

## DAS PAKET ZUR ERHOLUNG DER KAPITALMÄRKTE

Diese Publikation analysiert das am 24. Juli 2020 von der EU-Kommission als Reaktion auf den COVID-19 bedingten wirtschaftlichen Schock vorgelegte "Erholungspaket für die Kapitalmärkte". Es besteht aus gezielten Änderungen

- (1) [der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente \(MiFID II\)](#),
- (2) [der Prospektverordnung](#) und
- (3) [der Verbriefungsverordnung sowie der Verordnung über die Eigenkapitalanforderungen](#).

### MIFID II CORONA QUICK FIX

**Ziel der Richtlinie:** Die Kommission will den Verwaltungsaufwand für Finanzmarktakteure reduzieren, um Europas Erholung von den schwerwiegenden wirtschaftlichen Folgen der COVID-19-Pandemie zu unterstützen.

**Betroffene:** Anleger, Wertpapierfirmen, Handelsplätze und andere Finanzmarktteilnehmer.



**Pro:** (1) Die Aufhebung mehrerer Informationspflichten senkt den Verwaltungsaufwand für Investitionen, ohne den Anlegerschutz wesentlich zu beeinträchtigen.

(2) Die Beschränkung der Positionslimitsregelungen auf Derivate auf landwirtschaftliche Grunderzeugnisse und signifikante oder kritische Warenderivate macht die Regelungen effektiver.

(3) Die Ausdehnung der Ausnahme für Absicherungsgeschäfte auf finanzielle Unternehmen beseitigt strukturelle Nachteile und gefährdet die Stabilität des Finanzsystems nicht.

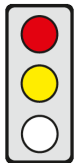
**Contra:** –

**Vorschlag:** Die Vorschrift zum „Research Unbundling“ sollte vollständig abgeschafft werden. Es reicht aus, von den Wertpapierfirmen die Offenlegung der potenziellen Interessenskonflikte sowie der Kosten für die einzelnen Dienstleistungen zu verlangen.

### PROSPEKTE CORONA QUICK FIX

**Ziel der Verordnung:** Die Kommission will den aus der Prospektverordnung resultierenden Verwaltungsaufwand für Emittenten und Finanzintermediäre senken.

**Betroffene:** Emittenten von Wertpapieren, Investoren, Finanzintermediäre, geregelte Märkte, Wachstumsmärkte für KMU.



**Pro:** (1) Die neuen Regeln für Prospektnachträge verringern die administrativen Lasten für Finanzintermediäre und gewährleisten gleichzeitig den Anlegerschutz.

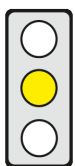
**Contra:** (1) Die COVID-19-Pandemie sollte nicht dafür herhalten, die Prospektpflichten zu lockern. Denn die Informationsasymmetrien verschwinden in einer solchen Pandemie nicht einfach.

(2) Der Anlegerschutz wird unter der vorgeschlagenen Anhebung der Schwelle für Begebungen von Nicht-Dividendenwerten von Banken auf 150 Mio. Euro leiden. Schwellenwerte, die eine Prospektpflicht auslösen oder nicht, sind willkürlich. Sie führen zu Wettbewerbsverzerrungen, da Banken, die unterhalb der Schwelle emittieren, geringere Emissionskosten haben.

### VERBRIEFUNGEN CORONA QUICK FIX

**Ziel der Verordnungen:** Die Änderungen der Vorschriften zu Verbriefungen zielen darauf ab, die Kreditvergabekapazität der Banken in der COVID-19-Krise zu unterstützen.

**Betroffene:** Banken, Investoren in Verbriefungen.



**Pro:** (1) Die vorgeschlagenen Ausnahmen für NPE-Verbriefungen spiegeln deren spezifischen Charakter wider. Die vorgeschlagene Lockerung der aufsichtsrechtlichen Vorschriften ist akzeptabel, da sie auf vorrangige Tranchen von bereits stark abgezinnten NPE-Exposures beschränkt ist.

(2) Auch wenn die Erfahrung mit True-Sale-Verbriefungen sehr begrenzt ist, ist die bevorzugte Behandlung von synthetischen Verbriefungen in der Bilanz akzeptabel. Die Mindestanforderungen an die Kreditschutzvereinbarung und die Beschränkung auf vorrangige Positionen, die zusätzliche Risikokonzentrationskriterien erfüllen, sind angemessene Bedingungen für eine solche Behandlung, da sie die Risiken für die Banken erheblich verringern.

**Kontra:** (1) Da sich das Inkrafttreten der Vorschriften über die maximale Leverage-Ratio der Banken wegen der COVID-19-Krise verzögert hat, wird es für die Aufsichtsbehörden wichtig sein, die Auswirkungen der vorgeschlagenen aufsichtsrechtlichen Lockerung auf die Leverage der Banken zu überwachen.

(2) Die Vorschläge bergen die Gefahr einer Intensivierung der Verbindung zwischen Bank und Staat, was die systemischen Risiken erhöhen kann.

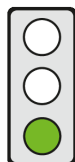
**EU-Richtlinie****MIFID II CORONA QUICK FIX**

cepAnalyse Nr. 9/2020

**KERNPUNKTE**

**Ziel der Richtlinie:** Die Kommission will den Verwaltungsaufwand für Finanzmarktakteure reduzieren, um Europas Erholung von den schwerwiegenden wirtschaftlichen Folgen der COVID-19-Pandemie zu unterstützen.

**Betroffene:** Anleger, Wertpapierfirmen, Handelsplätze und andere Finanzmarktteilnehmer.



**Pro:** (1) Die Aufhebung mehrerer Informationspflichten senkt den Verwaltungsaufwand für Investitionen, ohne den Anlegerschutz wesentlich zu beeinträchtigen.

