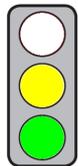


## KERNPUNKTE

**Ziel der Mitteilung:** Die Kommission präsentiert konkrete Maßnahmen, mit denen sie bis 2019 die Kapitalmarktunion errichten will.

**Betroffene:** Alle Kapitalmarktteilnehmer, insbesondere Banken, Versicherungen, Unternehmen.



**Pro:** (1) Der Abbau von Hemmnissen im grenzüberschreitenden Kapitalverkehr erhöht die Effizienz, stärkt den Wettbewerb und steigert das Wachstumspotential.

(2) EU-Regeln darüber, ob und unter welchen Bedingungen Investmentfonds Kredite vergeben dürfen, erschweren die Regulierungsarbitrage zwischen Investmentfonds und Banken.

(3) Ein Label für „einfache, transparente und standardisierte“ Verbriefungen kann das Vertrauen in die Verbriefungsmärkte stärken.

**Contra:** Die Förderung von Infrastrukturinvestitionen durch niedrigere Eigenkapitalanforderungen für Versicherungen und Banken ist riskant.

## INHALT

### Titel

Mitteilung COM(2015) 468 vom 30. September 2015: **Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion**

### Kurzdarstellung

#### ► Hintergrund und Ziele

- Laut Kommission sind die europäischen Kapitalmärkte „unterentwickelt und fragmentiert“. So erreichen die Aktien- und Anleihemärkte in der EU nur eine Größenordnung von der Hälfte bzw. einem Drittel der Märkte in den USA. (S. 3)
- Ziel der Kapitalmarktunion ist es (S. 3),
  - Investitionen und Wachstum in der EU zu erhöhen und
  - das Finanzsystem weiter zu integrieren und – insbesondere in der Eurozone – zu stabilisieren.
- Im vorliegenden Aktionsplan präsentiert die Kommission in sechs Bausteinen die einzelnen Maßnahmen, mit denen sie bis 2019 eine „gut funktionierende und integrierte Kapitalmarktunion“ erreichen will.

#### ► Baustein 1: Förderung „bankfremder“ Finanzierungsformen

##### Regulierung von Crowdfunding

- In den letzten Jahren hat sich, neben anderen neuen „bankfremden“ Finanzierungsformen, das Crowdfunding entwickelt, also der öffentliche, meist online stattfindende Aufruf zur Beschaffung finanzieller Mittel für bestimmte Projekte [dazu Mitteilung COM(2014) 172, s. [cepAnalyse](#)].
- Die Kommission will im 1. Quartal 2016 einen Bericht über den europäischen Crowdfunding-Markt und die nationalen Vorschriften dazu vorlegen. Sie will eine „übereilte Regulierung“ vermeiden. (S. 8)

##### Vertrieb von Risikokapitalfonds

- Laut Kommission sind EU-Risikokapitalfonds im Durchschnitt nur halb so groß wie US-amerikanische. Zudem werden ca. 90% der Investitionen dieser Fonds in „nur acht Mitgliedstaaten“ getätigt. (S. 9)
- Die Verordnungen über EU-Risikokapitalfonds [EuVECA-Verordnung, (EU) Nr. 345/2013] und EU-Fonds für soziales Unternehmertum [EuSEF-Verordnung, (EU) Nr. 346/2013] bilden den EU-Rechtsrahmen für Risikokapital. Derzeit ist der EU-weite Vertrieb dieser Fonds nur Fondsverwaltern erlaubt, die weniger als 500 Mio. Euro verwalten („EU-Pass“). Die Kommission will eine Anhebung dieser Schwelle prüfen und beide Verordnungen im 3. Quartal 2016 ändern. Eine Konsultation zum Thema läuft. (S. 9 und 10)

