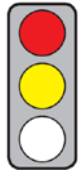


## KERNPUNKTE

**Ziel des Grünbuchs:** Die Kommission will die Finanzierung langfristiger Investitionen stärken.

**Betroffene:** Kapitalgeber, insbesondere Banken, Versicherungen und andere Investoren; Unternehmen, insbesondere in den Bereichen Energie, Verkehr und Kommunikation sowie KMU.



**Pro:** Die Investitionstätigkeit in der EU, gerade auch für Langfristprojekte, befindet sich derzeit an einem kritischen Punkt. Die Befassung mit diesem Problem ist sachgerecht.

**Contra:** (1) Die Bankenregulierung darf nicht dadurch unterlaufen werden, dass Versicherungen und Pensionsfonds, die weniger streng reguliert sind, politisch gewünschte Finanzierungsaktivitäten von den Banken übernehmen.

(2) Staatlich geförderte Sparmodelle können zu weniger statt mehr Investitionen führen, bergen das Risiko von Fehlallokationen und gehen zu Lasten der Steuerzahler.

(3) Die Bevorzugung langfristig engagierter Aktionäre kann gegen EU-Recht verstoßen.

## INHALT

### Titel

Grünbuch COM (2013) 150 vom 25. März 2013: **Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft**

### Kurzdarstellung

#### ► Definition, Hintergrund und Ziele

- „Langfristige Finanzierung“ meint die Finanzierung von „über einen längeren Zeitraum hinweg laufenden Investitionen durch das Finanzsystem“ (S. 6).
- Die Kommission sieht einen „großen Bedarf“ an langfristigen Investitionen in den Bereichen (S. 2):
  - „langlebige Sachanlagen“ – z.B. Energie-, Verkehrs- und Kommunikationsinfrastrukturen – und
  - immaterielle Vermögenswerte – z.B. Bildung, Forschung und Entwicklung.
- Laut Kommission kann der Bankensektor seit der Finanzkrise nur eingeschränkt Ersparnisse in langfristige Investitionen lenken. Ursache hierfür sind insbesondere (S. 3)
  - „ein Klima der Unsicherheit und Risikoscheu“ aufgrund der aktuellen Wirtschaftslage und
  - der Zwang der Banken, ihre Verschuldung abzubauen, was das Angebot langfristiger Kredite verknappt.
- Die Kommission startet mit dem Grünbuch eine Diskussion darüber, wie (S. 3)
  - das Angebot langfristiger Finanzierungen verbessert und
  - die „Vermittlung“ von Kapital zwischen Kapitalgebern und -nehmern („Finanzintermediation“) gestärkt und diversifiziert werden kann.
- Laut Kommission ist die „Festlegung eines langfristigen politischen Rahmens“ wesentlich für Investitionen, da dieser für „mehr Transparenz und Rechtssicherheit“ sorgt (S. 15).

#### ► Empirie

- Die Fähigkeit einer Volkswirtschaft, langfristige Investitionen zu finanzieren, hängt ab von (S. 4 und S. 5)
  - den Ersparnissen „der öffentlichen und privaten Haushalte und der Unternehmen“ sowie
  - den ausländischen Direktinvestitionen (FDI).
- Die gesamtwirtschaftliche Sparquote der EU – Ersparnisse in % des BIP – liegt seit 20 Jahren bei „günstigen“ 20% (USA: 14%). Der Ersparnisanteil der privaten Haushalte – bisher: 80 % – ist derzeit rückläufig, dafür steigt der Anteil der Großunternehmen.
- Die FDI stammen zu 40% aus Drittstaaten und zu 60% aus grenzüberschreitenden Investitionen innerhalb der EU. Die FDI aus Drittstaaten sind in der Krise eingebrochen, erholen sich aber. Sie liegen derzeit bei rund 1,7% des EU-BIP. [S. 4 und begleitendes Dokument SWD(2013) 76 S. 7 und 8]

#### ► Auswirkungen aufsichtsrechtlicher Regulierungen im Finanzsektor

Die Kommission fragt, ob die „aktuellen und geplanten“ Regulierungsvorhaben im Finanzsektor „signifikante“ Auswirkungen auf die Fähigkeit zur langfristigen Finanzierung haben, und will die „kumulierten Effekte“ der Regulierung untersuchen (S. 12 und 13).