(2) Die Beschränkung der Positionslimitsregelungen auf Derivate auf landwirtschaftliche Grunderzeugnisse und signifikante oder kritische Warenderivate macht die Regelungen effektiver.

(3) Die Ausdehnung der Ausnahme für Absicherungsgeschäfte auf finanzielle Unternehmen beseitigt strukturelle Nachteile und gefährdet die Stabilität des Finanzsystems nicht.

**Contra:** –

**Vorschlag:** Die Vorschrift zum „Research Unbundling“ sollte vollständig abgeschafft werden. Es reicht aus, von den Wertpapierfirmen die Offenlegung der potenziellen Interessenskonflikte sowie der Kosten für die einzelnen Dienstleistungen zu verlangen.

Die wichtigsten Passagen im Text sind durch einen Seitenstrich gekennzeichnet.

**INHALT****Titel**

**Vorschlag COM(2020) 280** vom 24. Juli 2020 **für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates** zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU **[MiFID II] im Hinblick auf die Informationspflichten, die Produktüberwachung und die Positionslimits zur Förderung der wirtschaftlichen Erholung von der COVID-19-Pandemie** und **Delegierte Richtlinie (EU)** der Kommission .../... zur Änderung der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593 **zur Regelung über Finanzanalysen zu Emittenten mit geringer oder mittlerer Kapitalisierung und von festverzinslichen Instrumenten zur Unterstützung der Erholung von der COVID-19-Pandemie**

Wenn nicht anders angegeben, beziehen sich die Seiten- und Artikelangaben auf den Kommissionsvorschlag.

**Kurzdarstellung**► **Hintergrund und Ziele**

- Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente [MiFID II, 2014/65/EU, s. [cepAnalyse 17/2012](#)] legt den EU-Rahmen für Wertpapierdienstleistungen und Handelsplätze fest.
- Die vorgeschlagene Richtlinie zur Änderung der MiFID II und der Vorschlag zur Änderung der delegierten Richtlinie beinhalten Änderungen der geltenden [S. 1].
  - Informationspflichten für Wertpapierfirmen, insbesondere hinsichtlich qualifizierter Kunden,
  - Anforderungen zur Trennung von Kosten für Finanzanalysen und Kosten für Ausführungsdienstleistungen ("Research unbundling"),
  - Anforderungen an den Handel mit Derivaten.
- Die Änderungen sollen den Verwaltungsaufwand für Wertpapierfirmen verringern und aufkommende derivative Märkte fördern, insbesondere hinsichtlich Energiederivaten [S. 1].
- Der Vorschlag ist Teil eines EU-Maßnahmenpakets für die Erholung der Kapitalmärkte. Das Paket enthält auch Änderungen an
  - der Prospektverordnung [(EU) 2017/1129, s. [cepAnalyse 16/2016](#)], die die Schaffung eines Kurzprospekts („EU-Wiederaufbauprospekt“) zur Erleichterung der Kapitalbeschaffung auf öffentlichen Märkten vorsehen [s. [cepAnalyse 10/2020](#)];
  - der Verbriefungsverordnung [(EU) 2017/2402, s. [cepAnalyse 04/2016](#)] und der Verordnung zu den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Banken im Zusammenhang mit Verbriefungen [(EU) Nr. 575/2013], die Maßnahmen zur Erleichterung von Verbriefungen von Krediten vorsehen [s. [cepAnalyse 11/2020](#)].

► **Kundenkategorien in der MiFID II-Richtlinie**

- Die MiFID II-Richtlinie gilt für qualifizierte Kunden und Kleinanleger [SWD(2020) 120, S. 12; Art. 4 Nr. 11 MiFID II].
- „Qualifizierte Kunden“ sind

- geeignete Gegenparteien, also u. a. Finanzinstitute, nationale Regierungen und Zentralbanken, und
- professionelle Kunden, d.h. Kunden, die als geeignete Gegenparteien gelten, sowie u.a. große Unternehmen.
- „Kleinanleger“ sind alle Kunden, die nicht als professionelle Kunden gelten.

► **Informationsanforderungen**

**Standardkommunikationsform für Kundeninformationen**

- Nach der MiFID II-Richtlinie müssen Wertpapierfirmen ihren Kunden Informationen auf einem "dauerhaften Datenträger", z.B. Papier, E-Mail, CD-ROM, bereitstellen [Art. 4 Abs. 1 Nr. 62 MiFID II]. Die Standardoption für die Bereitstellung der Informationen ist Papier, es sei denn, die Bereitstellung auf einem anderen Datenträger ist hinsichtlich des betriebenen Geschäft "angemessen", und die Kunden entscheiden sich ausdrücklich für einen anderen Datenträger [Art. 3 Abs. 1 Delegierte Verordnung (EU) 2017/565].
- Künftig gilt das "elektronische Format" als Standardoption und nicht mehr Papier. Kleinanleger können jedoch darum bitten, die Informationen auf Papier und kostenlos zu erhalten [Art. 1 Abs. 2, Art. 1 Abs. 4].