##### Kreditvergabe durch Investmentfonds

- Europäische Risikokapitalfonds [EuVECA-Verordnung, (EU) Nr. 345/2013] und Europäische langfristige Investmentfonds [ELTIF-Verordnung, (EU) 2015/760, s. [cepAnalyse](#)] dürfen in begrenztem Umfang direkt Kredite an Unternehmen vergeben (S. 11).
- Alternative Investmentfonds [AIF, Richtlinie (2011/61/EU), s. [cepAnalyse](#)], etwa Hedgefonds, Rohstoff- und Immobilienfonds, dürfen Kredite an Unternehmen nur vergeben, wenn das nach dem Recht des Mitgliedstaates zulässig ist (S. 11).
- Die Kommission will bis Ende 2016 prüfen, ob für die Kreditvergabe durch AIF ein „koordinierter Ansatz“, ggfs. eine rechtliche Regelung, auf EU-Ebene, notwendig ist. (S. 11 und 12)

### Abbau von Informationsasymmetrien zwischen Investoren und KMU

- Die Kommission sieht Informationsasymmetrien zwischen kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) und Investoren: KMU wissen zu wenig über bankfremde Finanzierungsmöglichkeiten, und Investoren mangelt es an Informationen über KMU.
- Zum Abbau der Asymmetrien will die Kommission (S. 10 und 11)
  - im 2. Quartal 2016 mit den Kredit- und Wirtschaftsverbänden eine „Struktur“ entwickeln, durch welche die Banken bei Verweigerung eines Bankkredits die KMU über alternative Finanzierungsmöglichkeiten aufklären,
  - 2017 europaweite Informationssysteme mit Finanz- und Kreditdaten von KMU entwickeln, um KMU und Investoren einfacher zusammenzubringen; dabei will die Kommission auf die Datenbank der Europäischen Zentralbank (EZB) zu Unternehmenskrediten („AnaCredit“) sowie auf lokale und nationale Strukturen „aufbauen“; die Beteiligung von KMU an diesen Systemen soll freiwillig sein.

### ► Baustein 2: Einfacherer Zugang zu öffentlichen Kapitalmärkten

- Unternehmen, die über die Kapitalmärkte Gelder aufnehmen wollen, müssen Investoren häufig in einem Prospekt Informationen über sich selbst bereitstellen [Prospekt-Richtlinie (2003/71/EG), s. [cepAnalyse](#)].
- Laut Kommission sind Prospekte insbesondere für KMU häufig zu „teuer und aufwendig“ und für Investoren „zu komplex und ausführlich“. Daher will sie die Richtlinie ändern [Vorschlag COM(2015) 583, [cepAnalyse](#) folgt]. Insbesondere will sie (S. 13 f.)
  - das Genehmigungsverfahren und die Informationspflichten straffen sowie
  - die Vorschriften, wann überhaupt ein Prospekt vorgelegt werden muss, ändern.
- Einige Marktakteure sind besorgt über die mangelnde Liquidität der Sekundärmärkte für Unternehmensanleihen. Diese erhöht die Kapitalkosten für Unternehmen, was die Finanzierung über Anleihen weniger attraktiv macht. Die Kommission will die „Funktionsweise“ der Märkte daher 2017 überprüfen. (S. 15)

### ► Baustein 3: Förderung von langfristigen Infrastrukturinvestitionen

- Die Kommission bemängelt das Fehlen einer „eigenen und angemessenen“ Methode zur Berechnung des regulatorischen Eigenkapitals von Versicherungen und Banken bei Infrastrukturinvestitionen.
- Für Versicherungen hat die Kommission eine eigene Vermögenswertklasse für Infrastrukturinvestitionen geschaffen und die Eigenkapitalhinterlegungspflicht gelockert [delegierte Verordnung [(2015) 6588/2]. Sie will prüfen, ob auch die Eigenkapitalverordnung für Banken [(EU) Nr. 575/2013, s. [cepAnalyse](#)] entsprechend geändert werden sollte. (S. 16 und 17)

