte aller neuen Schuldverschreibungen und Aktien von EU-Unternehmen durch Banken an den Markt gebracht, die in Großbritannien sitzen. Betrachten wir zunächst den Aktienmarkt, um die Bedeutung Londons für den grenzüberschreitenden Kapitalmarkt zu beurteilen. Zwischen 2012 und 2017 verzeichnete die LSE Group (umfasst überwiegend Großbritannien, aber auch Italien) die sehr hohe Zahl von 587 Börsengängen inländischer Unternehmen, mehr als an jeder anderen europäischen Börse. Vor allem aber gab es zusätzlich 105 Börsengänge ausländischer Unternehmen und damit weit mehr als die 25 bei der Euronext oder die 21 bei der Deutschen Börse, den größten Konkurrenten der LSE auf dem Kontinent. Insgesamt sind derzeit 430 ausländische Aktien an der LSE Group gelistet, während es an der Euronext nur 160 und an der Deutschen Börse lediglich rund 50 sind. Dies zeigt, dass London für die Beschaffung von Eigenkapital nicht nur im Inland, sondern auch international eine wichtige Rolle spielt.

Hoher Anteil von ausländischen Aktien am Handel an der LSE 16

Umsatz mit ausländischen Aktien in % des gesamten Aktienhandelsvolumens 2017*



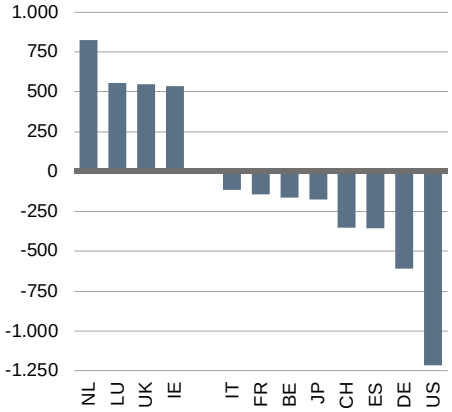

* Sowohl elektronische als auch OTC-Transaktionen

Quellen: WFE, Deutsche Bank Research

Zudem ist der Aktienmarkt in London liquider als irgendwo sonst in Europa. Das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen mit Aktien belief sich 2017 an der LSE (sowohl elektronischer Handel als auch bilateral ausgehandelte Transaktionen) auf USD 17 Mrd. und war damit deutlich höher als bei der Euronext (USD 7,8 Mrd.) oder der Deutschen Börse (USD 5,8 Mrd.). Ausländische Aktien machen bei der LSE ein ganzes Drittel dieses Volumens aus, während sie bei der Deutschen Börse und der Euronext eine weitaus geringere Rolle spielen. Darüber hinaus werden die meisten ausländischen Titel an der LSE nicht elektronisch gehandelt, sondern in Form von bilateral ausgehandelten Geschäften, welche für Investmentbanken profitabler sein dürften. Auch wenn die unmittelbaren Folgen des Brexit begrenzt sein mögen, wird sich der rechtliche Rahmen für Kapitalmärkte und Anleger in der längeren Frist wahrscheinlich auseinanderentwickeln, was den freien Kapitalfluss zwischen der EU und Großbritannien behindern dürfte. Dies wird eine Börsennotierung ausländischer Unternehmen an der LSE aller Voraussicht nach weniger attraktiv machen und für Banken mit Sitz in Großbritannien Ertragseinbußen im Emissions- und Handelsgeschäft bedeuten.

Differenz zwischen ausstehenden Schuldverschreibungen nach Sitzland & Nationalität, Mrd. USD, 2017 **17**

Im Ausland emittierte Anleihen; Industrieländer, in denen ausländische Finanzierungstöchter am stärksten/wenigsten aktiv sind

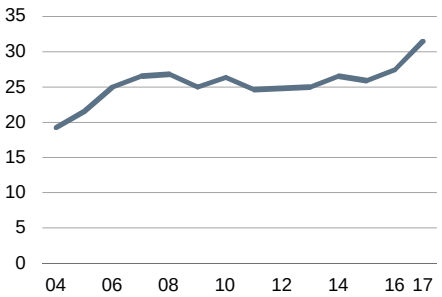



Quellen: BIZ, Deutsche Bank Research

In Bezug auf die Emission von Schuldtiteln lassen sich trotz der eher dürftigen Datenlage ebenfalls einige wichtige Aussagen treffen. Bei „internationalen Schuldverschreibungen", d.h. Anleihen, die nicht im Heimatmarkt des Emittenten begeben werden, wird in den Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) zwischen Sitzland und Nationalität unterschieden. Ersteres bezieht sich auf das Land, in dem der Emittent seinen rechtlichen Sitz hat, Letzteres auf das Land, in dem die (letztlich entscheidende) Muttergesellschaft des Emittenten angesiedelt ist. Hier kann es große Diskrepanzen bei den Volumina geben, und gerade Großbritannien ist ein prominentes Beispiel: Unternehmen mit Sitz in Großbritannien haben internationale Schuldtitel in Höhe von insgesamt USD 3,2 Bill. ausstehen, während es bei Unternehmen mit britischer Nationalität lediglich USD 2,6 Bill. sind. Die Differenz von rund USD 550 Mrd. zum Jahresende 2017 ist auf in Großbritannien ansässige Unternehmen zurückzuführen, bei denen es sich überwiegend um Finanzierungstöchter ausländischer Muttergesellschaften handelt, die Anleihen an internationale Anleger emittieren. Die Präsenz solcher ausländischen Finanzierungsableger ist ein typisches Merkmal eines internationalen Finanzzentrums. In einigen dieser europäischen Finanzzentren – in den Niederlanden, Luxemburg, Großbritannien oder Irland – sitzen Finanzierungsvehikel, die Kapital im Ausland (außerhalb des jeweiligen Finanzzentrums) beschaffen, das vermutlich zu einem großen Teil an ihre Muttergesellschaft fließt. Andere große EU-Länder wie Deutschland, Spanien, Frankreich und Italien haben de facto höhere Auslandsschulden als aus den Daten auf Sitzland-Basis hervorgeht.[12] Zudem werden höchstwahrscheinlich auch „inländische Anleihen" von in Großbritannien ansässigen und aus dem Ausland kontrollierten Emittenten an Anleger in Großbritannien verkauft, wodurch sich das Volumen des von ausländischen Unternehmen in Großbritannien aufgenommenen Fremdkapitals erhöhen würde. Hierzu gibt es jedoch keine öffentlich zugänglichen Daten. Nichtsdestoweniger ist Großbritannien neben den genannten kleineren europäischen Ländern und einigen Offshore-Zentren (darunter insbesondere eines seiner eigenen Überseegebiete, den Cayman-Inseln) eindeutig ein führendes globales Zentrum für die Emission ausländischer Anleihen.

Provisionsüberschuss britischer Banken im Investmentbanking* **18**

% des gesamten Provisionsüberschusses




* Gebühreneinnahmen aus dem Investmentbanking, Beratungs- und Emissionsgeschäft sowie Handel

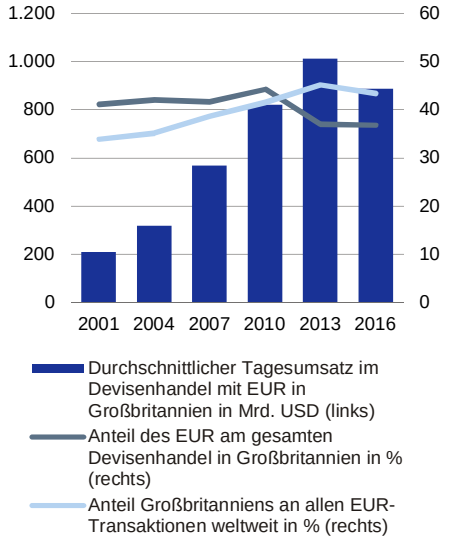
Quellen: BoE, Deutsche Bank Research

Nach dem Brexit werden grenzüberschreitende Kapitalmarktgeschäfte und Transfers mit der EU einen Drittlandstatus haben. Sie werden dadurch für Investmentbanken, Firmenkunden und andere Finanzinstitute deutlich komplizierter und teurer. Tatsächlich sind die Risiken beträchtlich, da britische Banken stark vom dynamischen britischen Kapitalmarkt profitieren. 2017 belief sich der Provisionsüberschuss britischer Banken (ohne die Filialen ausländischer Banken) auf insgesamt GBP 32 Mrd. Davon entfielen rund GBP 10 Mrd. bzw. 31% auf Investmentbanking, Finanzierungsberatung, Wertpapierhandel und das Emissionsgeschäft. Seit der Finanzkrise ist dieser Anteil leicht gestiegen. Wieviel davon auf Dienstleistungen für EU-Kunden entfällt, geht aus den Daten nicht hervor. Zahlen der BoE deuten jedoch darauf hin, dass britische Banken rund ein Drittel des gesamten Provisionsüberschusses mit ausländischen Kunden erwirtschaften. Im Investmentbanking ist dieser Anteil vermutlich noch höher. Andererseits zählen zu den ausländischen Kunden sowohl solche aus der EU-27 als auch aus der Nicht-EU. Insgesamt dürfte mit dem Brexit ein erheblicher Teil des Provisionsüberschusses von Banken mit Sitz in Großbritannien auf dem Spiel stehen.