**Pflicht zur Bereitstellung von Informationen über Kosten und Gebühren**

- Nach der MiFID II-Richtlinie müssen Wertpapierfirmen ihren Kunden Informationen über Kosten und Gebühren - z.B. die Kosten der Anlageberatung - bereitstellen [Art. 24 Abs. 4 MiFID II]. Gegenüber qualifizierten Kunden kann die Informationsbereitstellung unter bestimmten Voraussetzungen weniger umfassend sein [Art. 50 Abs. 1 Delegierte Verordnung (EU) 2017/565].
- Künftig gelten die Informationspflichten über Kosten und Gebühren nicht mehr für qualifizierte Kunden, außer bei der Anlageberatung und der Portfolioverwaltung [Art. 1 Abs. 7 und Art. 1 Abs. 8].
- Nach der MiFID II-Richtlinie müssen Wertpapierfirmen Informationen über Kosten und Gebühren "rechtzeitig" vor der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen (ex ante) bereitstellen [Art. 24 Abs. 4 MiFID II].
- Künftig können Wertpapierfirmen, wenn der Handel über Fernkommunikationsmittel (z.B. per Telefon) betrieben wird, solche Informationen auch "unmittelbar" nach Geschäftsabschluss (ex post) bereitstellen. Der Kunde muss jedoch mit der Verzögerung einverstanden sein und es muss ihm möglich sein, den Geschäftsabschluss bis zum Erhalt der Informationen hinauszuzögern [Art. 1 Abs. 4].

**Kosten-Nutzen-Analysen bei Wechseln**

- Nach der MiFID II-Richtlinie müssen Wertpapierfirmen bei der Anlageberatung oder der Portfolioverwaltung eine Geeignetkeitsprüfung ihrer Kleinanleger und professionellen Kunden vornehmen, d.h. u.a. prüfen, ob diese über die nötigen Kenntnisse in einem bestimmten Anlagebereich verfügen. Beinhalten die Dienstleistungen den Wechsel von Finanzinstrumenten, müssen die Wertpapierfirmen nachweisen, dass die Vorteile eines Wechsels die Kosten überwiegen [Art. 25 Abs. 2 MiFID II; Art. 54 Abs. 11 Delegierte Verordnung (EU) 2017/565].
- Künftig ist eine Kosten-Nutzen-Analyse bei einem Wechsel nur noch bei Kleinanlegern nötig. Professionelle Kunden können sich jedoch dafür entscheiden, die Analyse weiterhin erhalten zu wollen [Art. 1 Abs. 5 und 7].

**Ex-post-Dienstleistungserklärungen und Berichte zur bestmöglichen Ausführung**

- Nach der MiFID II-Richtlinie müssen Wertpapierfirmen ihren Kunden Ex-post-Erklärungen über die von den Kunden in Anspruch genommenen Dienstleistungen vorlegen, u.a. Verlustmeldungen bei einem Verlust in Höhe von 10% des Portfoliowerts [Art. 25 Abs. 6 MiFID II; Art. 59-63 Delegierte Verordnung (EU) 2017/565].
- Künftig müssen Wertpapierfirmen solche Berichte qualifizierten Kunden nicht mehr bereitstellen. Professionelle Kunden können sich jedoch dafür entscheiden, die Berichte weiterhin zu erhalten [Art. 1 Abs. 7].
- Nach der MiFID II-Richtlinie müssen Handels- und Ausführungsplätze regelmäßig Berichte über die Qualität der Ausführung von Transaktionen an ihrem Handels- bzw. Ausführungsplatz veröffentlichen ("Berichte zur bestmöglichen Ausführung") [Art. 27 Abs. 3 MiFID II; Delegierte Verordnung (EU) 2017/575].
- In den nächsten zwei Jahren müssen Handels- und Ausführungsplätze die Berichte nicht veröffentlichen [Art. 1 (6)].

**Produktüberwachungsanforderungen bei Unternehmensanleihen**

- Nach der MiFID II-Richtlinie müssen Wertpapierfirmen Produktüberwachungsanforderungen einhalten, d.h. Vorgaben, die sicherstellen, dass Finanzinstrumente den identifizierten Zielmärkten der Kunden entsprechen. Die Vorgaben gelten für alle Finanzinstrumente [Art. 24 Abs. 2 und Art. 16 Abs. 3 MiFID II].
- Künftig gelten die Produktüberwachungsanforderungen nicht mehr für Unternehmensanleihen mit "Make-whole-Klauseln" [Art. 1 (3) und (4)]. Make-Whole-Klauseln erlauben es Emittenten, Anleihen vor ihrer Fälligkeit zu kündigen. Sie schützen die Anleger in diesem Fall, da die Emittenten sowohl den Kapitalbetrag der Anleihe als auch den Nettogegenwartswert der Kupons an den Anleger auszahlen müssen [Art. 1 Abs. 2)].

► **Entflechtung von Kosten für die Finanzanalyse und Ausführungskosten („Research Unbundling“)**

- Nach der MiFID II-Richtlinie müssen Wertpapierfirmen Kosten für die Finanzanalyse und die Kosten für die Ausführung von Aufträgen gesondert ausweisen ("Research Unbundling"). Wollen sie Finanzanalysen von Dritten nutzen, müssen sie dafür bezahlen [Art. 24 (13), MiFID II; Art. 13, Delegierte Richtlinie (EU) 2017/593],
  - aus ihren eigenen Mitteln, oder
  - von einem separaten Konto für Finanzanalysen, das durch eine vom investierenden Kunden entrichtete spezielle Analysegebühr finanziert wird.
- Künftig können Wertpapierfirmen von diesen Anforderungen absehen, wenn es Finanzanalysen betrifft zu [Art.

1 Delegierte Richtlinie (EU) .../... zur Änderung der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593]

- Emittenten mit einer Marktkapitalisierung von weniger als 1 Mrd. Euro in den letzten 12 Monaten, oder
- festverzinsliche Wertpapiere.