### ► Baustein 4: Steigerung der Anlagetätigkeit von Kleinanlegern

#### Verbesserung des Angebots für Kleinanleger

- Die Kommission kritisiert, dass sich Kleinanleger trotz „umfangreicher“ Sparguthaben nur wenig an den Kapitalmärkten engagieren (S. 20).
- In ihrem Grünbuch über Finanzdienstleistungen für Privatkunden [COM(2015) 630, [cepAnalyse](#) folgt] fragt sie daher, wie das Angebot an Finanzprodukten für Kleinanleger sowie der Wettbewerb gestärkt werden können. Die Digitalisierung wird ebenfalls thematisiert. (S. 20)

#### Förderung der privaten Altersvorsorge

- Laut Kommission gibt es aufgrund unterschiedlichster europäischer und nationaler Regeln keinen echten Binnenmarkt im Bereich der privaten Altersvorsorge. Das erschwert die Realisierung von Skaleneffekten und die Diversifizierung von Risiken.
- Die Kommission will daher bis Ende 2016 eine EU-Regelung für „einfache, effiziente und wettbewerbsfähige“ private Altersvorsorgeprodukte prüfen. (S. 22)

### ► Baustein 5: Stärkung der Finanzierung durch Kreditgenossenschaften und Banken

- In einigen Mitgliedstaaten können sich KMU zu Kreditgenossenschaften zusammenschließen und sich so gegenseitig und ohne Gewinnabsicht finanzieren. In manchen Mitgliedstaaten, etwa in Großbritannien und Irland, sind diese Genossenschaften von den EU-Eigenkapitalvorschriften für Banken befreit. Die Kommission will prüfen, ob alle Mitgliedstaaten solche den Eigenkapitalvorschriften nicht unterliegende Kreditgenossenschaften zulassen „können“. (S. 24)
- Verbriefungen können laut Kommission die Verfügbarkeit von Bankkrediten erhöhen und Finanzierungskosten senken. Die europäischen Verbriefungsmärkte sind infolge der Finanzkrise weiterhin „stark beeinträchtigt“. Die Kommission hat daher parallel zu der Mitteilung vorgeschlagen (S. 24 und 25)
  - eine Verordnung zur Festlegung von Kriterien für „einfache, transparente und standardisierte“ Verbriefungen [COM(2015) 472, [cepAnalyse](#) folgt] und
  - eine Verordnung zur Änderung der Eigenkapitalanforderungen für Banken bei Verbriefungen [COM(2015) 473].
- Laut Kommission ist der Markt für gedeckte Schuldverschreibungen – u.a. Pfandbriefe – aufgrund divergierender nationaler Vorschriften fragmentiert. Das schränkt die Liquidität der Märkte ein, erschwert den Marktzugang für Anleger und erhöht die Finanzierungskosten für Banken. Die Kommission hat daher parallel zu der Mitteilung eine Konsultation über eine EU-Regelung für gedeckte Schuldverschreibungen gestartet. (S. 25)