#### ► Verbesserung der Möglichkeiten für langfristige Finanzierungen

##### – Private Haushalte: Modelle für Sparkonten

- Die Kommission fragt, ob „spezielle Sparkontomodelle“ oder die Schaffung eines „EU-Sparkontos“ sinnvoll sind.
- Als Beispiel für solche Sparkontomodelle nennt sie (S. 15 und 16)
  - obligatorische private Rentenversicherungen – wie in Großbritannien, dort allerdings mit Opt-out –,
  - zweckgebundene Sparkonten, deren Renditen staatlich garantiert oder steuerbegünstigt sind – wie Livrets A in Frankreich und libretti postali in Italien – sowie
  - Bausparverträge – wie in Deutschland.

##### – Geschäftsbanken

- Laut Kommission können Banken als Folge der Finanzkrise weniger langfristige Kredite vergeben, da sie

ihren Verschuldungsgrad reduzieren müssen, um „Exzesse der Vergangenheit“ zu korrigieren (S. 3). Auch steigen ihre Kapitalkosten durch neue Vorschriften zur Bankenabwicklung (s. [cepAnalysen](#)). Zudem konzentrieren sich laut Kommission die Banken auf den nationalen Markt, was die Kapitalkosten von Unternehmen aus Ländern, die „unter Druck“ stehen, erhöht. (S. 7)

- Die Kommission fragt, welche Rolle der Bankensektor bei langfristigen Finanzierungen spielen soll (S. 8).
- Die Kommission sieht „Bedarf und Möglichkeiten“, die Abhängigkeit der Wirtschaft von der klassischen Bankenfinanzierung zu reduzieren (S. 8).

- Die Kommission will (S. 8)

- die Vorgaben zur Liquiditätsquote in den Eigenkapitalvorschriften für Banken (s. [cepMonitor](#)) überprüfen, da sie einen potentiellen Zielkonflikt zwischen hohen Liquiditätsvorgaben und der Möglichkeit zu langfristigen Finanzierungen sieht,
- mit Maßnahmen auf den Liikanen-Bericht reagieren, der einen „unverhältnismäßig hohen Anstieg“ von Geschäften innerhalb des Finanzsektors zulasten der langfristigen Finanzierung von realen Projekten außerhalb des Finanzsektors festgestellt hat.

#### – Nationale und internationale Entwicklungsbanken

- Die Kommission sieht Entwicklungsbanken als Katalysatoren für private Investitionen mit öffentlichem Interesse, die aufgrund von „nachgewiesenem Marktversagen“ unterbleiben. Sie könnten eine „wichtige antizyklische“ Rolle einnehmen und die Volatilität der Finanzierungskosten senken. Die Kommission will zudem die Gründung von nationalen und EU-Staatsfonds prüfen (S. 8).

- Die Kommission fragt (S. 9 und 10)

- wie Entwicklungsbanken langfristige Investitionen „optimal unterstützen“ könnten,
- ob es Möglichkeiten für eine „stärkere Kooperation“ zwischen diesen Banken gibt und
- wie die Finanzierungsinstrumente des EU-Haushalts – z. B. Beteiligungs- oder Risikokapital, Projektanleihen – besser genutzt werden könnten.

#### – Institutionelle Anleger

- Laut Kommission sind institutionelle Anleger – z.B. Versicherer, Pensionsfonds, Investmentfonds, Stiftungen – wegen ihrer langfristigen Geschäftsmodelle für langfristige Finanzierungen „gut“ geeignet (S. 10).