– Nutzen Wertpapierfirmen diese Opt-out-Möglichkeit, ist die gemeinsame Bezahlung von Finanzanalysen und Ausführungsdienstleistungen möglich. Wertpapierfirmen und Finanzanalyseanbieter müssen sich jedoch über die Höhe der auf die Analysen entfallenden Zahlungen einigen [Art. 1 Delegierte Richtlinie (EU) .../... zur Änderung der delegierten Richtlinie (EU) 2017/593].

#### ► Anforderungen an den Handel mit Derivaten

##### Positionslimits für Warenderivate

- Nach der MiFID II-Richtlinie gibt es Positionslimits für die Größe der Nettopositionen, die ein einzelner Akteur in Warenderivaten halten darf, die an Handelsplätzen gehandelt werden, und in wirtschaftlich gleichwertigen außerbörslichen Kontrakten [Art. 57 Abs. 1 MiFID II].
- Künftig gelten die Positionslimits nur noch für Derivate auf landwirtschaftliche Grunderzeugnisse sowie kritische oder signifikante Warenderivate. Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) legt in technischen Regulierungsstandards fest, welche dies sind. Bei der Spezifizierung kritischer oder signifikanter Warenderivate muss sie die Zahl der Marktteilnehmer, die zugrunde liegende Ware und den Umfang der offenen Positionen berücksichtigen [Art. 1 Abs. 9].

##### Keine Positionslimits für Derivatepositionen, die Risiken reduzieren („Ausnahme für Sicherungsgeschäfte“)

- Nach der MiFID II-Richtlinie gelten Positionslimits nicht für Derivatepositionen, die von oder für ein nichtfinanzielles Unternehmen gehalten werden und die Risiken im Zusammenhang mit deren Geschäftstätigkeit verringern ("Ausnahme für Sicherungsgeschäfte") [Art. 57 Abs. 1 MiFID II].
- Künftig wird die Nichtanwendung von Positionslimits für Derivate, die von oder für ein nichtfinanzielles Unternehmen gehalten werden und die Risiken im Zusammenhang mit deren Geschäftstätigkeit verringern auf Derivate ausgedehnt, die von oder für finanzielle Unternehmen gehalten werden, die Teil einer nichtfinanziellen Gruppe sind und die Risiken der Geschäftstätigkeit der nichtfinanziellen Unternehmen verringern [Art. 1 Abs. 9].

##### Nebenaktivitätstest

- Nach der MiFID II-Richtlinie müssen Marktteilnehmer nicht als Wertpapierfirmen zugelassen werden, wenn sie professionell mit Warenderivaten oder mit (Derivaten von) Emissionszertifikaten handeln und dieser Handel, auf Gruppenebene betrachtet, eine Nebentätigkeit zu ihrem Hauptgeschäft darstellt [Art. 2 Abs. 1 lit. j MiFID II].
- Die Marktteilnehmer müssen ihrer zuständigen Behörde jährlich mitteilen, dass sie von der Freistellung Gebrauch machen [Art. 2 Abs. 1 lit. j MiFID II]. Auf der Grundlage von zwei quantitativen Tests legt ein technischer Regulierungsstandard die Kriterien fest, wann eine Handelstätigkeit als Nebentätigkeit anzusehen ist [Art. 2 Abs. 4 MiFID II; Delegierte Verordnung (EU) 2017/592].
- Künftig müssen Marktteilnehmer nicht mehr melden, wenn sie von der Ausnahmeregelung Gebrauch machen. Auch wird nur qualitativ bestimmt, ob eine Nebentätigkeit vorliegt. Quantitative Tests entfallen [Art. 1 Abs 1].

## Stand der Gesetzgebung

24.07.2020      Annahme durch Kommission  
 Offen            Annahme durch Europäisches Parlament und Rat, Veröffentlichung im Amtsblatt, Inkrafttreten

## Politische Einflussmöglichkeiten

Generaldirektionen:                    GD Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion  
 Ausschüsse des Europäischen Parlaments:      Wirtschaft und Währung, Berichterstatter: Markus Ferber (EVP)  
 Bundesministerium:                    Finanzen  
 Ausschüsse des Deutschen Bundestages:      Finanzen (federführend)  
 Modus der Entscheidungsfindung im Rat:      Qualifizierte Mehrheit (Annahme durch 55% der Mitgliedstaaten, die 65% der EU-Bevölkerung ausmachen)

## Formalien

Kompetenznorm:                         Art. 53 Abs. 1 AEUV (Niederlassungsfreiheit)  
 Art der Gesetzgebungszuständigkeit:      Geteilte Zuständigkeit (Art. 4 Abs. 2 AEUV)  
 Verfahrensart:                             Art. 294 AEUV (ordentliches Gesetzgebungsverfahren)

# BEWERTUNG

## Ökonomische Folgenabschätzung

**Die Aufhebung mehrerer Informationspflichten sind vollumfänglich zu begrüßen, da sie den Verwaltungsaufwand für Investitionen senken, ohne den Anlegerschutz wesentlich zu beeinträchtigen:**

Erstens: Die Informationsbereitstellung im elektronischen Format spart Kosten, senkt die Umweltbelastung und ist in einer zunehmend digitalisierten Wirtschaft angemessen.

Zweitens: Informationen über Kosten und Gebühren sind zwar wichtig, um fundierte Investitionsentscheidungen treffen zu können. Qualifizierte Kunden sind jedoch üblicherweise kompetent genug, Vertragsbedingungen mit Anbietern von Finanzdienstleistungen auszuhandeln. Sie benötigen daher – im Gegensatz zu Kleinanlegern – regelmäßig keinen regulatorischen Schutz durch standardisierte Informationspflichten zu Kosten und Gebühren. Die Kommission sollte die Ausnahmeregelung daher auch auf die Anlageberatung und die Portfolioverwaltung ausweiten oder zumindest Opt-out-Optionen für qualifizierte Anleger vorsehen.