### ► Baustein 6: Erleichterung grenzüberschreitender Investitionen

- Laut Kommission werden grenzüberschreitende Wertpapiergeschäfte dadurch erschwert, dass unklar ist, welches nationale Recht auf sie Anwendung findet. Das führt zu Unsicherheit über die Eigentumsrechte und erschwert die für Verbriefungen wichtige Abtretung von Forderungen. Die Kommission will 2017 klären, welches einzelstaatliche Recht jeweils Anwendung findet. (S. 26)
- Laut Kommission haben die Verordnung zum außerbörslichen Derivatehandel [EMIR, (EU) 648/2012], s. [cepAnalyse](#), die Märkte-Richtlinie [MiFID II, (2014/65/EU), s. [cepAnalyse](#)] und die Verordnung über Zentralverwahrer [CSDR, (EU) 909/2014, s. [cepAnalyse](#)] grenzüberschreitende Wertpapiergeschäfte vereinfacht, indem sie deren Abwicklung („Nachhandel“) verbessert haben. Die Kommission will 2017 „eingehender“ prüfen, ob und in welchem Umfang EMIR, MiFID II und CSDR Hemmnisse im grenzüberschreitenden Nachhandel beseitigt haben (S. 27)
- Laut Kommission verhindern ineffiziente und unterschiedliche nationale Insolvenzgesetze oft eine angemessene Bewertung des Kreditrisikos bei grenzüberschreitenden Investitionen. Die Kommission hat 2014 in einer Empfehlung die Mitgliedstaaten aufgefordert, „frühe Restrukturierungsverfahren“ zu schaffen. Die Empfehlung wurde jedoch „nur teilweise“ umgesetzt. Die Kommission will daher im 4. Quartal 2016 einen „Legislativentwurf“ zur Behandlung von Unternehmensinsolvenzen vorlegen. (S. 28)
- Die Kommission will die Rolle der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) stärken. Ziel ist eine einheitliche Anwendung des EU-Aufsichtsrechts.
- Im 2. Quartal 2016 will die Kommission ein Weißbuch zur Governance und Finanzierung der Europäischen Finanzaufsichtsbehörden vorlegen [s. dazu auch [cepInput](#) 04|2014]. (S. 30)

### Politischer Kontext

Kommissionspräsident Juncker hat die Schaffung einer Kapitalmarktunion zu einer Priorität seiner Amtszeit erklärt. Im Februar 2015 hat die Kommission ein Grünbuch mit ersten Ideen zur Kapitalmarktunion vorgelegt [COM(2015) 63, s. [cepAnalyse](#)]. Die vorliegende Mitteilung konkretisiert die dortigen Erwägungen.

### Politische Einflussmöglichkeiten

Federführende Generaldirektion:	GD Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion
Federführende Ausschüsse des EP:	Wirtschaft und Währung
Federführendes Bundesministerium:	Bundesministerium für Finanzen
Federführender Ausschuss des BT:	Finanzausschuss

## BEWERTUNG

### Ökonomische Folgenabschätzung

Kapital sollte grundsätzlich dorthin fließen können, wo es am effizientesten eingesetzt werden kann. **Der Abbau von Hemmnissen im grenzüberschreitenden Kapitalverkehr erhöht die Effizienz, stärkt den Wettbewerb und steigert das Wachstumspotential.** Daher ist die Schaffung einer Kapitalmarktunion sachgerecht. Crowdfunding über das Internet fördert den Wettbewerb auf dem Finanzierungsmarkt und Innovationen in allen Bereichen der Wirtschaft. Durch geringe Transaktionskosten und Nutzung neuer Kommunikationsmittel ermöglicht es insbesondere Start-up-Unternehmen den Einstieg in die „Finanzierungsleiter“. Unsicherheit über die anzuwendenden Vorschriften hemmt derzeit das Crowdfunding. Einheitliche EU-Vorschriften müssen folgen. Ab einer bestimmten Mindestanlagesumme oder ab einer bestimmten Komplexität sollten Crowdfunding-Plattformen Beratungsprotokolle führen, Prospekte aushändigen und objektive und verständliche Informationen über das Investment auf ihrer Webseite bereitstellen müssen und dabei für offensichtliche Fehler haften.

**EU-Regeln darüber, ob und unter welchen Bedingungen Investmentfonds** – insbesondere AIF – **Kredite vergeben dürfen, sind zwingend.** Da Investmentfonds über den EU-Pass grenzüberschreitend vertrieben werden können, sind nationale Regeln zur Kreditvergabe überholt. **Präzise europäische Kriterien zur Abgrenzung kreditvergebender Fonds von den stärker regulierten Banken müssen verhindern, dass diese die strengere Regulierung umgehen, indem sie ihr Kreditgeschäft über Investmentfonds betreiben.** Zudem käme es zu einer Stärkung des problematischen Schattenbankwesens [Grünbuch COM (2012) 102, s. [cepAnalyse](#)]. Denkbar ist, nur geschlossenen AIF die Kreditvergabe zu erlauben und die gleichzeitige Kreditaufnahme und -vergabe der Fonds zu begrenzen. Damit könnten Ansteckungsrisiken vermieden und die Ähnlichkeit zu Banktätigkeiten verringert werden.

