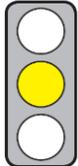


## KERNPUNKTE

**Ziel der Mitteilung:** Die Kommission will das Angebot langfristiger Kreditfinanzierungen erhöhen.

**Betroffene:** Banken, Versicherungsunternehmen, Sparer, Aufsichtsbehörden und finanzierungssuchende Unternehmen.



**Pro:** (1) Die Diversifizierung der langfristigen Finanzierungskanäle kann das Kreditangebot stimulieren, sofern die Risiken angemessen berücksichtigt werden.

(2) Ein EU-Label für „qualitativ hochwertige Verbriefungen“ kann verlorengegangenes Vertrauen auf dem Verbriefungsmarkt zurückgewinnen.

**Contra:** (1) Die Kommission übergeht die nachfrageseitigen Ursachen für das Ausbleiben langfristiger Investitionen. Ohne Strukturreformen zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit werden diese ausbleiben.

(2) Das Vorhaben, Investitionen von Versicherungen in Infrastrukturprojekte und KMU-Kredite künftig stärker zu fördern, ist riskant.

(3) Auf ein staatlich gefördertes „EU-Sparkonto“ sollte verzichtet werden. Es kann zu weniger statt mehr Investitionen führen.

## INHALT

### Titel

**Mitteilung COM(2014) 168** vom 27. März 2014 über die **langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft**

### Kurzdarstellung

#### ► Hintergrund und Ziel

- Die Kommission sieht in den Bereichen Verkehr, Energie und Telekommunikation bis 2020 einen Investitionsbedarf von einer Billion Euro für Infrastrukturnetze mit EU-weiter Bedeutung. Erheblichen Investitionsbedarf sieht sie auch in den Bereichen Forschung und Entwicklung, neue Technologien und bei der Umsetzung des Energie- und Klimapakets 2030 [COM(2014) 15, s. [cepAnalyse](#)] (S. 2).
- Die Finanz- und Wirtschaftskrise verursachte laut Kommission (S. 3)
  - einerseits eine „suboptimal niedrige“ Bereitschaft, langfristig zu investieren, und
  - andererseits ein zu geringes Angebot an langfristigen Finanzierungen, bedingt durch eine hohe Liquiditätspräferenz und den Schuldenabbau („deleveraging“) der Banken.
- Die Kommission sieht „Ineffizienzen und Marktversagen“ bei der Kreditvergabe durch Banken und will weitere Kanäle für die Bereitstellung langfristiger Finanzierungen stärken:
  - die Mobilisierung privater Geldmittel,
  - die Weiterentwicklung der europäischen Kapitalmärkte,
  - die Änderungen der bestehenden Rechnungslegungsstandards und rechtlichen Rahmenbedingungen und
  - bessere Verfügbarkeit von Kreditinformationen über kleine und mittlere Unternehmen.

#### ► Mobilisierung privater Geldmittel

- Die Kreditvergabe durch Banken ist ein wesentlicher Faktor für die Finanzierung von langfristigen Investitionen. Laut Kommission ist eine Diversifizierung der Finanzierungskanäle notwendig, um die Verfügbarkeit langfristiger Finanzierung zu verbessern und die europäische Wirtschaft krisenfester zu machen. (S. 4)
- Die Kommission will bei der anstehenden Konkretisierung der Eigenkapitalverordnung für Banken [CRR, VO (EU) 575/2013, s. [cepAnalyse](#)] die Höhe der Mindestliquiditätsquote und der strukturellen Liquiditätsquote so festlegen, dass diese die langfristige Finanzierungstätigkeit der Banken nicht „über Gebühr“ einschränken. (S. 5)
- Die ab 1. Januar 2016 geltenden Solvabilität-II-Richtlinie [2009/138/EG, mit Änderungen durch die Omnibus-II-Richtlinie 2014/51/EU s. [cepAnalyse](#)] vereinfacht es Versicherungsunternehmen, in langfristige Vermögenswerte von geringer Liquidität zu investieren. Die Kommission überlegt, darüber hinaus die Eigenkapitalanforderungen für Investitionen von Versicherungen in KMU und Infrastrukturprojekte zu senken. (S. 6 und 7)