Drittens: Durch die Möglichkeit, Informationen über Kosten und Gebühren bei der Nutzung von Fernkommunikationsmitteln künftig auch erst ex post zu erhalten, wird sichergestellt, dass Aufträge schneller bearbeitet werden können. Das verringert auch das Risiko nachteiliger Kursänderungen zwischen Informationsbereitstellung und Auftragsausführung. Dass diese Option nun allen Kunden gewährt wird, stellt zudem eine Gleichbehandlung im Handel sicher. Gleichzeitig ist der Anlegerschutz gewahrt, da Kunden nach wie vor das Recht haben, die Informationen ex ante zu erhalten.

Viertens: Die Aufhebung der Produktüberwachungspflichten bei Unternehmensanleihen mit "Make-Whole"-Klauseln senkt die Kosten für deren Emittenten, ohne den Anlegerschutz wesentlich zu beeinträchtigen. Solche Anleihen sind regelmäßig einfach strukturiert und sind auch für Kleinanleger leicht verständlich. Im Gegensatz zu ihrer Klassifizierung in der PRIIP-Verordnung [(EU) Nr. 1286/2014, s. [cepAnalyse 02/2013](#)] sind die Anleihen häufig nicht komplex. Zudem bleiben zentrale Schutzmechanismen der MIFID II-Richtlinie – die Eignungs- und Angemessenheitsprüfungen – bestehen, wodurch der Anlegerschutz gewahrt bleibt. Da die vorgeschlagene Regelung nun allein Unternehmensanleihen mit diesen Klauseln betrifft, sollte die Kommission zeitnah prüfen, welche Finanzprodukte als komplex bzw. nicht-komplex einzustufen sind, um Wettbewerbsverzerrungen zwischen Finanzprodukten und ihren Emittenten zu vermeiden.

**Die Vorschrift zum „Research Unbundling“ sollte vollständig abgeschafft werden.** Die Erleichterungen für Emittenten mit einer Marktkapitalisierung von weniger als 1 Mrd. Euro und für festverzinsliche Wertpapiere sollten für alle Emittenten und Wertpapiere gelten. **Es reicht aus, von den Wertpapierfirmen die Offenlegung der potenziellen Interessenkonflikte**, die mit einer solchen Bündelung verbunden sind, **sowie der Kosten für die einzelnen Dienstleistungen zu verlangen.** Dann können die Kunden frei entscheiden, welche Zahlungsweise sie bevorzugen. Darüber hinaus birgt die Aufhebung der Vorschrift zum „Research Unbundling“ allein für kleine Emittenten und festverzinsliche Wertpapiere die Gefahr neuer Wettbewerbsverzerrungen zwischen Emittenten und Finanzinstrumenten.

Mit der MiFID II-Richtlinie wurden Positionslimits beim Handel mit Warenderivaten eingeführt, um gegen Marktmissbrauch vorzugehen und für eine effizientere Preisbildung bei den den Derivaten zugrunde liegenden Rohstoffen – z.B. Öl, Metalle, Weizen – zu sorgen. Diese Ziele konnten jedoch insbesondere auf den Märkten für nicht-signifikante und nicht-kritische Warenderivate nicht erreicht werden. Stattdessen stellten Positionslimits für einige Derivatemärkte eine Wachstumsbarriere dar, insbesondere im Energiesektor, was auch ihre Liquidität beeinträchtigte. **Die Beschränkung der Positionslimitsregelungen auf Derivate auf landwirtschaftliche Grunderzeugnisse und signifikante oder kritische Warenderivate macht die Regelungen daher effektiver.**

Die Möglichkeit für nichtfinanzielle Unternehmen, Ausnahmen für Absicherungsgeschäfte zu beantragen, war und ist angemessen, da der Derivatehandel dieser Unternehmen keine systemischen Risiken für das Finanzsystem schafft. Sie führt jedoch zu einer Diskriminierung von nichtfinanziellen Unternehmen, die finanzielle Unternehmen zum Zweck der Absicherung von Risiken im Zusammenhang mit ihren gewerblichen Aktivitäten einrichten. **Die Ausdehnung der Ausnahme für Absicherungsgeschäfte auf diese finanziellen Unternehmen beseitigt diese strukturellen Nachteile** sinnvollerweise **und gefährdet**, durch die Beschränkung auf die Absicherung der Aktivitäten der nicht-finanziellen Unternehmen, **die Stabilität des Finanzsystems nicht.**

## Juristische Bewertung

### Kompetenz

Die Richtlinie wird zu Recht auf Art. 53 Abs. 1 AEUV über die Aufnahme und Ausübung selbständiger Erwerbstätigkeiten gestützt, da sie die nationalen Bestimmungen über Anlagetätigkeiten harmonisiert.

### Subsidiarität und Verhältnismäßigkeit gegenüber den Mitgliedstaaten

Unproblematisch.

### Sonstige Vereinbarkeit mit EU-Recht

Unproblematisch.

## Zusammenfassung der Bewertung

Die Aufhebung mehrerer Informationspflichten senkt den Verwaltungsaufwand für Investitionen, ohne den Anlegerschutz wesentlich zu beeinträchtigen. Die Vorschrift zum „Research Unbundling“ sollte vollständig abgeschafft werden. Es reicht aus, von den Wertpapierfirmen die Offenlegung der potenziellen Interessenkonflikte sowie der Kosten für die einzelnen Dienstleistungen zu verlangen. Die Beschränkung der Positionslimitsregelungen auf Derivate auf landwirtschaftliche Grunderzeugnisse und signifikante oder kritische Warenderivate macht die Regelungen effektiver. Die Ausdehnung der Ausnahme für Absicherungsgeschäfte auf finanzielle Unternehmen beseitigt strukturelle Nachteile und gefährdet die Stabilität des Finanzsystems nicht.