- Die Kommission will (S. 10 und 11)

- nach Prüfung durch die EU-Versicherungsaufsichtsbehörde (EIOPA) entscheiden, wie die Eigenkapitalvorgaben für Versicherungen bei langfristigen Verbindlichkeiten und Investitionen in der Solvabilität-II-Richtlinie (s. [cepAnalysen](#)) behandelt werden sollen,
- bei der geplanten Überarbeitung der IOPR-Richtlinie für Betriebsrenten (2003/41/EG; darauf achten, dass die aufsichtsrechtlichen Vorgaben für Pensionsfonds der „nachhaltigen, langfristigen Finanzierung nicht schaden“,
- einen „Rechtsrahmen“ für eine neue Kategorie von „Investmentfonds für langfristige Investitionen“ entwickeln.

- Die Kommission fragt, (S. 12)

- ob institutionelle Anleger bei langfristigen Finanzierungen eine „wichtigere Rolle“ spielen könnten,
- wie bei Versicherern sowie bei betrieblichen und sonstigen Pensionsfonds ein „ausgewogenes Verhältnis“ zwischen Aufsichtsregeln und langfristigen Finanzierungsmöglichkeiten erreicht werden kann.

#### – Kapitalmärkte

- Laut Kommission sind in der EU die Märkte für Unternehmensanleihen und Verbriefungen „unterentwickelt“ (S. 13).

- Die Kommission fragt (S. 13-15),

- wie die Kapitalmarktfinanzierung in Europa gestärkt werden kann,
- ob die Stärkung von Beteiligungskapital zur Schließung der Eigenkapitallücke europäischer Unternehmen beitragen kann,
- ob die Fragmentierung „nach nationalen Grenzen“, die im Markt für besicherte Schuldverschreibungen – etwa Pfandbriefe – herrscht, durch eine stärkere Rechtsharmonisierung überwunden werden kann,
- wie der Verbriefungsmarkt in der EU wiederbelebt werden kann mit
  - „marktgestützten Initiativen“ – z.B. Qualitätslabels für Standardverbriefungen –,
  - der Entwicklung einfacher Verbriefungsprodukte ohne Fremdkapitalnutzung und
  - KMU-Verbriefungsmärkten.

- Die Kommission will zusammen mit der Europäischen Investitionsbank (EIB) die EU-Initiative für Projektanleihen [Konsultation, s. [cepAnalyse](#); s.a. Projektanleiheninitiative COM(2011) 660] vorantreiben, um einen „liquiden“ Projektanleihemarkt zu schaffen (S. 14).

Projektanleihen sind Anleihen zur Finanzierung von Infrastrukturprojekten, die von privaten oder öffentlich-privaten Projektgesellschaften begeben und mit Garantien der öffentlichen Hand abgesichert werden.

#### ► Steuervorschriften

- Laut Kommission begünstigen die meisten Steuersysteme Fremdkapital gegenüber Eigenkapital. Dies schafft Anreize zur Schuldenaufnahme und macht Unternehmen gegenüber Kreditverknappungen verwundbar. (S. 16)

- Die Kommission fragt (S. 17),

- wie die Körperschaftsteuer reformiert werden sollte, um diese Ungleichbehandlung abzubauen und Anreize zur Eigenkapitalbildung zu schaffen,
- welche Anreize die Mitgliedstaaten schaffen sollten, um langfristiges Sparen zu fördern, und
- ob eine „weitergehende steuerliche Koordinierung“ auf EU-Ebene sinnvoll ist.

### ► Erleichterungen für KMU bei der Kapitalbeschaffung

- Laut Kommission haben insbesondere kleine und mittlere Unternehmen (KMU) Kapitalbeschaffungsprobleme. Sie sind häufig auf Banken angewiesen (S. 19).
- Die Kommission fragt (S. 19-21),
  - welche Regulierungen auf EU-Ebene die Nutzung alternativer Finanzierungsquellen – z.B. Risikokapitalfonds – erleichtern könnten,
  - wie Verbriefungen für KMU ausgestaltet und für die Kapitalbeschaffung besser genutzt werden könnten,
  - ob spezielle „KMU-Märkte“, die über die „Wachstumsmärkte“ im Kommissionsvorschlag für die MiFID-II-Richtlinie hinausgehen, sinnvoll sind (s. a. [cepAnalyse](#)) und
  - ob eine EU-Regulierung für andere Finanzierungsquellen als Banken für KMU wünschenswert ist.

