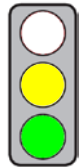


KERNPUNKTE

Ziel des Grünbuchs: Die Kommission will durch die Schaffung einer Kapitalmarktunion die Abhängigkeit der Unternehmen in der EU von der Bankenfinanzierung reduzieren und das Investitionsniveau in der EU steigern.

Betroffene: (Potentielle) Kapitalmarktteilnehmer, Banken, Versicherungen, Unternehmen, insbesondere KMU.



Pro: (1) Die Schaffung einer Kapitalmarktunion kann die Effizienz erhöhen, den Wettbewerb stärken und das Wachstumspotential steigern.

(2) Die Festlegung von Standards für Verbriefungen kann das Vertrauen in die Verbriefungsmärkte stärken.

(3) Ein Sanierungs- und Abwicklungsregime insbesondere für zentrale Gegenparteien ist notwendig.

Contra: Eine weniger strenge Behandlung von Infrastrukturinvestitionen bei den Eigenkapitalvorschriften für Versicherungen ist mit Risiken verbunden.

INHALT

Titel

Grünbuch COM(2015) 63 vom 18. Februar 2015: **Schaffung einer Kapitalmarktunion**

Kurzdarstellung

► Hintergrund und Ziele

- Unternehmen in der EU finanzieren ihre Investitionen – im Gegensatz zu US-amerikanischen – vorwiegend über Bankkredite und nur eingeschränkt über die Aufnahme von Kapital an den Kapitalmärkten. Dies macht sie anfällig für Engpässe bei der Kreditvergabe durch Banken. (S. 2)
- Die Kapitalmärkte sollen zukünftig eine größere Rolle bei der Finanzierung der EU-Unternehmen spielen. (S. 4)
- Die Kommission will bis 2019 einen „echten“ Binnenmarkt für Kapital („Kapitalmarktunion“) schaffen (S. 1 f.).
- Dies soll (S. 5 f.)
 - die Finanzierungsmöglichkeiten für Unternehmen, insbesondere kleine und mittlere Unternehmen (KMU), und für Investitionsprojekte verbessern („Ziel 1“),
 - die Finanzierungsquellen von Unternehmen diversifizieren und ausweiten („Ziel 2“),
 - die Kapitalmärkte effizienter und wirksamer gestalten, um Kapitalgeber und -nehmer zu geringeren Kosten zusammenzubringen („Ziel 3“).
- Die Kommission schlägt dafür vor:
 - fünf „frühzeitige Maßnahmen“, die sie baldmöglichst angehen will, sowie
 - zahlreiche „mittelfristige Maßnahmen“.

► Frühzeitige Maßnahme 1: Überarbeitung der Prospektrichtlinie

- Ein Unternehmen, das sich über die Kapitalmärkte finanzieren will, muss für die potentiellen Kapitalgeber häufig einen Prospekt erstellen, der u.a. Informationen über den Emittenten und das Wertpapier enthält (Prospektrichtlinie 2003/71/EG, s. [cepAnalyse](#)) (S. 11).
- Laut Kommission stellen einige Vorgaben der Prospektrichtlinie unnötige Hindernisse für KMU bei der Aufnahme von Kapital dar. Sie will die Richtlinie deshalb überarbeiten und insbesondere prüfen, wann ein Prospekt notwendig ist und wie das Genehmigungsverfahren sowie der Prospektinhalt vereinfacht werden können. Sie hat parallel zu diesem Grünbuch eine gesonderte Konsultation dazu gestartet. (S. 11)

► Frühzeitige Maßnahme 2: Kreditinformationen über KMU

Die Kommission prüft, ob ein Mindestsatz an vergleichbaren Informationen über Kreditauskünfte und -bewertungen von KMU es diesen erleichtern könnte, sich über den Kapitalmarkt zu finanzieren. Ein solcher Mindestsatz könnte auch der Entwicklung von Verbriefungsmärkten für KMU-Kredite dienen. (S. 11)

► Frühzeitige Maßnahme 3: Wiederbelebung der Märkte für Verbriefungen

- Verbriefungen – d.h. Forderungen, die zu handelbaren Wertpapieren zusammengeführt werden – steigern die Fähigkeit der Banken, Kredite zu vergeben. Die Märkte für Verbriefungen sind jedoch in Folge der Finanzkrise stark eingebrochen und haben sich „noch nicht erholt“. (S. 11 und 12)
- Die Kommission will zur Wiederbelebung der Verbriefungsmärkte einen EU-Rahmen für „einfache, transparente und standardisierte“ Verbriefungen schaffen. Dies soll (S. 12)
 - einen „hohen Standard, Rechtssicherheit und Vergleichbarkeit“ für Verbriefungen gewährleisten,
 - Transparenz bei verbrieften KMU-Darlehen schaffen und
 - das Wachstum der Sekundärmärkte für Verbriefungen stärken.