[12] Die USA bilden hier eine Ausnahme. Obwohl die USA ein wichtiges Finanzzentrum sind, verkaufen dort sitzende Emittenten wahrscheinlich selten Anleihen außerhalb der USA. Da die USA weltweit über den größten Kapitalpool verfügen, beschaffen sich US-Unternehmen Kapital größtenteils im eigenen Land, von einheimischen Anlegern. Eine solche Transaktion fällt daher nicht in die Kategorie „internationale Schuldverschreibung". Es ist bezeichnend, dass einerseits 54% aller Schuldtitel, die in Großbritannien sitzende Emittenten begeben haben, internationale Schuldverschreibungen sind, andererseits dieser Anteil in den USA gerade einmal bei 6% liegt. Zwar nutzen auch US-Emittenten internationale Kapitalmärkte, allerdings in erster Linie über Finanzierungsvehikel im Ausland.

## Großbritannien hat besonders vom Wachstum der Derivatemärkte profitiert

OTC-Devisenhandel in Großbritannien 19

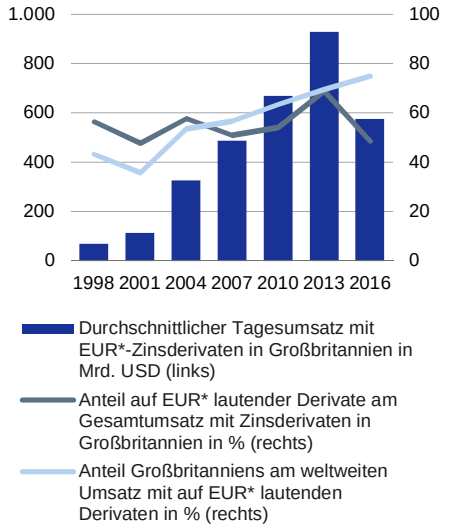



Quellen: BIZ, Deutsche Bank Research

International tätige Banken sind erheblichen Zins-, Rohstoffpreis- und Währungsrisiken verschiedener Länder ausgesetzt. Da die Banken diese Risiken absichern, gibt es große Derivatemärkte üblicherweise dort, wo auch viele internationale Banken aktiv sind. In Großbritannien wurde die Entwicklung und Vermarktung neuer Derivateprodukte durch die Big-Bang-Reformen erleichtert. Die weltweit älteste Derivatebörse wurde jedoch schon im 19. Jahrhundert in den USA gegründet und existiert bis heute. Infolgedessen waren die USA und Großbritannien jahrzehntelang die wichtigsten Standorte für den Derivatehandel. Bemerkenswert ist, dass trotz des enormen Wachstums der Schwellenländer in den letzten Jahren die dortigen Finanzzentren ihren Marktanteil nur geringfügig ausweiten konnten. Die Dominanz des britisch/US-amerikanischen Duopols ist ungebrochen.

Betrachten wir zunächst die Devisenmärkte. In den detaillierten Daten zum Over-the-Counter (OTC)-Umsatz sind sowohl Kassa- als auch Derivatetransaktionen enthalten, die rund ein Drittel bzw. zwei Drittel ausmachen. Großbritannien ist das globale Zentrum für den Devisenhandel und kommt auf einen Marktanteil von 37% (Stand April 2016, letzte verfügbare Daten). Der Wert ist fast doppelt so hoch wie der der USA auf Platz 2. Bei einem großen Teil des in Großbritannien abgewickelten Geschäfts (37%) bildet der Euro eine Seite des Währungspaars. Dies entspricht gleichzeitig 43% aller EUR-Transaktionen weltweit. Daraus ergibt sich ein erhebliches Risiko für das britische Finanzzentrum London, falls die EU/EZB verlangen würde, dass solche Geschäfte nur innerhalb der EU stattfinden, um eine direkte Aufsicht zu ermöglichen und die Marktteilnehmer in Krisenzeiten mit EUR-Liquidität versorgen zu können.

OTC-Handel mit Zinsderivaten in Großbritannien 20

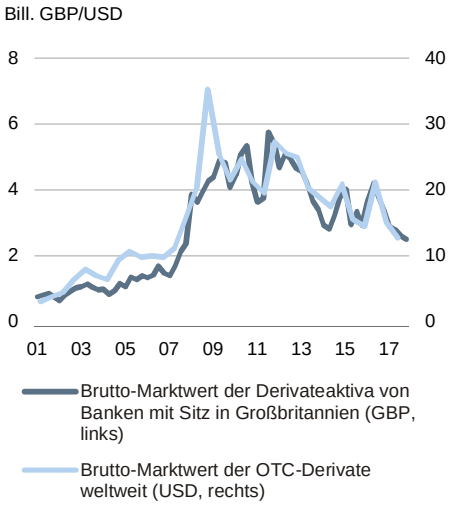



* 1998: Währungen, die später im EUR aufgingen

Quellen: BIZ, Deutsche Bank Research

Bei Zinsderivaten dominiert das britisch-amerikanische Duopol den Markt sogar noch stärker. Zwar hat Großbritannien seine Führungsposition in den letzten Jahren an die USA verloren, wegen eines Rückgangs der Transaktionen in Großbritannien und eines starken Anstiegs der Volumina in den USA, insbesondere bei Swaps. Dennoch besitzt Großbritannien immer noch einen weltweiten Marktanteil von 39%. Knapp die Hälfte dieser Derivate lautet auf Euro, und auf Großbritannien entfallen nicht weniger als drei Viertel des weltweit gehandelten Volumens an auf Euro lautenden Zinsderivaten. Großbritannien hat wahrscheinlich von der Einführung des Euro und der Konzentration auf eine neue Einheitswährung für weite Teile Europas profitiert, die in der Folge keinen klar abgegrenzten Heimatmarkt hatte. Mit der Zeit ist es Großbritannien als „neutralem Dritten“ gelungen, eine sehr dominante Marktstellung aufzubauen und den Anteil am Umsatz bei auf EUR lautenden Zinsderivaten von 36% im Jahr 2001 auf zuletzt 75% auszuweiten. Damit gibt es auch hier, wie beim Devisenhandel, ein erhebliches Risiko für London, sollte die EU/EZB eine Verlagerung dieses Geschäfts in die EU fordern. Zudem finden 98% des Geschäfts mit Zinsderivaten in Großbritannien zwischen Finanzinstituten statt, während der Anteil nicht-finanzieller Kunden vernachlässigbar ist. Intra-Finanzsektor-Transaktionen dürften jedoch leichter an einen anderen Ort zu verlagern sein als Geschäft, hinter dem Kunden aus der „Realwirtschaft“ stehen. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass das Geschäft mit Zinsderivaten im Wesentlichen aus Swaps und Forwards besteht. 57% der Umsätze mit Swaps und Forwards innerhalb des Finanzsektors in Großbritannien stammen wiederum aus grenzüberschreitenden Transaktionen, d.h. an diesen Geschäften ist eine Gegenpartei beteiligt, die nicht in Großbritannien sitzt. Bei auf Euro lautenden Transaktionen könnte das durchaus bedeuten, dass sich ein Großteil dieser Derivate nach dem Brexit in den Euroraum verlagern ließe.

Derivatevolumen brit. Banken wuchs im Einklang mit globalem Derivatemarkt 21

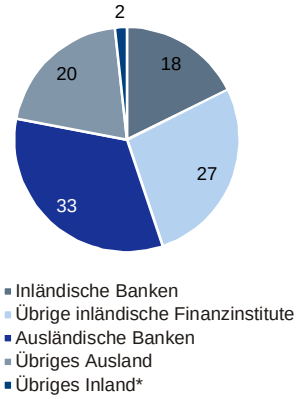



Werte für Q4 2008 und Q1 2009 interpoliert aufgrund von Ausreißern wegen Umklassifizierungen.

Quellen: BoE, BIZ, Deutsche Bank Research

Mehrzahl der Derivate-Gegenparteien britischer Banken sind Ausländer 22

Derivatepositionen nach Gegenpartei in %, 2017




* Öffentlicher Sektor, nicht-finanzielle Unternehmen und Haushalte

Quellen: BoE, Deutsche Bank Research

Wie wichtig ist das Derivategeschäft für das britische Bankensystem (sowohl für das inländische Geschäft einheimischer Banken als auch für die britischen Filialen ausländischer Banken)? Weltweit hat sich der Bruttomarktwert von OTC-Derivaten zwischen 2001 und 2008 versiebenfacht. Banken mit Sitz in Großbritannien haben stark von diesem Wachstum profitiert: Ihre Derivateaktiva haben sich im selben Zeitraum von GBP 0,8 Bill. auf ungefähr GBP 4 Bill. erhöht. In den letzten Jahren ist das Derivatevolumen britischer Banken im Zuge des allgemeinen Rückgangs des Derivatehandels[13] wieder auf etwa GBP 2,5 Bill. (2017) gesunken. Dies entspricht rund einem Drittel der Bilanzsumme des britischen Bankensystems in Höhe von GBP 7,3 Bill. Bei französischen Banken liegt der Anteil lediglich bei 9% und bei deutschen bei 6%, was die Bedeutung des Derivategeschäfts für Banken in Großbritannien unterstreicht.