Europäische Informationssysteme über KMU können Informationsasymmetrien zwischen KMU und Kapitalgebern abbauen und bankfremde Investitionen in KMU befördern. Die Teilnahme an den europäischen Informationssystemen sollte, wie von der Kommission vorgeschlagen, freiwillig sein, damit KMU nicht verpflichtet werden, vertrauliche Daten über ihr Unternehmen zu veröffentlichen. Der Mehrwert solcher Systeme liegt allenfalls in der standardisierten Meldung und vergleichbaren Aufarbeitung der Informationen. Die AnaCredit-Initiative der EZB, mit der Banken aus geldpolitischen und aufsichtsrechtlichen Gründen zur Meldung von detaillierten Kreditdaten an die EZB verpflichtet werden sollen, kann Vorbild für eine standardisierte Meldung über KMU sein. Die Nutzung der Daten der AnaCredit-Datenbank für die KMU-Informationssysteme ist aber schon aus datenschutzrechtlichen Gründen abzulehnen.

Die geplanten Erleichterungen bei den Prospektpflichten für KMU sind zweischneidig. Weniger strenge Anforderungen senken zwar die Kosten des Zugangs zu den öffentlichen Kapitalmärkten. Gleichzeitig können sie jedoch die Informationsasymmetrien zwischen Kapitalgebern und -nehmern steigern. Dies kann die Markteffizienz und letztlich die Finanzierung von KMU über die Kapitalmärkte überhaupt gefährden.

**Die Förderung von Infrastrukturinvestitionen durch niedrigere Eigenkapitalanforderungen für Versicherungen und Banken ist riskant.** Erstens liegen kaum Daten vor, die eine Absenkung der Anforderungen rechtfertigen. Zweitens bewirkt eine risikoinadäquate Eigenkapitalunterlegung Fehlallokationen; Kapital fließt dann vermehrt in Infrastrukturinvestitionen, obgleich ihre Verwendung in anderen Bereichen effizienter wäre. Drittens mangelt es Infrastrukturinvestitionen regelmäßig an der nötigen Risikostreuung. Für Banken stellt sich viertens die Frage, ob Infrastrukturinvestitionen – in denen die Mittel sehr langfristig gebunden werden – die Liquidität gefährden können.

Ein EU-Rahmen für private Altersvorsorgeprodukte könnte den grenzüberschreitenden Wettbewerb stärken und Größenvorteile durch den europaweiten Vertrieb des Produkts ermöglichen. Allerdings müsste ein solcher EU-Rahmen auch eine – politisch kaum vorstellbare – Harmonisierung in Fragen der Sozialpolitik und des Steuerrechts umfassen, um die Hemmnisse im Binnenmarkt tatsächlich abzubauen. .

Verbriefungen besitzen heute das Stigma, die Finanzkrise 2007 maßgeblich mit ausgelöst zu haben. Sie sind aber grundsätzlich ein volkswirtschaftlich sinnvolles Instrument, um die Risikostreuung auf den Finanzmärkten zu verbessern und die Kreditvergabefähigkeit von Banken zu steigern. **Ein Label für „einfache, transparente und standardisierte“ Verbriefungen kann** – bei adäquater Justierung – dem Stigma entgegenwirken und **das Vertrauen in die Verbriefungsmärkte stärken**. Für eine regulatorische Bevorzugung standardisierter Verbriefungen anderen Verbriefungen gegenüber – etwa durch niedrigere Eigenkapitalanforderungen – ist das systematische Vorliegen niedrigerer Risiken zwingend. Andernfalls werden nicht nur die Produktvielfalt und Innovationen eingeschränkt, sondern auch die Finanzmarktstabilität gefährdet.