### ► Sonstige Vorschläge

- Die Kommission fragt,
  - ob die Rechnungslegungsgrundsätze zum beizulegenden Zeitwert („Fair Value“) langfristige Finanzierungen benachteiligen und ob es alternative Konzepte gibt (S. 17),
  - ob das langfristige Engagement von Aktionären und Vermögensverwaltern dadurch gestärkt werden kann, dass langfristig orientierten Aktionären mehr Stimmrechte und höhere Dividenden zugesprochen werden (S. 18).

## Politischer Kontext

Die G20 haben auf ihrem Gipfel im Februar 2013 in Moskau langfristige Finanzierungen als bedeutend für Wachstum und Beschäftigung hervorgehoben. Das Grünbuch steht im Zusammenhang mit der Strategie Europa 2020 [COM (2010) 2020, s. [cepAnalyse](#)], der Mitteilung zur Industriepolitik [COM (2012) 582], der Leitinitiative der Strategie Europa 2020 „Innovationsunion“ [COM (2010) 546, s. [cepAnalyse](#)] und der „Connecting Europe“-Fazilität [COM (2011) 665]. Die Kommission nimmt im Grünbuch ferner Bezug auf die Eigenkapitalvorschriften für Versicherungen [Solvency II, COM (2007) 361, s. [cepAnalyse](#)] und auf die kürzlich beschlossenen Eigenkapitalregeln für Banken [COM (2011) 452 und 453, s. [cepAnalysen](#)]. Weitere Anknüpfungspunkte sind u.a. die Pensionsfonds-Richtlinie (Richtlinie 2003/41/EG), die Binnenmarktakte II [COM (2012) 573], die MiFID-Richtlinie [COM (2011) 656, s. [cepAnalyse](#)], die OGAW-Richtlinie [Richtlinie 2009/65/EG, s. [cepAnalyse](#)] und die AIFM-Richtlinie [Richtlinie 2011/61/EU, s. [cepAnalyse](#)]. Nach einem aktuellen französischen Gesetzesentwurf sollen Aktionäre in Frankreich, die Anteile mehr als zwei Jahre halten, künftig das doppelte Stimmrecht erhalten, wenn das Unternehmensstatut nichts anderes vorsieht.

## Politische Einflussmöglichkeiten

Federführende Generaldirektion: GD Binnenmarkt

# BEWERTUNG

## Ökonomische Folgenabschätzung

Langfristige Investitionen etwa in die Verkehr-, Energie- oder Telekommunikationsinfrastruktur fördern Wachstum und Beschäftigung. Sie sind für den Wohlstand einer Gesellschaft unerlässlich.

**Die Investitionstätigkeit in der EU, gerade auch für Langfristprojekte, befindet sich derzeit an einem kritischen Punkt.** Nachdem die Investitionsquote der EU über Jahre stabil bei 20% des EU-BIP – und damit über dem Niveau der USA – lag, nimmt sie seit Ausbruch der Finanzkrise kontinuierlich ab. **Dies hat vor allem drei Gründe:**

**Erstens setzt die Finanzierung langfristiger Investitionsprojekte einen stabilen regulatorischen Rahmen voraus – sowohl für die Investitionsprojekte als auch für die Tätigkeit der Investoren. Daran fehlt es derzeit in der EU.** Befürchten die Investoren, dass bereits getätigte Investitionen aufgrund sich ändernder Rahmenbedingungen unwirtschaftlich werden, wird die Investitionsbereitschaft gehemmt. Jahrelange Diskussionen und damit verbundene Rechtsunsicherheit etwa über die Kalibrierung der Liquiditätsquote bei Banken oder die Eigenkapitalanforderungen bei Versicherungen sind hierfür ein Beispiel.