- Die Kommission will mit ihrem Richtlinienvorschlag über Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge [IORP II, COM(2014) 167] die Möglichkeiten dieser Fonds verbessern, langfristige Investitionen zu tätigen. Sie will außerdem einen Binnenmarkt für Produkte der individuellen Altersvorsorge schaffen und denkt dabei an EU-Regeln für die grenzüberschreitende Tätigkeit solcher Fonds oder an die Errichtung eines 29. Regimes, welches eine Alternative zu den bestehenden nationalen Regeln bietet. (S.8)
- Die Kommission will bis Ende 2014 in einer Studie untersuchen, ob „Marktversagen und andere Mängel“ die grenzüberschreitende „Nutzung von Ersparnissen“ in der EU erschweren. Darin will sie das Potenzial eines „EU-Sparkontos“ erforschen und u.a. auf Fragen der Verzinsung und Einlagensicherung eingehen. (S. 8)
- ▶ **Weiterentwicklung der europäischen Kapitalmärkte speziell für KMU**
  - Laut Kommission sind die europäischen Aktien- und Unternehmensanleihemärkte unterentwickelt, fragmentiert und für KMU unattraktiv. Die Kommission will bei der anstehenden Konkretisierung der MiFID-II-Richtlinie [Art. 33 der Richtlinie 2014/65/EU, s. [cepAnalyse](#)] den Zugang für KMU zu dem speziellen, mit der Richtlinie eingeführten Marktsegment „KMU-Wachstumsmarkt“ vereinfachen, indem sie (S. 10)
    - „angemessene Kriterien“ für die Handelszulassung, Anlegerinformation und Finanzberichterstattung in diesem Marktsegment definiert,
    - den Verwaltungsaufwand für die Begebung von Unternehmens- und Aktienanleihen auf ein Minimum beschränkt und
    - einen prozentualen Mindestanteil von KMU an allen Emittenten in diesem Marktsegment einführt und
  - Die Kommission will zur Verbesserung der Verfügbarkeit langfristiger Finanzierungsmöglichkeiten (S. 10 und S.11)
    - prüfen, ob die für Privatanleger offenen Investmentfonds (OGAW, Richtlinie 2009/65/EG, s. [cepAnalyse](#)) künftig in am „KMU-Wachstumsmarkt“ notierte Wertpapiere mit „bestimmten Liquiditätsmerkmalen“ investieren dürfen,
    - in einer Studie prüfen, ob die Liquidität und Transparenz der Sekundärmärkte für den Handel mit Unternehmensanleihen gesteigert werden muss und kann (S. 10) und
    - bis Ende 2015 prüfen, ob die Offenlegungsvorschriften der Prospektrichtlinie [Richtlinie 2010/73/EU, s. [cepAnalyse](#)] für KMU und andere Unternehmen mit verminderter Marktkapitalisierung verhältnismäßig sind (S. 10).
- ▶ **Weiterentwicklung der europäischen Kapitalmärkte durch weitere Maßnahmen**
  - Banken können Vermögenswerte, etwa Kredite, bündeln, in handelbare Wertpapiere umwandeln und weiterverkaufen. Solche Verbriefungen setzen Eigenkapital frei und steigern das Kreditvergabepotenzial der Banken. Die Kommission will (S. 12)
    - das Label „qualitativ hochwertige“ Verbriefungsprodukte einführen und prüfen, ob für Investitionen von Banken und Versicherungen in solche Verbriefungen geringere Kapitalanforderungen gelten sollen.
    - mit internationalen Standardsetzern, etwa dem Basler Ausschuss, globale Normen u.a. für den Risikorückbehalt für eingegangene Verbriefungsgeschäfte ausarbeiten.
  - Gedeckte Schuldverschreibungen sind laut Kommission eine günstige und sichere Art, langfristige Investitionen auf dem Kapitalmarkt zu finanzieren.
    - Die Kommission will einen integrierten EU- Markt für gedeckte Schuldverschreibungen aufbauen.
    - Sie wird bis Ende 2014 prüfen, inwieweit die Eigenkapitalanforderungen für gedeckte Schuldverschreibungen angemessen sind. In einer Studie will sie die Vorzüge eines EU-Regelwerks für gedeckte Schuldverschreibungen analysieren. (S. 12)
  - Durch Privatplatzierungen können Unternehmen Kapital bei Großinvestoren aufnehmen, etwa in Form eines Schuldscheins. Die Kommission will bis Ende 2014 eine vergleichende Studie über Privatplatzierungsmärkte durchführen, die wichtigsten Erfolgsfaktoren für Privatplatzierungen und deren Risiken analysieren sowie politische Empfehlungen zur Umsetzung auf EU-Ebene ausarbeiten. (S. 13)
- ▶ **Rechnungslegungsstandards und rechtliche Rahmenbedingungen**
  - Die Kommission will bei der Übernahme der Rechnungslegungsstandards für Finanzierungsinstrumente (IFRS 9) für börsennotierte Unternehmen prüfen, ob die Verwendung eines bilanziellen Zeitwerts („fair value“), der Marktschwankungen ausgesetzt ist, die Anreize für langfristige Anlagen verringert (S. 17).
  - Die Kommission will das Gremium für Rechnungslegungsstandards (IASB) dazu auffordern, bei ihren Entscheidungen die Auswirkungen auf die Anlagehorizonte von Anlegern „angemessen zu berücksichtigen“ und das „Vorsichtsprinzip“ wieder einzuführen (S. 17).
  - Börsennotierte Unternehmen müssen ihre Jahresabschlüsse seit 2005 gemäß den internationalen Rechnungslegungsstandards IAS/IFRS erstellen [IAS-Verordnung (EG) Nr. 1606/2002]. Die Kommission will prüfen, ob die Kriterien, die zur Übernahme solcher Rechnungslegungsstandards in europäisches Recht herangezogen werden, langfristige Investitionen in der EU behindern. (S. 18)
  - Die Kommission will in den länderspezifischen Empfehlungen des europäischen Semesters den Mitgliedstaaten raten, die steuerliche Begünstigung fremdfinanzierter Investitionen gegenüber eigenmittelfinanzierten zu verringern.