- Die Kommission hat im Rahmen delegierter Rechtsakte zur Solvabilitätsrichtlinie [Solvency II (2009/138/EG), s. [cepAnalyse](#)] und zur Liquiditätsdeckungsquote (s. [ceplnput](#) 07 | 2015) bereits erste Vorarbeiten geleistet. Parallel zu diesem Grünbuch hat sie zudem eine gesonderte Konsultation gestartet. (S. 12)
- ▶ **Frühzeitige Maßnahme 4: Märkte für Privatplatzierungen**
 - Laut Kommission hemmen unterschiedliche nationale Insolvenzgesetze und ein geringer Standardisierungsgrad bei den Informationen über die Bonität der Emittenten die Entwicklung europaweiter Märkte für Wertpapiere, die außerhalb öffentlicher Handelsplätze angeboten werden (Privatplatzierung) (S. 13).
 - Jüngst hat ein „Konsortium von Wirtschaftsverbänden“ einen Leitfaden zur Standardisierung der Dokumentation von Privatplatzierungen erstellt. Die Kommission fragt, ob zusätzliche Maßnahmen auf EU-Ebene ergriffen werden sollten (S. 13).
- ▶ **Frühzeitige Maßnahme 5: Europäische langfristige Investmentfonds (ELTIF)**

Die Kommission fragt, welchen Beitrag sie und die Mitgliedstaaten leisten können, um den kürzlich beschlossenen Europäischen langfristigen Investmentfonds (ELTIF) [COM (2013) 462, s. [cepAnalyse](#)] zum Erfolg zu verhelfen (S. 12).
- ▶ **Mittelfristige Maßnahmen zur Verbesserung der Finanzierungsmöglichkeiten (Ziel 1)**
 - Es sollte ein „vereinfachter, aber hochwertiger“ Rechnungslegungsstandard für KMU entwickelt werden, die den Zugang zu speziellen Handelsplätzen suchen – etwa zu multilateralen Handelssystemen (MTF), also börsenähnlichen Handelsplätzen, die geringeren Anforderungen etwa bei der Zulassung von Finanzinstrumenten unterliegen (S. 15).
 - Die Transparenz von Infrastrukturvorhaben sollte gesteigert und die Einrichtung von Investitionsprojektverzeichnissen gefördert werden (EFSI-Verordnung, s. [cepAnalyse](#)) (S. 16).
 - „Gegebenenfalls“ sollte ein EU-Rahmen für gedeckte Schuldverschreibungen – z. B. Pfandbriefe – geschaffen werden. Die Kommission will dazu noch 2015 eine Konsultation vorlegen. (S. 16)
 - Die Märkte für Unternehmensanleihen sollten stärker standardisiert werden, entweder durch „marktorientierte Initiativen“ oder durch regulatorische Maßnahmen (S. 17).
 - Hindernisse für alternative Finanzierungsformen wie Crowdfunding [COM (2014) 172, s. [cepAnalyse](#)] sollten, insbesondere für grenzüberschreitende Transaktionen, beseitigt werden (S. 17).
- ▶ **Mittelfristige Maßnahmen zur Diversifizierung und Ausweitung des Kapitalangebots (Ziel 2)**
 - Die Kommission geht ein auf Forderungen nach einer weniger strengen regulatorischen Behandlung von Infrastrukturinvestitionen, insbesondere in den Eigenkapitalvorschriften für Banken [CRD IV (2013/36/EU), s. [cepAnalyse](#), CRR ((EU) Nr. 575/2013), s. [cepAnalyse](#)] und Versicherungen [Solvency II (2009/138/EG), s. [cepAnalyse](#)]. Die Kommission will deshalb die Schaffung einer neuen Unterklasse für Infrastrukturinvestitionen in den Eigenkapitalvorschriften prüfen. (S. 19)
 - Einrichtungen der kapitalgedeckten Altersversorgung sind wichtige Investoren für die EU-Wirtschaft. Die Kommission prüft die Schaffung eines „standardisierten“ europäischen privaten Altersvorsorgeproduktes, um Schwierigkeiten beim grenzüberschreitenden Angebot solcher Produkte zu beheben. Dafür kommen eine EU-weite Harmonisierung nationaler Vorschriften oder ein zusätzlicher EU-Rechtsrahmen (sog. 29. Regime) in Betracht. (S. 19)
 - Kleinanleger verfügen über erhebliche Spareinlagen, die laut Kommission häufig „produktiver“ eingesetzt werden könnten (S. 21). Die Kommission sucht daher Wege, um den grenzübergreifenden Wettbewerb um Kleinanleger zu fördern. Dabei könnten Finanzdienstleistungen, die auf elektronischem Weg bereitgestellt werden, eine wichtige Rolle spielen. (S. 22)
 - Investitionen in Kapitalmärkte erfordern das Vertrauen der Kleinanleger. Die Kommission will deshalb prüfen, ob die Zuständigkeit der Europäischen Finanzaufsichtsbehörden (ESAs) im Bereich des Verbraucher- und Anlegerschutzes ausgedehnt werden sollte (s. [ceplnput](#) 04 | 2014) (S. 22).
- ▶ **Mittelfristige Maßnahmen zur Verbesserung der Funktionsweise der Märkte (Ziel 3)**
 - Die Kommission prüft eine Überarbeitung der ESA-Verordnungen. Dabei sollen u.a. die Funktionsweise, die Leitungsstrukturen, die Finanzierung und das Thema Streitschlichtung der ESAs eine Rolle spielen (s. [ceplnput](#) 04 | 2014). Sie erhofft sich davon eine konsequente Durchsetzung der harmonisierten Kapitalmarktregulierung. (S. 25)
 - Die Kommission will einen EU-Rahmen zur Sanierung und Abwicklung von systemrelevanten Finanzinstitutionen, die keine Banken sind, etwa zentrale Gegenparteien (CCP) vorlegen (S. 25 und 26). Zentrale Gegenparteien treten an Handelsplätzen, z.B. Börsen, aus abwicklungstechnischen Gründen als Vertragsparteien zwischen Verkäufer und Käufer.
 - Laut Kommission gibt es Hindernisse und Risiken bei der grenzüberschreitenden Nutzung von Sicherheiten in der EU. Sie fragt deshalb, welche Maßnahmen sie zu deren Behebung ergreifen sollte. (S. 26)
 - Laut Kommission sind die Eigentumsrechte der Anleger an Wertpapieren je nach Mitgliedstaat unterschiedlich geregelt. Anleger können die Risiken bei grenzüberschreitenden Anlagen daher schwer einschätzen. Die Kommission fragt, ob eine weitere Harmonisierung dieser Eigentumsrechte wünschenswert wäre. (S. 26)
 - Laut Kommission bestehen für Unternehmen Hürden bei der Niederlassung und Geschäftstätigkeit in anderen Mitgliedstaaten. Sie fragt deshalb, wie sich diese durch eine Harmonisierung im Gesellschaftsrecht überwinden ließen. (S. 27 f.)