Daher stellt sich die Frage, wie es nach dem Brexit mit dem Derivatehandel in Großbritannien weitergehen wird und was die Auswirkungen auf die Banken sein werden. In Grafik 22 sind die ausstehenden Derivatepositionen (börsengehandelt und OTC) von Banken mit Sitz in Großbritannien nach Gegenparteien aufgeschlüsselt. Auch hier schließt die Bezeichnung „Banken mit Sitz in Großbritannien“ Tochtergesellschaften und Filialen ausländischer Banken in London ein, nicht jedoch Tochtergesellschaften und Filialen britischer Banken im Ausland.[14] Es zeigt sich ein ähnliches Bild wie bei den Umsatzdaten oben, nach denen Zinsderivate mehrheitlich grenzüberschreitend gehandelt werden: Bezogen auf das gesamte Derivatevolumen von Banken mit Sitz in Großbritannien sind mehr als die Hälfte der Gegenparteien entweder ausländische Banken oder andere ausländische Unternehmen. Mit einem Wegfall des MiFID-Passporting wird es für in Großbritannien ansässige Banken schwieriger, neue Derivatekontrakte mit EU-Gegenparteien abzuschließen. Zudem rückt der Status bestehender Kontrakte in den Blickpunkt. Ohne eine Bestandsschutz-Regelung wird eine umfassende „Novation“ erforderlich, um den Fortbestand der Kontrakte zu sichern. Eine massenhafte Verlagerung bestehender Kontrakte in die EU-27 ist zwar unwahrscheinlich, da dies sowohl für die britische als auch für die EU-Gegenpartei mit bedeutenden Markt-, operationellen und Liquiditätsrisiken verbunden wäre. Wie jedoch neue Kontrakte zukünftig gehandhabt werden und wo das Clearing für sie erfolgen kann, sind als zentrale Fragen nach wie vor ungeklärt.

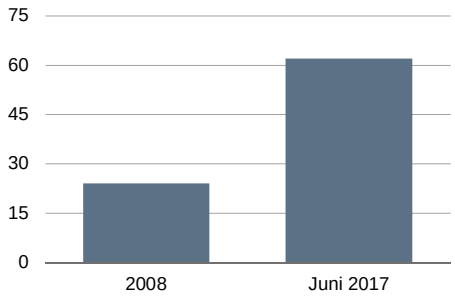
## Euro-Clearing wird zum politischen Streitthema

Nach der Finanzkrise haben die Bemühungen zur Regulierung des Derivatemarktes die Stellung Großbritanniens in diesem Marktsegment gestärkt. Als wichtigste internationale Reform ist in diesem Zusammenhang die Einführung des obligatorischen Clearings für standardisierte OTC-Derivate zu nennen. Um einen Anreiz für die Standardisierung zu schaffen, haben die Entscheidungsträger auch die Kapitalanforderungen für nicht-standardisierte, nicht zentral abgewickelte Derivatepositionen erhöht. Infolgedessen hat das Clearing von OTC-Derivaten in den letzten Jahren deutlich zugenommen (für den britischen Markt siehe Grafik 23). So wurden beispielsweise 2008 nur 24% der in Großbritannien verbuchten Zinsderivate zentral abgewickelt. Bis Mitte 2017 stieg dieser Anteil auf mehr als 60%. Auch das Clearing von CDS hat zwischen 2010 und Mitte 2017 von 10% auf rund 50% zugenommen. Insbesondere bei Zinsderivaten spielen zentrale Gegenparteien (CCPs) mit Sitz in Großbritannien mittlerweile eine wichtige Rolle. 2016 wurden 90% aller weltweit zentral abgewickelten Zinsderivate in London abgewickelt.[15] Schätzungen zufolge liegt der Marktanteil

[13] Dieser Rückgang ist teilweise auf die Einführung neuer Regelungen für den Derivatehandel wie das zentrale Clearing zurückzuführen. Dadurch werden bestimmte Positionen nun miteinander verrechnet, was die Volumina stark sinken ließ.
[14] Für weitere Informationen siehe Bank of England (https://www.bankofengland.co.uk/statistics/details/further-details-about-financial-derivative-positions-of-banks-at-market-values-data).
[15] Vgl. Bank of England (2017).

Zentrales Clearing von OTC-Zinsderivaten stark gestiegen 23

Anteil des ausstehenden Volumens in Großbritannien, der zentral abgewickelt wird, in %




Quellen: BoE, Deutsche Bank Research

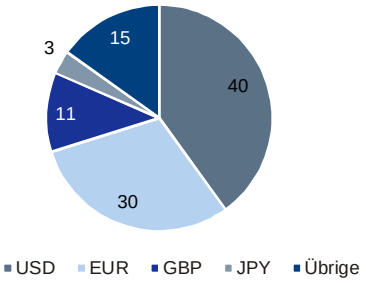
britischer CCPs auch im CDS-Clearing bei 20–25%. Alles in allem hat Großbritannien beträchtlich vom Wachstum des Derivate-Clearings profitiert.

Nach dem Brexit werden die britischen CCPs einen Drittlandstatus haben. Sollten die entsprechenden britischen Regelungen nicht als „äquivalent" zu den EU-Standards anerkannt werden, könnten die CCPs damit ihren Status als zulässige Gegenparteien für das Clearing bestimmter Produkte wie auf Euro lautender Derivate verlieren. Bereits 2011 hatte die EZB gefordert, dass CCPs, die in großem Umfang auf Euro lautende Transaktionen abwickeln, mitsamt ihrem Management und den wichtigen operativen Bereichen im Euroraum angesiedelt sein sollten. Die britische Regierung reichte daraufhin Klage gegen diese Standort-Anforderung der EZB ein und argumentierte, dass die EZB gemäß Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) nicht berechtigt sei, Clearinghäusern entsprechende Vorgaben zu machen. Im März 2015 setzte sich die britische Regierung in dem Rechtsstreit gegen die EZB durch. Nach dem Brexit gilt der AEUV jedoch nicht mehr für Großbritannien, sodass die Euro-Clearingtätigkeit britischer CCPs erneut hinterfragt werden wird.

Für das Euro-Clearing gibt es nach dem Brexit drei Optionen: 1) Das Euro-Clearing wird in den Euroraum verlegt, 2) britische CCPs werden auch der Aufsicht von EU-Institutionen unterstellt und 3) der regulatorische Rahmen in Großbritannien wird als äquivalent anerkannt. Bevor wir näher auf einige dieser Möglichkeiten eingehen, empfiehlt sich zunächst ein kurzer Blick auf das CCP-Geschäft an sich. Vereinfacht ausgedrückt handelt es sich bei CCPs um Risikomanager, die zwischen den Gegenparteien eines Handelsgeschäfts stehen. Beim Ausfall einer Gegenpartei garantiert die CCP die Erfüllung der von dieser eingegangenen Verpflichtungen. Zu diesem Zweck verlangt die CCP die Hinterlegung von Sicherheiten bei Abschluss des Geschäfts sowie fortlaufend bei Wertveränderungen des Kontrakts (Initial Margin sowie Variation Margin) und erhebt weitere Gebühren wie etwa einen Beitrag zum Ausfallfonds der CCP. Da CCPs als Gegenparteien für verschiedene Derivatepositionen derselben Clearing-Kunden fungieren, können sie bestimmte Forderungen und Verbindlichkeiten verrechnen und Netting-Vorteile anbieten. Anders ausgedrückt sind sie in der Lage, das Kontrahentenrisiko zu reduzieren und damit auch den Bedarf an Sicherheiten für Derivatetransaktionen.

LCH Clearnet: Auf USD und EUR lautende Derivate dominieren zentrales Clearing 24

%, März 2018



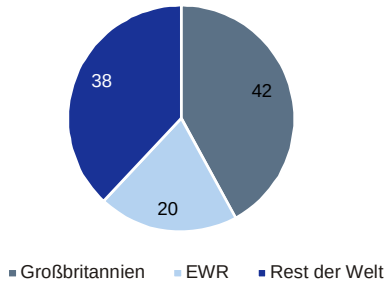

Quellen: LCH Clearnet, Deutsche Bank Research

Eine Aufschlüsselung der vom größten britischen Clearinghaus, LCH Clearnet, abgewickelten Derivatetransaktionen nach Währungen lässt erkennen, in welchem Umfang Geschäfte durch den Brexit gefährdet sind. Auf den US-Dollar lautende Derivate machen mit 40% des ausstehenden Volumens den größten Anteil an den zentral abgewickelten Positionen aus. An zweiter Stelle folgen auf den Euro lautende Derivate, die mit 30% ebenfalls einen beachtlichen Anteil haben, und an dritter Stelle auf GBP lautende Derivate mit 11%. Gleichzeitig zeigen Schätzungen der EZB, dass Großbritannien das Euro-Clearing dominiert und fast eine Monopolstellung innehat: Britische CCPs wickeln rund 90% aller zentral abgewickelten Zinsswaps ab, die auf Euro lauten.