### ► Bessere Verfügbarkeit von Daten über KMU

- Laut Kommission haben KMU oft keinen Zugang zu anderen Finanzierungsquellen als die lokale Bank, weil es an ausreichenden, vergleichbaren, zuverlässigen und frei verfügbaren kreditrelevanten Informationen über KMU fehlt. (S. 14)
- Die Kommission will 2014 eine Bestandsaufnahme darüber vornehmen, welche Rechtsvorschriften die Verfügbarkeit von Kreditinformationen über KMU regeln. (S. 14)

## Politischer Kontext

Im März 2013 veröffentlichte die Kommission ein Grünbuch mit dem Ziel, Ersparnisse verstärkt in langfristige Investitionen zu lenken. Der Wirtschafts- und Finanzausschuss des Europäischen Parlaments setzte eine hochrangige Expertengruppe ein, die in ihrem [Bericht](#) vom Dezember 2013 Empfehlungen vorstellte, wie Infrastrukturprojekte und Investitionen von KMU verstärkt über den Kapitalmarkt finanziert werden können. Zeitgleich mit der vorliegenden Mitteilung veröffentlichte die Kommission einen Richtlinienvorschlag für Fonds der betrieblichen Altersvorsorge [COM(2014) 167] und eine Mitteilung zur Freisetzung des Potenzials von Crowdfunding in der Europäischen Union [COM(2014) 172]. Am 7. August 2014 startete die Kommission für die geplante Überarbeitung der IAS-Verordnung [EG 1606/2002] eine Konsultation zu den internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS).

## Politische Einflussmöglichkeiten

Generaldirektionen:	GD Binnenmarkt und Dienstleistungen (federführend)
Ausschüsse des Europäischen Parlaments:	N.N. (federführend), Berichterstatter: N.N.
Bundesministerien:	Bundesfinanzministerium (federführend)
Ausschüsse des Deutschen Bundestags:	Finanzausschuss (federführend);
Konsultationsverfahren (zu IAS):	Jeder Bürger darf Stellung nehmen. Das Verfahren endet am 31. Oktober 2014; <a href="http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2014/ifrs/index_de.htm">http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2014/ifrs/index_de.htm</a>