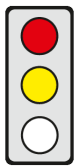
**EU-Verordnung****PROSPEKTE CORONA QUICK FIX**

cepAnalyse Nr. 10/2020

**KERNPUNKTE**

**Ziel der Verordnung:** Die Kommission will den aus der Prospektverordnung resultierenden Verwaltungsaufwand für Emittenten und Finanzintermediäre senken.

**Betroffene:** Emittenten von Wertpapieren, Investoren, Finanzintermediäre, geregelte Märkte, Wachstumsmärkte für KMU.



**Pro:** (1) Die neuen Regeln für Prospektnachträge verringern die administrativen Lasten für Finanzintermediäre und gewährleisten gleichzeitig den Anlegerschutz.

**Contra:** (1) Die COVID-19-Pandemie sollte nicht dafür herhalten, die Prospektpflichten zu lockern. Denn die Informationsasymmetrien verschwinden in einer solchen Pandemie nicht einfach.

(2) Der Anlegerschutz wird unter der vorgeschlagenen Anhebung der Schwelle für Begebungen von Nicht-Dividendenwerten von Banken auf 150 Mio. Euro leiden. Schwellenwerte, die eine Prospektpflicht auslösen oder nicht, sind willkürlich. Sie führen zu Wettbewerbsverzerrungen, da Banken, die unterhalb der Schwelle emittieren, geringere Emissionskosten haben.

Die wichtigsten Passagen im Text sind durch einen Seitenstrich gekennzeichnet.

**INHALT****Titel**

**Vorschlag COM(2020) 281** vom 24. Juli 2020 für eine **Verordnung** des Europäischen Parlaments und des Rates **zur Änderung der Verordnung (EU) 2017/1129 im Hinblick auf den EU-Wiederaufbauprospekt und gezielte Anpassungen für Finanzintermediäre zur Unterstützung der wirtschaftlichen Erholung von der COVID-19-Pandemie.**

Wenn nicht anders angegeben, beziehen sich die Seiten- und Artikelangaben auf den Vorschlag der Kommission.

**Kurzdarstellung**► **Hintergrund und Ziele**

- "Prospekte" sind Dokumente, die Emittenten von Wertpapieren regelmäßig veröffentlichen müssen, wenn die Wertpapiere öffentlich angeboten oder zum Handel zugelassen werden. Sie bieten Investoren Informationen als Grundlage für ihre Anlageentscheidung.
- Die Prospektverordnung [(EU) 2017/1129, s. [cepAnalyse 16/2016](#)] legt die Anforderungen für die "Erstellung, Billigung und Verbreitung" von Prospekten fest [Erwägungsgrund 2].
- Als Reaktion auf die COVID-19-Pandemie stellten die Mitgliedstaaten notleidenden Unternehmen Kredite in Form von garantierten Darlehen zur Verfügung. Eine zunehmende Verschuldung der Unternehmen kann deren Zahlungsfähigkeit jedoch langfristig beeinträchtigen. Zudem könnte die Pandemie die Fähigkeit der Banken beeinträchtigen, der Realwirtschaft Finanzmittel bereitzustellen. Die Kommission will daher die Prospektverordnung anpassen. Sie will
  - temporär einen "EU-Wiederaufbauprospekt" einführen, damit es für Emittenten leichter und günstiger wird, Kapital zu beschaffen, um ihr Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital wiederherzustellen [S. 5 SWD(2020) 120],
  - die Pflicht für Banken, einen Prospekt für Emissionen von Nicht-Dividendenwerten veröffentlichen zu müssen, lockern [S. 3].
- Der Vorschlag ist Teil eines EU-Maßnahmenpakets für die Erholung der Kapitalmärkte. Das Paket enthält auch Änderungen an
  - der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente [MiFID II, 2014/65/EU, s. [cepAnalyse 17/2012](#)], die eine Lockerung der Informationspflichten für Wertpapierfirmen vorsehen und aufkommenden Märkten für Energie-derivate helfen sollen [s. [cepAnalyse 09/2020](#)];
  - der Verbriefungsverordnung [(EU) 2017/2402, s. [cepAnalyse 04/2016](#)] und der Verordnung zu den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Banken im Zusammenhang mit Verbriefungen [(EU) Nr. 575/2013], die Maßnahmen zur Erleichterung von Verbriefungen von Krediten vorsehen [s. [cepAnalyse 11/2020](#)].

► **EU-Wiederaufbauprospekt**

- Die geltende Prospektverordnung sieht vereinfachte Prospekte für Sekundäremissionen von Wertpapieren vor.

Emittenten können diese nutzen, wenn sie [Art. 14 Prospektverordnung].