Die wahrscheinlichste Option nach dem Brexit ist die Verlagerung des Euro-Clearings in den Euroraum. Dies wird zwar zu einer Verlagerung der Sicherheiten in den Euroraum führen, aber nicht zwangsläufig zu einer Verlagerung der Arbeitsplätze im Clearinggeschäft (CCPs haben ohnehin nur wenige Mitarbeiter). Es könnte zu einer gewissen Verlagerung von Arbeitsplätzen kommen, falls Banken (sowohl aus der EU als auch Nicht-EU-Institute) ihre Derivatehändler in diejenigen Euro-Länder verlagern, in denen die CCPs sitzen. Der Haupteffekt einer Verlagerung besteht jedoch darin, dass die Banken im Rahmen des Risikomanagements der CCPs Sicherheiten im Euroraum stellen müssen. 2017 erhoben britische CCPs für das Clearing von OTC-Derivaten Initial Margins in Höhe von rund GBP 98 Mrd. und Beiträge zum Ausfallfonds in Höhe von GBP 7 Mrd. 20% des Gesamtwerts stammten dabei von Gegenparteien aus

Herkunft der Initial Margins, die britische CCPs von ihren Gegenparteien erheben 25

%, 2017




Quellen: BoE, Deutsche Bank Research

dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR). Das heißt also, Gegenparteien aus dem EWR stellten ungefähr GBP 21 Mrd. an Sicherheiten.

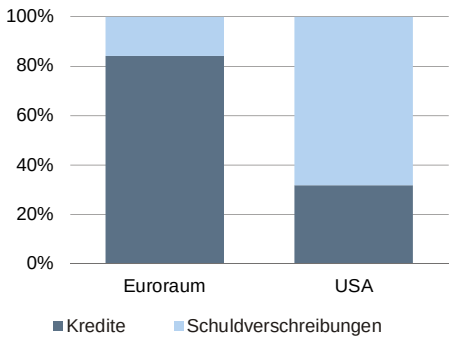
Wie hoch wäre vermutlich das Volumen an Sicherheiten, das in die EU verlagert würde, sollten Gegenparteien aus dem EWR ihr Euro-Clearing in die EU verlegen (Finanzinstitute mit Sitz außerhalb des EWR wären voraussichtlich nicht von einer solchen Vorschrift betroffen)? Das nach Währungen aufgeschlüsselte ausstehende Volumen dürfte eine Untergrenze signalisieren. Geht man davon aus, dass – ähnlich wie beim Gesamtmarkt – 30% des Geschäfts mit EWR-Kunden auf Euro lauten, müssen Sicherheiten in Höhe von GBP 6 Mrd. verschoben werden. Realistischer ist jedoch ein wesentlich höherer Anteil an Euro-Transaktionen, sodass eine Obergrenze möglicherweise bei rund zwei Dritteln des EWR-Geschäfts liegen dürfte. Dies würde bedeuten, dass GBP 14 Mrd. an Sicherheiten von Großbritannien in die EU verlagert werden müssen (wo sie wahrscheinlich separat vorgehalten werden müssten und somit gebunden wären). Das sind allerdings bislang nur die einmaligen Kosten für die Verlagerung von Sicherheiten im Zuge der Verlagerung des Clearings von Euro-Transaktionen in den Euroraum. Noch wichtiger ist aber, dass sich für die Marktteilnehmer mit geringeren Netting-Vorteilen der Bedarf an Sicherheiten insgesamt erhöhen wird. In der wissenschaftlichen Literatur wird geschätzt, dass der Wegfall der Netting-Vorteile für alle Gegenparteien zu einem Anstieg des Sicherheitenbedarfs um 6–24% führen dürfte.[16] Dies würde bedeuten, dass sich aus dem Wegfall der Netting-Vorteile für den europäischen Markt als Ganzes erhebliche zusätzliche Kosten in Höhe von GBP 6–25 Mrd. für die Verlagerung des Euro-Clearings in den Euroraum ergeben. Das dürfte sogar eine konservative Schätzung sein – Branchenverbände geben höhere Prognosen ab, die auf einen Anstieg der erforderlichen Initial Margins um etwa EUR 30–40 Mrd. oder 40–50% hindeuten.

## Kapitalmarktunion gewinnt nach dem Brexit noch mehr an Bedeutung

Die strukturelle Entwicklung der europäischen Kapitalmärkte wird zu einem großen Teil vom Ergebnis der Verhandlungen zwischen Großbritannien und der EU-27 in verschiedenen Bereichen abhängen. In jedem Fall wird jedoch der EU-Austritt Großbritanniens die Stärke und globale Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Kapitalmärkte auf eine harte Probe stellen. Das Ausscheiden des wichtigsten europäischen Finanzzentrums aus dem Binnenmarkt ist ein Rückschlag für die Integration und wird die Leistungsfähigkeit der europäischen Kapitalmärkte einschränken. Integrierte und gut funktionierende Kapitalmärkte in den übrigen EU-Mitgliedstaaten sind daher besonders wichtig. Die Kapitalmarktunion ist das zentrale Projekt der Europäischen Kommission, um dieses Ziel zu erreichen.[17]

Unternehmensfinanzierung: Banken oder Kapitalmarkt? 26

2017




Quellen: Fed, Eurostat, Deutsche Bank Research

Ziel der Kapitalmarktunion ist es, kurz gesagt, 1) Unternehmen eine größere Auswahl an Finanzierungsmöglichkeiten zu bieten, und das zu niedrigeren Kosten, 2) Sparern und Anlegern ein breiteres Spektrum an Alternativen zu bieten und 3) das Finanzsystem widerstandsfähiger gegen Schocks im Bankensektor zu machen. So hängt die Finanzierung der Realwirtschaft im Euroraum in der Tat deutlich stärker von Bankkrediten ab als in anderen Wirtschaftsräumen von vergleichbarer Größe (siehe Grafik 26). Beispielsweise sind Anleiheemissionen als Finanzierungsquelle für nicht-finanzielle Unternehmen in den USA mehr als doppelt so wichtig wie Bankkredite. Hingegen ist das Volumen der Unternehmenskredite im Euroraum über fünfmal so hoch wie das der Unternehmensan-

[16] Vgl. Duffie, Scheicher, Vuillemey (2015).
[17] Eine ausführliche Analyse findet sich bei Kaya (2016).

leihen. Bei den Aktienmärkten bietet sich ein ähnliches Bild. Die Marktkapitalisierung börsennotierter Unternehmen, ein gängiges Maß für die Größe des Aktienmarktes, lag 2017 in den USA bei rund 160% des BIP. Im Vergleich dazu sind die Aktienmärkte in Deutschland (weniger als 60% des BIP) oder im Euroraum (65%) ebenfalls klein. Auch der europäische Verbriefungsmarkt, der durch Umwandlung illiquider Kredite in liquidere Wertpapiere eine effizientere Ressourcenallokation ermöglicht, ist unterentwickelt. 2017 lag das ausstehende Verbriefungsvolumen in den USA bei EUR 8 Bill. Dies entspricht fast dem Siebenfachen der EUR 1,2 Bill. in der EU. Auch bei alternativen Finanzierungsformen hinkt Europa hinterher.[18] 2016 machten alternative Finanzierungen über Crowdfunding- bzw. Peer-to-Peer-Kredit-Plattformen in den USA rund EUR 30 Mrd. aus, in Europa EUR 8 Mrd. Auf Großbritannien allein entfallen 70% des Finanzierungsvolumens aus alternativen Quellen in Europa. Alles in allem sind Tiefe und Größe der Kapitalmärkte in der EU im Verhältnis zur Größe der Volkswirtschaft schon heute relativ gering. Die Perspektiven für die Zukunft sehen noch düsterer aus. London spielt in diesem Zusammenhang eine wichtige Rolle. Unbestritten ist, dass Kapitalmärkte von Konzentration und starken Finanzzentren profitieren. Nach dem Brexit werden Finanzzentren wie Frankfurt, Paris, Amsterdam, Luxemburg oder Dublin miteinander konkurrieren (und mit London), um einen Teil des Kapitalmarktgeschäfts von London zu übernehmen. Eine klare „natürliche Alternative“ gibt es jedoch nicht. Daher wird es auch nicht einen einzigen Gewinner geben und der Brexit zu einer Fragmentierung der (ohnehin bereits kleinen) europäischen Kapitalmärkte führen.