## BEWERTUNG

### Ökonomische Folgenabschätzung

Um langfristige Investitionen anzustoßen, bedarf es sowohl eines Finanziers, der die langfristige Finanzierung bereitstellt (Angebot), als auch eines kreditsuchenden Unternehmens, das zur Durchführung einer langfristigen Investition bereit ist (Nachfrage). **Die Kommission** scheint sich dessen bewusst zu sein, **stellt** in der Mitteilung jedoch **nur Erwägungen für eine Vergrößerung des Angebots von langfristigen Finanzierungen an. Die nachfrageseitigen Ursachen für das Ausbleiben langfristiger Investitionen übergeht sie.** Dies ist problematisch. Denn selbst in Mitgliedstaaten, in denen die angebotsseitige Kreditvergabe nicht unter einen unterkapitalisierten Bankensektor leidet, ist die Bereitschaft zu langfristigen Investitionen gering. Einerseits liegen die Gründe im unsicheren regulatorischen Umfeld, das getätigte langfristige Investitionen auf einen Schlag unwirtschaftlich machen kann. Beispiele hierfür sind die Diskussion um Netzneutralität im Telekommunikationsbereich und die Unsicherheit über die zukünftige Behandlung von Investitionen in erneuerbare Energien. Andererseits spielt – insbesondere im Süden der Eurozone – die anhaltende Erosion der Wettbewerbsfähigkeit eine große Rolle. **Ohne Strukturreformen zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit** – Liberalisierung der Arbeitsmärkte, die Senkung der Lohnstückkosten – wird sich daran wenig ändern und **werden langfristige Investitionen** (Nachfrage), unabhängig von den Finanzierungsbedingungen (Angebot), **ausbleiben**. Hier ist freilich weniger die EU als die Mitgliedstaaten gefordert.

**Die** von der Kommission propagierte **Diversifizierung der langfristigen Finanzierungskanäle** unter Beteiligung verschiedener Marktakteure **kann das Kreditangebot stimulieren, sofern die Risiken korrekt** in den Finanzierungskosten **dargestellt werden**. Andernfalls drohen Kreditausfälle, die letztlich Eigenkapital der Kreditgeber vernichten und so die Kreditvergabe weiter hemmen.

Für ein abschließendes Urteil darüber, ob die von der Kommission erwogenen Maßnahmen – etwa die Ausgestaltung der Mindestliquiditätsquote für Banken oder die aufsichtsrechtliche Vorzugsbehandlung von Infrastruktur- und KMU-Investitionen von Versicherungen – die korrekte Bepreisung von Finanzierungsrisiken verfälscht, sind die Vorschläge noch zu vage.

Insbesondere **das Vorhaben, Investitionen von Versicherungen in Infrastrukturprojekte und KMU-Kredite künftig stärker zu fördern ist aber riskant** und wird auch von der EU-Versicherungsaufsichtsbehörde EIOPA nicht geteilt. Tatsächlich liegen wenige Daten vor, die die Folgen einer solchen bevorzugten Behandlung kalkulierbar machen. Problematisch ist etwa, dass es wegen der typischerweise geringen Anzahl an großen, langfristigen Infrastrukturprojekte an der notwendigen Risikostreuung fehlt. KMU-Kredite sind zwar in größerer Zahl vorhanden, besitzen jedoch je nach Branche nicht unerhebliche Ausfallwahrscheinlichkeiten. Vor diesem Hintergrund ist die von der Kommission erwogene Absenkung der Eigenkapitalanforderungen für solche Investitionen riskant. Jedenfalls stellt sie zusätzliche Anforderungen an die Versicherungsaufsicht, weil sich dadurch das Risikoprofil der Anlagen der Versicherungen ändert. Da es für Versicherungen keine der Einla-