**Zweitens führen die schlechte Konjunkturlage und die Erosion der Wettbewerbsfähigkeit einiger Eurostaaten zu geringeren Investitionen.** Die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit ließe sich am ehesten durch strukturelle Maßnahmen – Liberalisierung der Arbeitsmärkte, die Senkung von Lohnstückkosten – überwinden. Dies würde die Attraktivität des Investitionsstandortes Europa stärken. Diese Stärkung würde den Zufluss von Direktinvestitionen (FDI) in die EU fördern bzw. den Abfluss von Kapital aus der EU verringern. **In der Pflicht sind hier vorrangig die nationalen Regierungen, nicht die EU oder die EZB.** Die EZB kann zur Lösung des Problems nicht mehr als bisher beitragen. Trotz drastischer Niedrigzinspolitik der EZB steigen die Investitionen nicht an. Es wächst im Gegenteil die Gefahr der Erwartung steigender Inflation und damit steigender Zinsen. Das verringert die Bereitschaft von Kapitalgebern, längerfristige Kredite zur Verfügung zu stellen.

**Drittens binden sowohl die strengere Bankenregulierung als auch die Bewältigung der Folgen der Eurokrise Kapital,** welches nicht länger für Investitionen zur Verfügung steht. So führen die strengeren Eigenkapitalanforderungen [COM (2011) 452 und 453, s. [cepAnalysen](#)] und der hohe Abschreibungsbedarf der Banken zu einer Verknappung des Kreditangebots. Diese Verknappung ist als Preis für das Regulierungsziel – eine risikogerechte Bepreisung von Krediten – in Kauf zu nehmen. Eine Abweichung von diesem Ziel würde wiederum die Stabilisierung des Bankensektors gefährden und sollte daher unterbleiben. **Die** im Gefolge der Krise für

richtig erkannte **Verschärfung der Eigenkapitalanforderungen für Banken darf nicht dadurch unterlaufen werden, dass andere Akteure wie Versicherungen und Pensionsfonds, die weniger strengen Anforderungen unterworfen sind, politisch gewünschte Finanzierungsaktivitäten von den Banken übernehmen.** Damit würde die Kommission auch ihre Überlegungen im Grünbuch zur Regulierung von „Schattenbanken“ [COM (2012) 102, s. [cepAnalyse](#)] konterkarieren. In diesem Grünbuch hat sie die Verlagerung von Banktätigkeiten auf Versicherungen und Investmentfonds noch moniert.

**Staatlich geförderte „spezielle Sparkontomodelle“** – etwa mit staatlich garantierten oder steuerbegünstigten Renditen – **können zu weniger statt mehr Investitionen führen.** Investoren werden künftig nur dann bereit sein, Risiken einzugehen, wenn die erwartete Rendite deutlich über der des staatlich geförderten Kontomodells liegt. Ob dies möglich ist, hängt nicht zuletzt von der Höhe der staatlichen Begünstigung ab. **Sind die Sparkontomodelle zusätzlich zweckgebunden, drohen Fehlallokationen als Folge einer Anmaßung von Wissen:** Letztlich meint der Gesetzgeber besser als der Markt zu wissen, in welche Verwendungen Spargelder fließen sollten. Es besteht die Gefahr, dass nicht wirtschaftlich tragfähige, sondern politisch erwünschte Projekte finanziert werden. **Sparkontomodelle gehen mit hohen Risiken für die Steuerzahler einher.** Um Spareinlagen anzuziehen, müssen die garantierten Zinsen deutlich über dem Marktniveau liegen. Damit stellt sich aber die Frage, wie die Bank diese Rendite erwirtschaften soll. **Die Kommission sollte daher auf staatlich geförderte Sparkontomodelle verzichten.**

Mit öffentlichen Geldern gestützte „Projektanleihen“, angesprochen von Kommission und Europäischer Investitionsbank (EIB), sollten nur dann zulässig sein, wenn eine rein private Begebung von Anleihen zur Infrastrukturfinanzierung ausgeschlossen ist und positive Externalitäten auftreten können. Ansonsten sind rein privat begebene Anleihen solchen mit staatlicher Beteiligung oder Garantien vorzuziehen. Denn nur dann ist gewährleistet, dass Investitionen nach rein wirtschaftlichen Kriterien getätigt werden.