- Wertpapiere begeben, die fungibel (d.h. austauschbar) mit bereits von ihnen zuvor begebenen Wertpapieren sind, welche zumindest während den letzten 18 Monaten kontinuierlich zum Handel auf einem geregelten Markt (traditionelle Börse) oder einem KMU-Wachstumsmarkt (auf kleine und mittlere Unternehmen spezialisierter Handelsplatz) zugelassen waren,
  - Nicht-Dividendenwerte (z.B. Anleihen) begeben und zuvor bereits Dividendenwerte ausgegeben haben, die mindestens während der letzten 18 Monate kontinuierlich zum Handel auf einem geregelten Markt oder einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen waren.
- Nun wird ein "EU-Wiederaufbauprospekt", eine neue vereinfachte Prospektpflicht für Sekundäremissionen von Aktien, geschaffen [Art. 1 Abs. 5]. Sie gilt für 18 Monate ab dem Datum der Anwendung der Verordnung [Art. 1 Abs. 9].
- Der EU-Wiederaufbauprospekt gilt für Emittenten, die neue Aktien begeben, die mit bereits zuvor begebenen Aktien fungibel sind, und bei denen die zuvor begebenen Aktien zumindest während der letzten 18 Monate kontinuierlich [Art. 1 Abs. 5].
- zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen waren,
  - auf einem KMU-Wachstumsmarkt gehandelt wurden und ein Prospekt für diese Aktien veröffentlicht wurde.
- Der EU-Wiederaufbauprospekt hat einen maximalen Umfang von 30 Seiten. Bereits auf dem Markt verfügbare Informationen können per Verweis ohne Anrechnung auf die Höchstlänge von 30 Seiten aufgenommen werden. [Art. 1 Abs. 5]
- Der EU-Wiederaufbauprospekt enthält nur die "erforderlichen verkürzten Angaben", insbesondere [Art. 1 Abs. 5, Annex Va]
- Informationen über die Aussichten des Emittenten und über wesentliche Veränderungen seiner Finanzlage seit dem letzten Geschäftsjahr, und
  - wesentliche Informationen über die Aktien, die Gründe für die Emission und die Auswirkungen auf die Kapitalstruktur des Emittenten und die Verwendung der Erlöse.
- Der EU-Wiederaufbauprospekt ist in "leicht zu analysierender, knapper und verständlicher Form" zu verfassen [Art. 1 Abs. 5].
- Die zuständige Behörde, die den Prospekt genehmigt, muss insbesondere prüfen, ob der Emittent bereits Informationen offengelegt hat im Rahmen der [Art. 1 Abs. 5].
- Transparenzrichtlinie [2004/109/EG], z.B. Finanzberichte des Emittenten, oder
  - Marktmissbrauchsverordnung [(EU) Nr. 596/2014], z.B. Insiderinformationen über den Emittenten.
- Der EU-Wiederaufbauprospekt muss eine maximal zweiseitige Zusammenfassung enthalten [Art. 1 Abs. 4].
- Der Emittent muss den EU-Wiederaufbauprospekt seiner zuständigen Behörde zur Billigung vorlegen. Er muss die Behörde fünf Tage vor der Einreichung von seiner Absicht in Kenntnis setzen, dies zu tun. Die Behörde muss innerhalb von fünf Arbeitstagen über die Billigung des Prospektes entscheiden. [Art. 1 Abs. 6]
- **Von Banken ausgegebene Nicht-Dividendenwerte**
- Die Prospektverordnung sieht vor, dass Banken, die Nicht-Dividendenwerte – z.B. Anleihen – öffentlich begeben, keinen Prospekt veröffentlichen müssen, wenn, u.a., [Art. 1 Abs. 4 lit. j Prospektverordnung]
    - die Wertpapiere dauernd oder wiederholt begeben werden, und
    - der Gesamtgegenwert des Angebots weniger als 75 Mio. Euro über einen Zeitraum von 12 Monaten beträgt.
  - Der Schwellenwert, der eine Prospektpflicht auslöst, wird nun für Nicht-Dividendenwerte, die von Banken begeben werden, von 75 Mio. Euro auf 150 Mio. Euro angehoben. Dies gilt für 18 Monate ab dem Datum der Anwendung der Verordnung. [Art. 1 Abs. 1]
- **Prospektnachträge**
- Die Prospektverordnung verpflichtet Emittenten zur Veröffentlichung eines Prospektnachtrags im Falle „jedes wichtigen neuen Umstands, jeder wesentlichen Unrichtigkeit oder jeder wesentlichen Ungenauigkeit " in einem Prospekt, der [Art. 23 Prospektverordnung]
    - die Bewertung der Wertpapiere beeinflussen kann und
    - zwischen der Billigung des Prospekts und dem Auslaufen der Angebotsfrist oder der Handelseröffnung festgestellt wird oder auftritt.
- Als Folge eines solchen Nachtrags können Anleger, die die Wertpapiere bereits gezeichnet haben, ihre Zeichnung innerhalb von zwei Arbeitstagen nach Veröffentlichung des Nachtrags zurückziehen [Art. 23 Abs. 2 Prospektverordnung].
- Die Frist innerhalb derer Anleger Zeichnungen von Wertpapieren zurückziehen können, wenn Emittenten aufgrund wichtiger neuer Umstände, wesentlicher Unrichtigkeiten oder wesentlicher Ungenauigkeiten einen Nachtrag veröffentlichen müssen, wird von zwei auf drei Arbeitstage verlängert [Art. 1 Abs. 7].
  - Die Prospektverordnung verpflichtet Finanzintermediäre dazu, jeden Anleger, der über sie Wertpapiere erworben oder gezeichnet hat, über die Veröffentlichung eines Nachtrags am selben Tag zu informieren [Art. 23 Abs. 3 Prospektverordnung].

- Die Pflicht für Finanzintermediäre, Anleger, die die Wertpapiere über sie erworben oder gezeichnet haben, über die Veröffentlichung eines Nachtrags zu informieren, wird auf Käufe und Zeichnungen zwischen der Prospektbilligung und dem Auslaufen der Angebotsfrist bzw. der Handelseröffnung beschränkt. Sie können dies innerhalb eines Arbeitstages nach der Veröffentlichung des Nachtrags tun. [Art. 1 Abs. 7]

### Subsidiaritätsbegründung der Kommission

Die Ziele der Prospektverordnung können von den Mitgliedstaaten nicht erreicht werden, da dies zu ungleichen Wettbewerbsbedingungen für Emittenten und Anleger führen, regulatorische Arbitrage schaffen und den grenzüberschreitenden Handel behindern würde.