Die Kapitalmarktunion wird nach dem Brexit noch wichtiger werden und hat immer noch enormes Potenzial. Bislang hat sie jedoch die Erwartungen enttäuscht, da die ehrgeizigen Ziele nicht erreicht werden konnten. So gab es bisher keine Fortschritte bei der Harmonisierung der Unternehmensbesteuerung oder des Insolvenzrechts. Die einzigen greifbaren Erfolge sind die überarbeitete Prospektverordnung und Regelungen zur Förderung des Verbriefungsmarktes. Die Europäische Kommission hat vor Kurzem einen Aktionsplan für den Bereich Finanztechnologie vorgestellt, der als einen zentralen Punkt EU-weit einheitliche Regeln für Crowdfunding enthält. Weitere Vorschläge der Kommission sind i) gemeinsame Definitionen und Standards für Covered Bonds, ii) eine Verordnung und eine Richtlinie zur Vereinfachung des grenzüberschreitenden Vertriebs von Investmentfonds und iii) ein EU-weites Gesetz über die grenzüberschreitende Übertragung von Forderungen. Welche Ergebnisse und tatsächlichen Auswirkungen diese noch nicht abgeschlossenen Vorhaben haben werden, bleibt vorerst abzuwarten. Angesichts des bislang schleppenden Tempos und des näher rückenden Brexit wird es immer fraglicher, ob die Kapitalmarktunion zeitnah eine Lösung bieten kann.

Aufgrund des Brexit ist die Überprüfung der Befugnisse der europäischen Aufsichtsbehörden eine der wichtigsten Maßnahmen geworden, die im Rahmen der Kapitalmarktunion diskutiert werden. Tatsächlich wird der Erfolg der Kapitalmarktunion nach dem Brexit wesentlich von der Stärkung der Aufsicht in der EU-27 abhängen. Mit dem Wegfall Londons werden Finanzdienstleistungen in der EU nicht mehr von einem einzigen großen, sondern von einem Netzwerk kleinerer Finanzzentren erbracht. Eine effiziente Aufsicht über dieses Netzwerk ist erforderlich, um die negativen Ansteckungseffekte des Brexit abzumildern. Nur so kann die EU-27 sicherstellen, dass ihre Finanzmärkte offen und weltweit wettbewerbsfähig bleiben.

Orçun Kaya (+49 69 910-31732, orcun.kaya@db.com)

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

[18] Eine ausführliche Analyse findet sich bei Ziegler et al. (2017).

## Literatur

Bank of England (2013). Financial Stability Report, Nr. 22.

Bank of England (2017). Financial Stability Report, Nr. 42.

CityUK (2017a). Key facts about UK-based financial and related professional services.

CityUK (2017b). A vision for a transformed, world-leading industry: UK-based financial and related professional services.

CityUK (2018). Exporting from across Britain financial and related professional services.

Duffie, Darrell, Martin Scheicher, Guillaume Vuillemey (2015). Central Clearing and Collateral Demand. Journal of Financial Economics, 116 (2), 237-256.

European Parliament (2016). “Total Assets” versus “Risk-Weighted Assets”: Does it matter for MREL requirements?

HM Treasury (2016). HM Treasury analysis: the long-term economic impact of EU membership and the alternatives.

Kaya, Orçun (2016). Kapitalmarktunion. Ambitioniertes Ziel, aber kaum schnelle Erfolge. Deutsche Bank Research. EU-Monitor. Frankfurt am Main.

Körner, Kevin (2018). EU-Haushalt nach dem Brexit: Streit ist vorprogrammiert. Deutsche Bank Research. EU-Monitor. Frankfurt am Main.

Ziegler, Tania, Rotem Shneor, Kieran Garvey, Karsten Wenzlaff, Nikos Yerolemou, Rui Hao, Bryan Zhang (2017). The 3rd European Alternative Finance Industry Benchmarking Report.

# Brexit treibt Balkanisierung voran

*„Globale Banken leben international, aber sterben national."*
Sir Mervyn King, ehemaliger Gouverneur der Bank of England

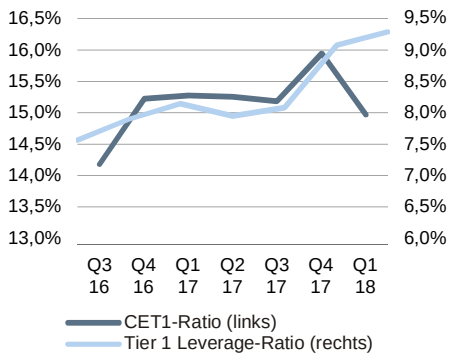
## Globale „Balkanisierung" im grenzüberschreitenden Bankgeschäft

Seit der weltweiten Finanzkrise ist in der Regulierung eine zunehmende Balkanisierung bei grenzüberschreitenden Bankgeschäften zu beobachten. Diese Verlagerung von einem integrierten Modell hin zu einem auf Tochtergesellschaften beruhenden Modell schmälert eindeutig die Effizienz, werden durch die Aufspaltung in eine Vielzahl rechtlicher Einheiten doch Kapital, Refinanzierungsmittel und Ressourcen gebunden. Außerdem bringt die Neugestaltung rechtlicher Strukturen innerhalb der Banken eine deutlich höhere Komplexität auf operativer Ebene mit sich.

## FBO in den USA: Von Heimatland- zu Gastlandaufsicht

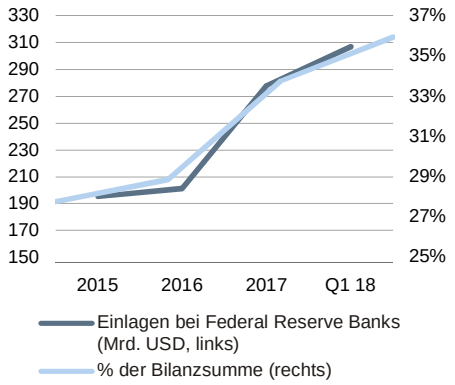
Der nach der Finanzkrise verabschiedete Dodd-Frank Act verpflichtete die US-Notenbank Federal Reserve dazu, ausländische Banken strengeren aufsichtsrechtlichen Vorschriften (*Enhanced Prudential Standards*, EPS) zu unterwerfen, und zwar vor allem mittels der Vorgabe für große ausländische Banken (*foreign bank organisations*, FBO) in den USA, sogenannte Zwischenholdings (*Intermediate Holding Companies*, IHCs) zu errichten. Hintergrund war die wachsende Sorge, ausländische Banken könnten – nach der globalen Finanzkrise – ein zunehmendes systemisches Risiko für die USA darstellen. Ein weiteres Ziel war jedoch auch, einheitliche Rahmenbedingungen für große ausländische Banken und US-Banken zu schaffen. Diese Finanzinstitute unterliegen strengeren Standards im Hinblick auf das Risikomanagement, Liquidität, Kapitalausstattung, Stresstests und Abwicklungsplanung, was unserer Meinung nach zu einer massiven „Bindung" von Kapital und Liquidität an den US-Standorten dieser Unternehmen führt. Im Jahr 2017 befanden sich etwa 17% des konzernweiten Eigenkapitals großer FBOs in den USA (ohne Filialen). Im Rahmen des 2018 durchgeführten US-Stresstests CCAR sorgte dann eine ganze Reihe von FBOs für eine erhebliche Verbesserung ihrer Kapitalbasis bzw. ihrer Verschuldungsquoten (*Tier 1 Leverage Ratio*). Ende des ersten Quartals 2018 wiesen FBOs schließlich eine durchschnittliche Verschuldungsquote von 9,3% und eine harte Kernkapitalquote (*CET1 Ratio*) von 15,0% auf. Damit entsteht eine Art Ringfencing, das sich auch auf die Liquidität erstreckt. Aufgrund der untergeordneten Rolle, die dem US-Geschäft bei ausländischen Banken oft zukommt, fallen die entsprechenden Renditen mit einer bereinigten Eigenkapitalrendite von etwa 5% für 2017 nach wie vor unterdurchschnittlich aus. HSBC beispielsweise wies 2017 eine bereinigte Eigenkapitalrendite von etwa 1% bei einem Ziel von über 6% bis 2020 aus.

CET1-Ratio und Tier 1 Leverage-Ratio wichtiger FBOs, Q3 16-Q1 18 **27**




Quellen: Deutsche Bank, US FED

Einlagen wichtiger FBOs bei Federal Reserve Banks **28**




Quellen: Deutsche Bank, US FED

## Europas Antwort: Intermediate Parent Undertakings (IPUs)

Am 23. November 2016 veröffentlichte die Europäische Kommission den Vorschlag, von großen nicht-europäischen Banken (auch bekannt als „Drittlandbanken") die Einrichtung von Intermediate Parent Undertakings in der EU zu verlangen. Solche Unternehmen werden auch als EU Intermediate Holding Company (EU IHC) bezeichnet. Der Vorschlag wurde mit der Verbesserung von Aufsicht, Abwicklung und Finanzstabilität begründet, tatsächlich jedoch als Reaktion auf die Einführung der IHC-Anforderungen in den USA wahrgenommen. Denn bereits zuvor konnten die zuständigen Behörden in den einzelnen EU-

Mitgliedstaaten nach eigenem Ermessen entscheiden, ob sie die Bankenaufsicht in einem Drittland als gleichwertig anerkennen. Entsprechend konnten sie auch bestimmte Maßnahmen fordern, darunter die Einrichtung einer EU-Holdinggesellschaft. Daher deutet die aktuelle Entwicklung auf eine weitere Fragmentierung und ein noch stärkeres Ringfencing von Kapital und Liquidität hin.