- Die Kommission fragt, ob es sinnvoll wäre, neben der Angleichung der Kollisionsnormen [COM (2012) 744, s. [cepAnalyse](#)] auch die nationalen materiellen Insolvenzvorschriften zu harmonisieren. Nach ihrer Auffassung würde dies zur Entwicklung EU-weiter Aktien- und Anleihemärkten beitragen. (S. 27 f.)
- Laut Kommission schaffen unterschiedliche nationale Steuervorschriften Hindernisse für grenzüberschreitende Anlagen etwa von Renten- und Lebensversicherungen. Sie will daher ggfs. Harmonisierungen vorschlagen. (S. 28)

Politischer Kontext

Das Grünbuch zur Kapitalmarktunion leitet eine Konsultation ein. Die Kapitalmarktunion ist das erste größere Projekt des neuen, für die Finanzmarktregulierung zuständigen Kommissars Jonathan Hill. Er will nach Abschluss des Konsultationsverfahrens im Sommer 2015 eine Konferenz zur Thematik veranstalten. In der zweiten Jahreshälfte 2015 will die Kommission dann einen „Aktionsplan“ zur Kapitalmarktunion vorlegen. Parallel zu dem Grünbuch hat die Kommission zwei detailliertere Konsultationen zu den Themen [„EU-Rahmen für einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen“](#) sowie [„Überarbeitung der Prospektrichtlinie“](#) vorgelegt.