gensicherung für Bankeneinlagen vergleichbaren Schutzvorkehrungen gibt, sollten solche Engagements von Versicherungen begrenzt sein. **Auf ein staatlich gefördertes „EU-Sparkonto“ mit garantierten oder steuerbegünstigten Renditen sollte verzichtet werden. Es kann zu weniger statt mehr Investitionen führen.** Denn Investoren werden künftig nur dann bereit sein, Risiken einzugehen, wenn die erwartete Rendite deutlich über der des staatlich geförderten Kontomodells liegt. Ist das EU-Sparkonto zusätzlich zweckgebunden, drohen Fehlallokationen als Folge einer Anmaßung von Wissen. Letztlich meint der Gesetzgeber, besser als der Markt zu wissen, in welche Verwendung Spargelder fließen sollten. Es besteht die Gefahr, dass nicht wirtschaftlich tragfähige, sondern politisch erwünschte Projekte finanziert werden. Derartige Sparkontomodelle gehen außerdem mit hohen Risiken für den Steuerzahler einher. Um Spareinlagen anzuziehen, müssen die garantierten Zinsen deutlich über Marktniveau liegen. Damit stellt sich aber die Frage, wie die Bank diese Rendite erwirtschaften soll. Letztlich könnte der Fall eintreten, dass Steuergelder für die Zinszahlungen aufgewendet werden müssen. Ob KMU sich am Kapitalmarkt finanzieren können, sollte der Markt entscheiden. Für einen Börsengang oder die Begebung von Unternehmensanleihen entstehen den Unternehmen nicht zuletzt durch Publizitätspflichten hohe Kosten. Bisher ist die Finanzierung über den Kapitalmarkt daher für viele KMU unattraktiv. Publizitätspflichten erfüllen jedoch wichtige Funktionen der Anlegerinformation und des Anlegerschutzes. Die Erleichterung des Kapitalmarktzugangs für KMU, etwa durch eine Lockerung der in der Prospekttrichtlinie vorgeschriebenen Offenlegungsvorschriften verhindert die Vergleichbarkeit der Informationen über verschiedene Unternehmen und kann so zu Fehlallokation von Kapital führen. Die Öffnung des „KMU-Wachstumsmarktes“ für die für Privatanleger offenen Investmentfonds (OGAW) kann die Finanzmarktstabilität gefährden. Zu Recht beschränkt die OGAW-Richtlinie (2009/65/EG, s. [cepAnalyse](#)) die erlaubten Wertpapier-Investitionen für OGAW. Ein wichtiges Ziel dieser Vorschriften ist es, die Liquidität dieser Fonds sicherzustellen. So können Anleger ihre Anteile am OGAW-Fonds jederzeit zurückgeben. Eine Ausweitung der erlaubten Vermögenswerte auf KMU-Wertpapiere, die möglicherweise bei angespannter Kapitalmarktlage unverkäuflich sind, läuft diesem Schutz entgegen.

Verbriefungen haben grundsätzlich zwar eine positive wirtschaftliche Wirkung: Durch den Verkauf ihrer Kreditforderungen steht Banken wieder mehr Eigenkapital für die erneute Kreditvergabe zur Verfügung. **Ein EU-Label für „qualitativ hochwertige Verbriefungen“ kann verlorengegangenes Vertrauen auf dem Verbriefungsmarkt zurückgewinnen.** Die Auswahl der Kriterien, die „qualitativ hochwertige Verbriefungen“ zu erfüllen haben, muss aber nachvollziehbar und objektiv sein. Die Kommission erweckt dagegen den Eindruck, gezielt langfristige Investitionen fördern zu wollen. Das ist verfehlt: Risiken für langfristigen Investitionen müssen im gleichen Maße berücksichtigt werden, wie die für Investitionen anderen Fristigkeiten.

## Juristische Bewertung

### Kompetenz

Derzeit ist nicht absehbar.

### Subsidiarität

Derzeit ist nicht absehbar.

### Verhältnismäßigkeit gegenüber den Mitgliedstaaten

Derzeit ist nicht absehbar.

### Sonstige Vereinbarkeit mit EU-Recht

Derzeit ist nicht absehbar.

### Auswirkungen auf das deutsche Recht

Derzeit ist nicht absehbar

## Zusammenfassung der Bewertung

Die Kommission stellt nur Erwägungen für eine Vergrößerung des Angebots von langfristigen Finanzierungen an. Die nachfrageseitigen Ursachen für das Ausbleiben langfristiger Investitionen übergeht sie. Ohne Struktur-reformen zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit werden langfristige Investitionen aber ausbleiben. Die Diversifizierung der langfristigen Finanzierungskanäle kann das Kreditangebot stimulieren, sofern die Risiken angemessen berücksichtigt werden. Das Vorhaben, Investitionen von Versicherungen in Infrastrukturprojekte und KMU-Kredite künftig stärker zu fördern, ist riskant. Auf ein staatlich gefördertes „EU-Sparkonto“ sollte verzichtet werden. Es kann zu weniger statt mehr Investitionen führen. Ein EU-Label für „qualitativ hochwertige Verbriefungen“ kann verlorengegangenes Vertrauen auf dem Verbriefungsmarkt zurückgewinnen.