Banken aus Drittländern mit mindestens zwei Töchtern oder Filialen in der EU sind dann betroffen, wenn sie in eine der beiden folgenden Kategorien fallen:

— Auf G-SIBs (global systemrelevante Banken) trifft die EU IHC-Regelung automatisch zu.

— Andere Banken aus Drittländern (d.h. nicht als G-SIBs geltende Institute) sind dann betroffen, wenn ihre EU-Bilanzsumme EUR 30 Mrd. übersteigt, und zwar unabhängig davon, ob durch Filialen oder Tochtergesellschaften.

Eine weitere Herausforderung ist die Pflicht zur strukturellen Trennung in Ländern wie Japan, den USA (zwischen Banken und Broker-Dealers) und Großbritannien, falls Großbritannien nach dem Brexit ein „Drittland“ wird (britisches Ringfencing), denn dann ist theoretisch eine Doppel-IPU-Struktur erforderlich. Praktisch betrachtet scheint der jüngste Vorschlag einen Kompromiss in solchen Fällen darzustellen, in denen eine solche Anforderung in Widerspruch zu der bei Drittländern verlangten strukturellen Trennung stehen würde.

## Brexit – Verlust des EU-Passes

Ganz abgesehen von den IPU-Anforderungen wird der Brexit mit hoher Wahrscheinlichkeit erhebliche Auswirkungen auf die Art und Weise haben, wie das Kapitalmarktgeschäft europaweit – mit London als Zentrum – bislang betrieben wurde. Die historische Stärke dieses Geschäftsmodells gründete auf dem Konzept eines starken einheitlichen EU-Passes. Dank dieses Konzepts dürfen Banken und Investmentgesellschaften mit Zulassung in einem Mitgliedstaat auch in anderen Mitgliedstaaten grenzüberschreitende Dienstleistungen auf gleichberechtigter Grundlage anbieten, ohne in jedem Land eine neue Genehmigung einholen zu müssen. Etwa 1.000 Unternehmen aus der EU-27 nutzen einen MiFID-Pass für ihre Geschäftstätigkeit in Großbritannien, während in Großbritannien selbst 2.250 Unternehmen auf diese Möglichkeit zurückgreifen, um ihre Geschäfte in der EU-27 abzuwickeln.

## Die Alternative in Form von regulatorischer Äquivalenz weist Mängel auf

Theoretisch könnten sich die Auswirkungen des Brexit mit einer neuen Art von Pass für Unternehmen aus Drittländern – basierend auf der Idee von regulatorischer Äquivalenz und Reziprozität – teilweise abfedern lassen. Praktisch sind damit jedoch eine Reihe von Nachteilen verbunden:

— Solche oder ähnliche Konzepte beruhen auf dem Grundsatz tatsächlicher Reziprozität und Äquivalenz, Großbritannien müsste also nicht nur zu Beginn, sondern auch in der Folgezeit EU-Standards einhalten. Die EU-Aufsichtsbehörden könnten solche Vorschriften jederzeit einseitig ändern oder abschaffen – bei Meinungsverschiedenheiten zwischen der EU-27 und Großbritannien wäre damit kein stabiler Mechanismus gewährleistet.

— Es bestehen Einschränkungen bezüglich des Anwendungsbereichs, beispielsweise in Bezug auf das Einlagengeschäft, Kreditvergabe, Kredit- und Garantiegeschäfte, Leasing, Zahlungsdienstleistungen, Verwahrdienste und Devisengeschäfte (sofern keine Verbindung zu Investmentservices existiert).

— Solche für Drittländer geltenden Vorschriften wurden bislang noch nicht getestet, und es dürfte beträchtliche Unsicherheit bestehen, insbesondere vor dem Hintergrund, dass Großbritannien vermutlich als direkter Konkurrent angesehen wird. Anders ausgedrückt: Der für den EU-Pass zentrale Grundsatz der Nichtdiskriminierung ist bei einer Drittlandregelung nicht gewährleistet.

— Es droht eine lange Phase der Unsicherheit, bevor die Verfügbarkeit und der Geltungsbereich solcher Regelungen bestätigt wird. Banken müssten also in jedem Fall mit entsprechenden Plänen und Investitionen Vorsorge treffen.

Alternativen für die britische Finanzbranche 29

| | Beschreibung des Ansatzes | Anwendungsbereich des Ansatzes (Art der Finanzdienstleistungen) | Vorteile des Ansatzes | Nachteile des Ansatzes |
|---|---|---|---|---|
| Mitgliedschaft im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) | Großbritannien beantragt die Mitgliedschaft im EWR durch Beitritt zur EFTA-Konvention (Abkommen mit den Mitgliedern Island, Liechtenstein, Norwegen und Schweiz) und zum EWR (Abkommen mit der EU und ihren Mitgliedstaaten und den EFTA-Ländern, ohne die Schweiz) | Regelungen des EU-Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen gelten im gesamten EWR | a) Gilt für fast alle Finanzdienstleistungen<br>b) Pässe gelten weiterhin im gesamten Binnenmarkt | Großbritannien muss neue EU-Vorschriften einführen, auch wenn es keinen direkten Einfluss auf die Gesetzgebung in der EU hat. Zudem dürfte die Umsetzung neuer Vorschriften in EWR-EFTA-Staaten bestenfalls langsam vonstattengehen. |
| Alternative Handelsabkommen (Alternative Trade Agreements, ATA) | a) Beitritt zum WTO GATS (Allgemeines Abkommen über den Handel mit Dienstleistungen der WTO)<br>b) bilaterales Abkommen analog zum Modell EU-Schweiz<br>c) Freihandelsabkommen mit der EU (EU PTAs) wie Korea und Singapur | Abhängig vom jeweiligen Abkommen | Kann theoretisch grenzüberschreitenden Zugang zu Finanzdienstleistungen ermöglichen | Gewährt in der Praxis jedoch nur beschränkte Rechte, die bei Weitem nicht mit dem EU-Pass zu vergleichen sind. Anforderungen in Bezug auf Lizensierung dürften mit Einschränkungen einhergehen, ob in regulatorischer Form oder durch Bindung von Kapital und Liquidität. |
| Drittland-Regelung | Basierend auf regulatorischer Äquivalenz und Reziprozität | Solche Regeln haben nur einen beschränkten Anwendungsbereich und decken nicht alle Dienst-leistungen ab, z.B. Zugang zu Marktinfrastruktur, Kreditvergabe, Einlagengeschäft, Devisengeschäft, Zahlungsverkehr, Wertpapiergeschäft für Privatkunden | Bietet Zugang zum EU-Markt für Wertpapierdienstleistungen | Durch die eingeschränkte Anwendbarkeit dürften nicht alle Investmentbanking-Dienstleistungen abgedeckt sein, die globale Banken anbieten. Wie beim EWR-Ansatz müsste Großbritannien neue EU-Vorschriften einführen, um regulatorische „Äquivalenz“ zu wahren. Letztlich hätte die EU das Recht, diese Vorschriften zu ändern oder abzuschaffen. |

Quelle: Deutsche Bank

Wenn Banken aus Drittländern den Umfang ihrer Aktivitäten und des in Großbritannien verbuchten EU-Geschäfts unter die Lupe nehmen, stellt der Brexit damit eindeutig einen zusätzlichen Unsicherheitsfaktor dar. Ein solcher Konzern muss eine EU-Tochtergesellschaft in einem der EU-27-Mitgliedstaaten errichten, genauso wie bei einem G-SIB oder einer Großbank mit zwei oder mehreren Tochtergesellschaften in der EU-27, der ihren Hauptsitz in Großbritannien hat.

Natürlich würde eine Übergangsphase bis Ende 2020 den Banken mehr Zeit verschaffen, um sich für den Brexit zu wappnen. Dem stehen allerdings erhebliche politische Hürden im Weg, und solange keine rechtlich bindende Lösung gefunden ist, gibt es wenig verlässliche Grundlagen, auf die sich der Bankensektor stützen könnte. Das größte Problem ist und bleibt der Fortbestand der Kontrakte, also die Frage, ob bestehende Derivatekontrakte und Vereinbarun-

gen mit zentralen Gegenparteien (CCPs) im März 2019 mit einem Schlag unwirksam werden. Damit dies nicht geschieht, sollte für solche Kontrakte ein Bestandsschutz eingeräumt werden, und sei es nur vorübergehend.

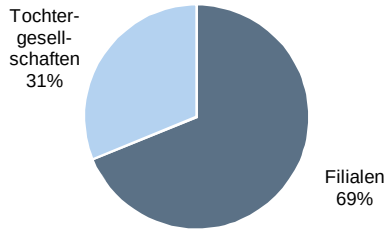
## Filialen vs. Tochtergesellschaften

Während mit der Schaffung von IPUs in der EU nicht zwangsläufig höhere Eigenkapital- oder Liquiditätsanforderungen einhergehen, haben die IHC-Anforderungen in den USA auf Konzernebene für größeren Kapital- und Liquiditätsbedarf gesorgt. In diesem Zusammenhang ist zu berücksichtigen, dass die EZB einen Schritt weitergegangen ist und von den Banken verlangt, auch Filialen in einer IPU zu bündeln, um regulatorischer Arbitrage zwischen Tochtergesellschaften und Filialen die Grundlage zu entziehen.[19] Das ist dieselbe Logik wie bei dem CUSO-Ansatz für FBOs. CUSO steht für „Combined US Operations“, d.h. betrachtet werden Kapitalstruktur, Risikoprofil, Komplexität, Geschäftstätigkeit und Größe des gesamten US-Geschäfts.