Politische Einflussmöglichkeiten

Federführende Generaldirektion:	GD Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion
Federführende Ausschüsse des EP:	Wirtschaft und Währung (ECON)
Federführendes Bundesministerium:	Bundesfinanzministerium
Federführender Ausschuss des BT:	Finanzausschuss
Konsultationsverfahren:	Jeder Bürger darf Stellung nehmen. Das Verfahren endet am 13. Mai 2015; http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index_de.htm

BEWERTUNG

Ökonomische Folgenabschätzung

Kapital sollte dorthin fließen können, wo es am effizientesten eingesetzt werden kann. Hindernisse, die dem freien Kapitalfluss entgegenstehen, führen zu Effizienz- und Wachstumsverlusten. **Die Schaffung einer Kapitalmarktunion**, die den Abbau von Hemmnissen beim grenzüberschreitenden Kapitalverkehr vorsieht, **kann daher die Effizienz erhöhen, den Wettbewerb stärken und das Wachstumspotential steigern.**

Die Pflicht zur Erstellung eines Wertpapierprospekts erfüllt im Wesentlichen zwei Funktionen: Die Förderung der Markteffizienz durch den Abbau von Informationsasymmetrien zwischen Kapitalgebern und -nehmern sowie den Schutz der Kapitalgeber als weniger informierte Partei. Allerdings kann sie insbesondere für KMU aufgrund hoher Kosten eine Markteintrittsbarriere darstellen. **Die von der Kommission geplanten Erleichterungen für KMU bei den Prospektspflichten sind demnach zweischneidig. Sie können zwar den Marktzugang erleichtern. Je nach Ausgestaltung gehen sie jedoch zulasten der Markteffizienz und des Anlegerschutzes**, da die Informationsasymmetrie zunimmt. Auf längere Sicht kann dies die Kapitalmarktfinanzierung für KMU sogar gefährden.

Ein Mindestsatz an einheitlichen Kreditinformationen über KMU kann die Markteffizienz erhöhen, da Informationsasymmetrien zwischen Kapitalnehmern und Investoren gesenkt werden. Eine generelle Offenlegungspflicht für diese Informationen wäre jedoch ein starker, nicht gerechtfertigter Eingriff in die unternehmerische Freiheit. Unternehmen sollten selbst entscheiden können, ob, wie und welche Informationen sie Dritten zur Verfügung stellen.

Verbriefungen können die Risikostreuung verbessern und die Kreditvergabefähigkeit der Banken steigern. **Die Festlegung von Standards für „einfache, transparente und standardisierte“ Verbriefungen kann dem – durch die Finanzkrise entstandenen, vielfach ungerechtfertigten – Stigma dieser Finanzinstrumente entgegenwirken und das Vertrauen in die Verbriefungsmärkte stärken**, indem sie Informationsdefizite auf Seiten der Investoren verringert. Jedoch muss darauf geachtet werden, dass erstens Verbriefungen ohne EU-Sicherheitslabel keine ungerechtfertigten Wettbewerbsnachteile erfahren und dass zweitens die Standardisierung die Produktvielfalt und Innovationen nicht unnötig einschränkt.

Auf EU-Maßnahmen zur Standardisierung der Dokumentation von Privatplatzierungen sollte verzichtet werden. Sie werden dem Sondercharakter der Privatplatzierung unter professionellen Anlegern nicht gerecht und drohen am spezifischen Informationsbedarf der relevanten Marktakteure vorbeizugehen.

Eine Harmonisierung der Vorschriften für gedeckte Schuldverschreibungen kann grundsätzlich den Binnenmarkt stärken, denn sie **erleichtert**, insbesondere aufgrund sinkender Informationskosten, **grenzüberschreitende Anlagen in diese Produkte**. Eine Vollharmonisierung ist jedoch unrealistisch. Sie setzt eine kaum vorstellbare EU-weite Angleichung von nationalen Vorschriften, etwa im Insolvenz- oder Immobiliarsachenrecht voraus. Realistischer ist daher eine Mindestharmonisierung, bei der etwa gemeinsame Transparenzpflichten geschaffen werden.

Das Potenzial von Crowdfunding wird derzeit durch Rechtsunsicherheiten über die anzuwendenden Vorschriften gehemmt. Dies ist zwar typisch für Innovationen. Schon durch mehr Klarheit darüber, welche Regeln überhaupt Anwendung finden, kann das Potenzial jedoch besser ausgeschöpft werden. Noch besser wäre es, für das Crowdfunding einheitliche EU-Vorschriften zu schaffen, da so die grenzüberschreitende Kapitalaufnahme nicht beschränkt und der Binnenmarkt gestärkt wird.