Alternative Quellen zur Kapitalbeschaffung für KMU – wie Risikokapitalfinanzierungen, spezifische Vertriebsmärkte und Handelsplätze – können deren Kapitalmarktzugang verbessern. Eine Fülle privater Initiativen arbeitet bereits darauf hin. Sollte die Kommission hier regulatorische Erleichterungen vorsehen, muss sichergestellt werden, dass die Bereitstellung von Kapital letztlich immer vom damit verbundenen Risiko abhängig ist und dass der Kapitalgeber das Risiko des Ausfalls seines eingesetzten Kapitals trägt.

Es gibt keinen überzeugenden Grund, langfristige Anlagen gegenüber kurzfristigen bevorzugt zu behandeln, indem die Stimmrechte und Dividenden langfristig engagierter Aktionäre höher gewichtet werden. Es liegt die Vermutung nahe, dass die Kommission mit ihrem Vorschlag darauf abzielt, die Übernahme von Unternehmen durch kurzfristig orientierte Investoren wie Hedgefonds zu erschweren. Dafür gibt es aber keine überzeugenden Argumente.

## Juristische Bewertung

### Kompetenz

Derzeit ist nicht absehbar, auf welche Rechtsgrundlagen die geplanten Vorhaben gestützt werden sollen.

### Subsidiarität

Derzeit nicht absehbar.

### Verhältnismäßigkeit

Derzeit nicht absehbar.

### Sonstige Vereinbarkeit mit EU-Recht

**Eine Bevorzugung langfristig engagierter Aktionäre** beim Stimmrecht oder bei den Dividenden **kann je nach Ausgestaltung eine rechtswidrige Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit** (Art. 63 AEUV) **darstellen und damit gegen EU-Recht verstoßen.** Eine solche Beschränkung kann durch zwingende Gründe des Allgemeinwohls, nicht aber durch allgemeine ökonomische oder wirtschaftspolitische Gründe gerechtfertigt werden. Gründe des Allgemeinwohls sind nicht ersichtlich. Ob die übrigen Vorhaben EU-rechtliche Probleme aufwerfen werden, ist derzeit nicht absehbar.

### Auswirkungen auf das deutsche Recht

In Deutschland ist die Ausgabe neuer Mehrstimmrechtsaktien seit 1998 generell verboten (§ 12 Abs. 2 AktG). Bis dahin waren zur Wahrung überwiegender gesamtwirtschaftlicher Belange ministerielle Ausnahmegenehmigungen möglich. Dagegen können sog. Vorzugsaktien ausgegeben werden (§ 12 Abs. 1 S. 2 AktG). Die Eigentümer solcher Aktien haben kein Stimmrecht, bekommen aber eine höhere Dividende. Die Auswirkungen der übrigen Vorhaben auf das deutsche Recht sind derzeit nicht absehbar.

## Zusammenfassung der Bewertung

Die Investitionstätigkeit in der EU befindet sich derzeit an einem kritischen Punkt. Dies hat drei Gründe: Erstens setzt die Finanzierung langfristiger Investitionsprojekte einen stabilen regulatorischen Rahmen voraus; daran fehlt es derzeit in der EU. Zweitens ist der Rückgang der Investitionstätigkeit in der EU auf die schwache Konjunkturlage und die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit zurückzuführen; hiergegen vorzugehen ist Aufgabe der Mitgliedstaaten, nicht der EU. Drittens ist er auf die strengere Bankenregulierung zurückzuführen, die Kapital bindet; dies ist aber notwendig und darf nicht dadurch unterlaufen werden, dass Versicherungen und Pensionsfonds, die weniger streng reguliert sind, politisch gewünschte Finanzierungsaktivitäten von den Banken übernehmen. Staatlich geförderte Sparkontomodelle können sogar zu weniger statt mehr Investitionen führen, verursachen Fehlallokationen, und gehen zu Lasten der Steuerzahler. Die Bevorzugung langfristig engagierter Aktionäre kann eine rechtswidrige Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit darstellen, also gegen EU-Recht verstoßen.