An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass die Position des Europäischen Parlaments der EBA ein Mandat gibt, die gängige Praxis in Bezug auf Filialen und deren Behandlung zu prüfen und Empfehlungen für die Europäische Kommission zu erarbeiten. Der Europäische Rat teilt die Auffassung des Parlaments allerdings nicht.

Ganz allgemein lassen sich drei Gruppen von Banken unterscheiden, denen die Doppelbelastung von Brexit und EU IPU-Regeln zu schaffen machen könnte:

Forderungen von Nicht-EU-Banken ggü. GB, ca. EUR 2,9 Bill. 2017 | 30

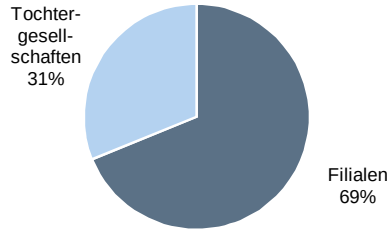



Quellen: Deutsche Bank, EZB

Nicht-EU-Banken: Ende 2017 betrug die Bilanzsumme der Filialen von Nicht-EU-Banken in Großbritannien EUR 2 Bill. Bei Tochtergesellschaften waren es „nur“ EUR 0,9 Bill. Die Bilanzsumme der Filialen von Nicht-EU-Banken in der EU außerhalb Großbritanniens belief sich hingegen auf EUR 0,4 Bill. und bei Tochtergesellschaften auf knapp EUR 0,6 Bill.

EU-Banken brachten es auf eine Bilanzsumme von EUR 1 Bill. bei Filialen in Großbritannien und knapp EUR 0,5 Bill. bei Tochtergesellschaften. Es ist nach wie vor eine offene Frage, in welchem Umfang diese Filialen in Tochtergesellschaften umgewandelt werden müssen, hat die Bank of England (BoE) doch signalisiert, dass kleinere Investmentbanken aus der EU-27 möglicherweise weiter als Filialen geführt werden dürfen.

Forderungen von EU-Banken ggü. Großbritannien - ca. EUR 1,5 Bill. 2017 | 31




Quellen: Deutsche Bank, EZB

Britische Banken werden einen Drittland-Status haben und nicht mehr von Großbritannien aus auf dem EU-Markt agieren können. Daten der BIZ zufolge haben britische Banken Forderungen in Höhe von USD 750 Mrd. gegenüber Kunden aus den EU-15-Ländern. Darin enthalten sind USD 310 Mrd. an Forderungen gegenüber dem privaten Nichtbankensektor. Es ist jedoch unklar, wie viel von diesem Geschäft über lokale Filialen oder Tochtergesellschaften abgewickelt wird und wie viel davon grenzüberschreitendes Geschäft von Großbritannien aus ist, das unter dem Wegfall von Passporting-Rechten leiden dürfte.

Etwa drei Viertel der Bilanzsumme von Nicht-EU-Banken in der EU (Gesamtvolumen EUR 3,9 Bill.) stehen also derzeit in Großbritannien in den Büchern (EUR 2,9 Bill.), da Großbritannien bislang der Dreh- und Angelpunkt des EU- und Auslandsgeschäfts ist. Davon werden mehr als zwei Drittel über Filialen abgewickelt (EUR 2 Bill.). Angesichts der Tatsache, dass Nicht-EU-Banken einen Großteil ihres EU-Geschäfts in Filialen in Großbritannien verbuchen, und nicht in Tochtergesellschaften, könnte dies einen höheren Eigenkapitalbedarf bedeuten. Damit beschäftigen wir uns als Nächstes.

[19] Siehe EZB (https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_con_2017_46_f_sign.pdf).

## Nicht-EU-Banken: Eigenkapitalbedarf in einer Größenordnung von EUR 35–45 Mrd.

Laut einem schon etwas veralteten BoE-Bericht (Daten von 2011) entfielen 28% der Bilanzsumme der Filialen ausländischer Banken in Großbritannien auf inländische Aktiva und weitere 28% auf konzerninterne Auslandsaktiva. Die verbleibenden 44% entfielen auf übrige Auslandsaktiva, wobei wir davon ausgehen, dass das Geschäft mit Nicht-EU-Kunden meist über eine britische Tochtergesellschaft läuft. Bei einer Bilanzsumme von EUR 2 Bill. für die britischen Filialen von Nicht-EU-Banken ist dies ein Volumen von ca. EUR 880 Mrd. Eigenkapitalanforderungen von etwa 4–5% der Aktiva implizieren daher einen zusätzlichen Kapitalbedarf von etwa EUR 35–45 Mrd. Da Tochtergesellschaften bereits über eine eigene Eigenkapitalbasis verfügen, gehen wir hier nicht von zusätzlichem Kapitalbedarf aus. Größere Filialen von EU-Banken in Großbritannien könnten in Abhängigkeit von den Anforderungen der BoE hingegen durchaus Kapitalbedarf haben.

Weitere wichtige Aspekte sind u.a. die Ratings von IPUs mit direktem Kundenkontakt sowie Großkreditgrenzen.

## Welche Nicht-EU-Banken könnten betroffen sein?

Einem Reuters-Artikel[20] zufolge wurde in einem Diskussionspapier der Europäischen Kommission vom 1. September 2017 die Zahl der Auslandsbanken in der EU, die eine IHC für ihr EU-Geschäft einrichten müssen, auf 19[21] geschätzt. Diese Gruppe von Banken unterhält 53 Tochtergesellschaften und 53 Filialen. Davon haben 35 und damit mehr als ein Drittel ihren Sitz in Großbritannien. Mit dem Austritt Großbritanniens aus der EU bekommt Großbritannien einen (noch zu definierenden) Drittland-Status in Bezug auf die EU IHC-Anforderungen, selbst wenn die EU die britischen Aufsichtsstandards als gleichwertig anerkennt.

Die Banken waren mit Informationen zu ihren Brexit-Plänen bislang eher zurückhaltend. Im Folgenden ein kurzer Überblick (auf Basis von Unternehmensangaben):

— Barclays: Der Vorstand hat potenzielle Standorte in der EU für das Europageschäft der Bank diskutiert und beschlossen, die Expansion in Irland weiter voranzutreiben, wo wir schon seit über 40 Jahren tätig sind und mit der Barclays Bank Ireland auch über eine Banklizenz verfügen. Im Einzelnen hat sich der Vorstand mit Fragen wie der Machbarkeit einer signifikanten Ausweitung des Geschäfts bei der Barclays Bank Ireland und der Übertragung von Kapital und Ressourcen auf die Barclays Bank Ireland beschäftigt und die Fortschritte diskutiert, die bei der Beantragung der nötigen regulatorischen Zulassungen bei den zuständigen Behörden gemacht worden sind.

— HSBC: Unser Ziel ist es, in allen denkbaren Szenarien weiterhin den Bedürfnissen der Kunden nachzukommen und Störungen möglichst gering zu halten. Dies wird wahrscheinlich Anpassungen an unserem Geschäftsmodell für grenzüberschreitende Transaktionen erfordern, indem betroffenes Geschäft gegebenenfalls von Großbritannien auf unsere Tochtergesellschaft in Frankreich oder andere europäische Tochtergesellschaften verlagert wird. Angesichts des straf-

[20] https://www.reuters.com/article/eu-banks-regulations/foreign-banks-face-new-eu-set-up-to-allow-more-scrutiny-idUSL8N1LL1RO

[21] Bei diesen 19 Banken handelt es sich um Bank of America, Citi, Credit Suisse, Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley, Mitsubishi UFJ Financial Group, UBS, Bank of New York Mellon, Industrial and Commercial Bank of China, State Street, Sumitomo Mitsui Financial Group, Mizuho Financial Group, Wells Fargo, Bank of China Ltd, Agricultural Bank of China Ltd, China Construction Bank Corp, Nomura Holdings und Royal Bank of Canada.

fen Zeitplans und der Komplexität der Verhandlungen haben wir eine solide Notfallplanung ausgearbeitet. Grundlage dafür ist ein Szenario, in dem Großbritannien im März 2019 die EU verlässt und keinen Zugang mehr zum Binnenmarkt oder zur Zollunion hat und auch keine Übergangsregelung vereinbart wurde. Sobald die Verhandlungspositionen und der zeitliche Rahmen klarer sind, werden wir unsere Notfallplanung anpassen.