Eine weniger strenge Behandlung von Infrastrukturinvestitionen bei den Eigenkapitalvorschriften für Versicherungen ist mit Risiken verbunden. Erstens liegen kaum Daten vor, die eine solche Bevorzugung rechtfertigen würden. Zweitens mangelt es bei Infrastrukturinvestitionen regelmäßig an der nötigen Risikostreuung. Sollte dennoch eine Absenkung der Eigenkapitalanforderungen erfolgen, sind die Versicherungsaufsichtsbehörden gefordert, die sich wandelnden Risikoprofile der Versicherungen korrekt einzuschätzen. Zudem ist eine aufsichtsrechtliche Begrenzung der Engagements in Infrastrukturprojekte im Interesse der gebotenen Risikostreuung angebracht.

Ein einheitlicher EU-Rahmen oder ein 29. Regime für private Altersvorsorgeprodukte kann, sofern Größenvorteile genutzt werden, den grenzüberschreitenden Vertrieb solcher Produkte vereinfachen und damit **den Wettbewerb erhöhen. Jedoch ist wahrscheinlich, dass, insbesondere im Steuerrecht,** auch bei einem harmonisierten Altersvorsorgeprodukt **unterschiedliche nationale Regelungen** und damit Binnenmarkthemmnisse **fortbestehen.**

Zentrale Gegenparteien senken zwar das im Finanzmarkt verbleibende Ausfallrisiko, zentralisieren aber gleichzeitig auch bestimmte Risiken bei sich. Der Ausfall zentraler Gegenparteien birgt daher hohe Gefahren für die Finanzmarktstabilität. **Ein Sanierungs- und Abwicklungsregime insbesondere für systemrelevante zentrale Gegenparteien ist notwendig.** Denn ohne geordnete Sanierungs- und Abwicklungsverfahren bestehen nicht hinnehmbare Anreizverzerrungen („Moral Hazard“), die diese Institutionen dazu verleiten, tendenziell zu viel Risiko einzugehen, da sie wegen ihrer systemischen Relevanz keine Insolvenz fürchten müssen.

Juristische Bewertung

Kompetenz

Für Angleichungen der Finanzmarktregulierung kommen als Rechtsgrundlage für legislative Folgemaßnahmen der EU 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. Für Änderungen der Regeln zur Corporate Governance und des Gesellschaftsrechts kommt als Rechtsgrundlage in erster Linie die Kompetenz zur Verwirklichung der Niederlassungsfreiheit (Art. 50 AEUV) in Betracht. Die Schaffung EU-rechtlicher Gesellschaftsformen kann allerdings nur auf die Kompetenzergänzungsklausel (Art. 352 AEUV) gestützt werden, die Einstimmigkeit im Rat erfordert (s. [cepAnalyse](#) zur Societas Unius Personae). Für materielle Angleichungen der nationalen Insolvenzrechte kommt als Rechtsgrundlage die Binnenmarktkompetenz (Art. 114 AEUV) in Betracht. Eine spezielle Kompetenz zur Harmonisierung von Steuerregelungen, die jedoch Einstimmigkeit im Rat erfordert, besteht nur für indirekte Steuern (Art. 113 AEUV); für direkte Steuern kommt lediglich die Auffangkompetenz für den Binnenmarkt (Art. 115 AEUV) in Betracht, die ebenfalls Einstimmigkeit im Rat erfordert.

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

Abhängig von der Ausgestaltung der Folgemaßnahmen.

Zusammenfassung der Bewertung

Die Schaffung einer Kapitalmarktunion kann die Effizienz erhöhen, den Wettbewerb stärken und das Wachstumspotential steigern. Die geplanten Erleichterungen für KMU bei den Prospektspflichten können den Marktzugang erleichtern. Je nach Ausgestaltung gehen sie jedoch zulasten der Markteffizienz und des Anlegerschutzes. Die Festlegung von Standards für Verbriefungen kann das Vertrauen in die Verbriefungsmärkte stärken. Eine Harmonisierung der Vorschriften für gedeckte Schuldverschreibungen erleichtert grenzüberschreitende Anlagen in diese Produkte. Eine weniger strenge Behandlung von Infrastrukturinvestitionen bei den Eigenkapitalvorschriften für Versicherungen ist mit Risiken verbunden. Ein einheitlicher EU-Rahmen oder ein 29. Regime für private Altersvorsorgeprodukte kann den Wettbewerb erhöhen. Jedoch ist wahrscheinlich, dass, insbesondere im Steuerrecht, auch bei einem harmonisierten Altersvorsorgeprodukt unterschiedliche nationale Regelungen fortbestehen. Ein Sanierungs- und Abwicklungsregime insbesondere für systemrelevante zentrale Gegenparteien ist notwendig.