Eine Harmonisierung der Vorgaben zu gedeckten Schuldverschreibungen erleichtert grenzüberschreitende Investitionen, insbesondere durch sinkende Informationskosten für Investoren. Dies senkt die Finanzierungskosten. Eine Vollharmonisierung ist jedoch politisch mittelfristig nicht realistisch. Denn sie müsste auch EU-weit einheitliche Vorschriften im Insolvenz- und Immobiliarsachenrecht umfassen.

Die Kommission sollte die Entscheidungsstrukturen der Europäischen Finanzaufsichtsbehörden (ESAs) ändern. Derzeit werden Entscheidungen in den ESAs ausschließlich von Vertretern der nationalen Aufsichtsbehörden getroffen. Diese sollen zwar immer „im europäischen Interesse“ handeln. Dennoch schafft diese Struktur Interessenkonflikte. Besser wäre es, ein zusätzliches Gremium zu schaffen, das – ähnlich dem EZB-Direktorium – nicht aus nationalen Vertretern besteht. Die Europäischen Finanzaufsichtsbehörden sollten außerdem sowohl durch öffentliche als auch durch private Mittel der jeweiligen Branche finanziert werden. Für eine öffentliche Finanzierung spricht zum einen das öffentliche Interesse an einer adäquaten Aufsicht. Zum anderen ermöglicht eine Finanzierung aus öffentlichen Mitteln eher eine demokratische Kontrolle durch das Europäische Parlament. Die Erfahrungen der Finanzkrise haben jedoch gelehrt, dass auch ein Eigenbeitrag der Finanzbranche nötig ist. Denn diese ist ihrerseits ein starker Profiteur eines stabilen Finanzsystems.

## Juristische Bewertung

### Kompetenz

Für Angleichungen der Finanzmarktregulierung kommen als Rechtsgrundlagen die Binnenmarktkompetenz (Art. 114 AEUV) und die Kompetenz für die Koordinierung der nationalen Vorschriften über die Aufnahme und Ausübung selbständiger Tätigkeiten (Art. 53 Abs. 1 AEUV) in Betracht. Auch für materielle Angleichungen der nationalen Insolvenzrechte kommt die Binnenmarktkompetenz (Art. 114 AEUV) in Betracht.

### Subsidiarität

Abhängig von der Ausgestaltung der Folgemaßnahmen. Wegen des grenzüberschreitenden Charakters der Finanzmärkte aber voraussichtlich unproblematisch.

### Verhältnismäßigkeit gegenüber den Mitgliedstaaten

Abhängig von der Ausgestaltung der Folgemaßnahmen.

### Sonstige Vereinbarkeit mit EU-Recht

Abhängig von der Ausgestaltung der Folgemaßnahmen.

### Auswirkungen auf das deutsche Recht

In Deutschland sollen durch Änderung des Kapitalanlagegesetzbuchs Regeln für die Kreditvergabe bestimmter AIF eingeführt werden. Bei Verabschiedung abweichender EU-Regeln sind erneute Änderungen notwendig.

## Zusammenfassung der Bewertung

Der Abbau von Hemmnissen im grenzüberschreitenden Kapitalverkehr erhöht die Effizienz, stärkt den Wettbewerb und steigert das Wachstumspotential. EU-Regeln darüber, ob und unter welchen Bedingungen Investmentfonds Kredite vergeben dürfen, sind zwingend. Sie erschweren die Regulierungsarbitrage zwischen Investmentfonds und Banken. Die Förderung von Infrastrukturinvestitionen durch niedrigere Eigenkapitalanforderungen für Versicherungen und Banken ist riskant. Ein Label für „einfache, transparente und standardisierte“ Verbriefungen kann das Vertrauen in die Verbriefungsmärkte stärken.