— JP Morgan: Bislang haben sich die Dinge weitgehend so entwickelt, wie wir dies erwartet hatten: Der Brexit ist eine komplexe und schwierige Materie und die langfristigen Auswirkungen für Großbritannien sind nach wie vor ungewiss. Im vergangenen Jahr haben wir uns die Frage gestellt, ob der Brexit dazu führen wird, dass die Europäische Union auseinanderbricht oder stärker zusammenwächst. Insbesondere mit der neuen Führung in Frankreich und der ruhigen Hand in Deutschland sieht es derzeit eher nach einer Stärkung des Zusammenhalts in Europa aus. Wir bei JPMorgan Chase verfügen glücklicherweise über die nötigen Ressourcen, um uns auf einen harten Brexit vorzubereiten, so wie es erforderlich ist. Das heißt im Wesentlichen, kurzfristig 300–400 Arbeitsplätze innerhalb Europas zu verlagern und mit Anpassungen in einigen Fällen die nötigen rechtlichen Voraussetzungen dafür zu schaffen, dass wir nach dem Brexit handlungsfähig bleiben. Was wir nicht wissen – und bis zum Abschluss der Verhandlungen auch nicht wissen werden – ist, wie die Rahmenbedingungen letztlich aussehen werden. Auch wenn dies unwahrscheinlich ist, besteht durchaus die Möglichkeit, dass alles so bleibt, wie es momentan ist. Im schlimmsten Fall müssten bedauerlicherweise große Teile des Londoner Finanzzentrums im Laufe der Zeit auf den Kontinent verlagert werden. Wir hoffen für alle Beteiligten, dass es nicht dazu kommen wird.

— UBS: Da Großbritannien und die Europäische Union noch keine geeignete Übergangsregelung vereinbart und gesetzlich verankert haben, werden wir nach momentanem Stand UBS Limited auf UBS Europe SE, unsere europäische Bank mit Sitz in Deutschland, verschmelzen, bevor Großbritannien am 29. März 2019 die Europäische Union verlässt. Kunden und andere Vertragspartner von UBS Limited würden durch die geplante Fusion Vertragspartner von UBS Europe SE. Kunden von UBS Limited, die von der Londoner Filiale der UBS AG aus bedient werden können, würden vor der Fusion jedoch in aller Regel auf die UBS AG, Filiale London übertragen. Es würde auch zu einer Verlagerung von Arbeitsplätzen kommen; wie viele Mitarbeiter und welche Funktionen davon konkret betroffen wären, wird zu gegebener Zeit bestimmt werden. Wann und in welchem Umfang wir Maßnahmen ergreifen werden, hängt stark von den regulatorischen Anforderungen und der Ausgestaltung von Übergangs- oder Nachfolgeabkommen mit der EU ab.

## Interne TLAC-Anforderungen als zusätzliche Belastung

Bei der Umsetzung des US TLAC-Standards hat die Federal Reserve die internen TLAC-Anforderungen für IHCs von ausländischen G-SIBs am oberen Rand der FSB-Spanne von 75–90% angesiedelt. Parallel dazu sind auch die BEAT-Regelungen im Zuge der US-Steuerreform eine Belastung für ausländische Banken, da davon auch Zinszahlungen zwischen verbundenen Unternehmen betroffen sind. Daher haben einige ausländische Banken bereits damit begonnen, auf ein lokales Refinanzierungsmodell umzustellen. Nach den finalen US TLAC-Regelungen lägen die internen TLAC-Anforderungen auch für IPUs bei 90%: Diese Anforderungen addieren sich zu den oben genannten Going Concern-Eigenkapitalanforderungen.

In einer eher pragmatischen Rede[22] gab sich der für die Bankenaufsicht zuständige Vize-Chef der Fed, Randy Quarles, jedoch versöhnlich und betonte, wie wichtig es sei, in Abwicklungsfällen die richtige Balance zu finden zwischen Flexibilität für die Aufsichtsbehörde im Heimatland (damit Kapital und Liquidität jeweils dort eingesetzt werden können, wo Bedarf besteht) und Sicherheit für die Aufsichtsbehörde im Gastland (damit lokale Anforderungen in Stresssituationen erfüllt werden können). Sein Fazit lautete:

— Wir sollten prüfen, ob die internen TLAC-Anforderungen für IHCs am oberen Rand der 7–-90%-Spanne für Konzerne nicht der Praxis anderer Aufsichtsbehörden angepasst werden können, ohne dass dies negative Auswirkungen auf die Abwicklungsfähigkeit und die Finanzstabilität in den USA hat.

— Alternativ könnten die verschiedenen Elemente des aktuellen Abwicklungsrahmens, insbesondere die TLAC-Anforderungen und die Anforderungen in Bezug auf langfristiges Fremdkapital, verschlankt werden.

— Eine dritte Option wäre mehr Transparenz in Bezug auf die globale Liquiditäts- und Eigenkapitalposition eines G-SIBs sowohl auf konsolidierter als auch auf nicht konsolidierter Basis für die Aufsichtsbehörden in den Gastländern.

## Brexit und die Kapitalmärkte

Zusätzlich zu der Doppelbelastung europäischer Banken durch den Brexit und den damit verbundenen Wegfall von Passporting-Rechten sowie die EU IPU-Regelungen stehen die Banken auch in ihrem Kapitalmarktgeschäft vor großen Herausforderungen. Das größte Problem ist und bleibt der Fortbestand der Kontrakte, also die Frage, ob bestehende Derivatekontrakte und Vereinbarungen mit zentralen Gegenparteien (CCPs) im März 2019 mit einem Schlag unwirksam werden. Damit dies nicht geschieht, sollte für solche Kontrakte ein Bestandsschutz eingeräumt werden, und sei es nur vorübergehend.

— Derivate: Angaben der AFME zufolge könnte ein Viertel der nicht zentral abgewickelten OTC-Derivatekontrakte zwischen Kontrahenten in Großbritannien und der Europäischen Union betroffen sein. Der Nominalbetrag dieser ausstehenden Kontrakte beläuft sich auf rund GBP 26 Bill., davon GBP 12 Bill. mit Fälligkeiten nach dem ersten Quartal 2019. Beeinträchtigungen in der Kontraktabwicklung, u.a. durch Novation und Kompression offener Positionen, könnten das reibungslose Funktionieren der Märkte stören.

— Zentrales Clearing: Trotz gleicher Ausgangslage ist unklar, ob die EU bereit ist, regulatorische Äquivalenz für britische CCPs anzuerkennen. Wenn nicht, würde dies erheblich höhere Eigenkapitalanforderungen für EU-Banken beim Clearing über britische CCPs bedeuten, wegen höherer risikogewichteter Aktiva. Darüber hinaus ist davon auszugehen, dass die Banken erheblich mehr Initial Margins zu hinterlegen hätten. Vorsichtige Berechnungen der Wissenschaft gehen in Richtung eines Anstiegs um GBP 6–25 Mrd., am oberen Ende liegende Schätzungen von Branchenverbänden liegen bei ca. EUR 30–40 Mrd., was einem Anstieg von 40–50% entspräche.

Die von Branchenvertretern bevorzugte Option ist ein Bestandsschutz für bestehende grenzüberschreitende Kontrakte, damit diese bis zu ihrem Fälligkeitstermin weiter regulär abgewickelt werden können. Außerdem würde es aus Sicht der Branche helfen, wenn die Aufseher „back-to-back“-Geschäfte tolerieren würden, bei denen ein Großteil der zugrundeliegenden Prozesse mithilfe von Gegenbuchungen weiterhin in London abläuft. Dies scheint jedoch keine realisti-

[22] „Trust Everyone, But Brand Your Cattle“. (16. Mai 2018), siehe https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/quarles20180516a.htm

sche längerfristige Perspektive zu sein. Sollte es keinen Bestandsschutz für laufende Kontrakte geben, würde dies zu Novationen in einem bisher noch nie dagewesenen Umfang führen, die sowohl von den jeweiligen Vertragsparteien als auch von den Aufsichtsbehörden genehmigt werden müssten. Diese Novationen könnten auch erhebliche steuerliche, bilanzielle, regulatorische und andere Konsequenzen für Banken und deren Gegenparteien haben.

Kinner Lakhani (+44 207 541-4140, kinner.lakhani@db.com)

Deutsche Bank
Research

# EU-Monitor


„ Die Folgen des Brexit für das Investmentbanking in Europa ..... 28. November 2018

„ Die multiplen Stufen der Blockchain-Revolution – oder einmal Kryptohype und zurück ..... 22. November 2018

„ Digitale Infrastruktur: Engpässe hemmen Europa ..... 28. September 2018

„ PSD 2, Open Banking und der Wert personenbezogener Daten..... 19. Juni 2018

„ Digitale Wirtschaft: Wie künstliche Intelligenz und Robotik unsere Arbeit und unser Leben verändern ..... 18. Mai 2018

„ Reform des Gemeinsamen Europäischen Asylsystems: Ein schwieriges Unterfangen ..... 12. April 2018

„ Warum sollten wir Krypto-Euros nutzen? Digitales Bargeld von der Notenbank – die Sicht der Nutzer ..... 8. März 2018

„ EU-Haushalt nach dem Brexit: Streit ist vorprogrammiert ..... 2. März 2018

„ Bitcoin: Meinungen, Mythen und Missverständnisse ..... 29. Januar 2018


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 2018. 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 Meinungsaussagen 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): 1612-0256; ISSN (Online): 1612-0264**