### Stand der Gesetzgebung

24.07.2020 Annahme durch Kommission

Offen Annahme durch Europäisches Parlament und Rat, Veröffentlichung im Amtsblatt, Inkrafttreten

### Politische Einflussmöglichkeiten

Generaldirektionen:	GD Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion
Ausschüsse des Europäischen Parlaments:	Wirtschaft und Währung, Berichterstatter: Ondřej Kovařík (Renew)
Bundesministerium:	Finanzen
Ausschüsse des Deutschen Bundestages:	Finanzen (federführend)
Modus der Entscheidungsfindung im Rat:	Qualifizierte Mehrheit (Annahme durch 55% der Mitgliedstaaten, die 65% der EU-Bevölkerung ausmachen)

### Formalien

Kompetenznorm:	Art. 114 AEUV (Binnenmarkt)
Art der Gesetzgebungszuständigkeit:	Geteilte Zuständigkeit (Art. 4 Abs. 2 AEUV)
Verfahrensart:	Art. 294 AEUV (ordentliches Gesetzgebungsverfahren)

## BEWERTUNG

### Ökonomische Folgenabschätzung

Die Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts zielt darauf ab, Informationsasymmetrien zwischen Emittenten und Anlegern zu verringern. Sie erhöht die Markteffizienz und stärkt das Vertrauen der Anleger, die üblicherweise die Marktseite darstellt, die weniger gut informiert ist.

Die Prospektverordnung [s. [cepAnalyse 16/2016](#)] ermöglicht es Emittenten einen vereinfachten Prospekt für Sekundäremissionen zu veröffentlichen. Dies ist angemessen, da die Anleger bereits zum Zeitpunkt der Primäremission umfassende Informationen über den Emittenten und die von ihm begebenen Wertpapiere erhalten. Es lässt sich darüber diskutieren, ob die Prospektpflichten für Sekundärausgaben angemessen sind; möglicherweise sind sie zu teuer und entsprechen nicht dem Informationsbedarf der Anleger. **Die COVID-19-Pandemie sollte nicht dafür herhalten die Prospektpflichten vorübergehend zu lockern. Denn die Informationsasymmetrien, die zwischen Emittenten und Anlegern bestehen, verschwinden in einer solchen Pandemie nicht einfach.** Im Gegenteil wirft die Pandemie auch ernsthafte Fragen zur Solvabilität und Liquidität gut etablierter Unternehmen und zur Tragfähigkeit ihrer Geschäftsmodelle auf.

Diese Fragen bleiben auch bei Unternehmen, die neue Aktien begeben wollen, unbeantwortet. Denn der EU-Wiederaufbauprospekt kann Unternehmen nur dann helfen, sich günstiger und einfacher Eigenkapital zu beschaffen, wenn Anleger genügend Vertrauen in ihre Überlebensfähigkeit haben, unabhängig vom Umfang der bereitgestellten Informationen. Fehlt dieses Vertrauen, kann der neue Kurzprospekt die Aufnahme von Kapital sogar eher behindern und ist dem Anlegerschutz darüber hinaus abträglich.

**Der Anlegerschutz wird auch unter der vorgeschlagenen Anhebung der Schwelle für Begebungen von Nicht-Dividendenwerten von Banken von 75 Mio. Euro auf 150 Mio. Euro leiden.** Denn die Risiken für die Bereitstellung von Kapital an Banken sind nicht geringer geworden sind. Auch hier ist nicht nachvollziehbar, warum die COVID-19-Pandemie das Bedürfnis der Anleger nach Informationen über Banken als Emittenten und ihre Nicht-Dividendenwerte senken sollte. **Schwellenwerte, die eine Prospektpflicht auslösen oder nicht, sind unabhängig von der exakten Höhe der Schwelle, auch immer willkürlich. Sie führen zu Wettbewerbsverzerrungen, da Banken, die unterhalb der Schwelle emittieren, geringere Emissionskosten haben** als Banken, die oberhalb der Schwelle emittieren. Als Alternative wäre eine allgemeine Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts unabhängig von konkreten Schwellenwerten sinnvoller. Eine solche allgemeine Pflicht sollte dann ein angemessenes Maß an Informationen vorsehen, welches der Komplexität der jeweiligen Emission gerecht wird.

**Die neuen Regeln für Prospektnachträge** haben zwei sinnvolle Auswirkungen: Sie **verringern** erstens **die administrativen Lasten für Finanzintermediäre**, die mehr Zeit erhalten, um die Anleger über ihr Recht, Zeichnungen zurückzuziehen, zu informieren. Sie **gewährleisten** zweitens **gleichzeitig den Anlegerschutz**, indem sie den Anlegern eine längere



Frist für das Zurückziehen der Zeichnung einräumen.

### **Juristische Bewertung**

#### **Kompetenz**

Die Verordnung wird zu Recht auf die Binnenmarktkompetenz (Art. 114 AEUV) gestützt. Die Harmonisierung der Prospektvorschriften stärkt den freien Kapitalverkehr und verringert Wettbewerbsverzerrungen. Durch die Harmonisierung werden die Hindernisse für die grenzüberschreitende Emission von Wertpapieren weiter abgebaut und die Unsicherheit für Emittenten und Anleger hinsichtlich der Prospektvorschriften in anderen Mitgliedstaaten verringert.

#### **Subsidiarität**

Unproblematisch.

#### **Verhältnismäßigkeit gegenüber den Mitgliedstaaten**

Unproblematisch.

### **Zusammenfassung der Bewertung**

Die COVID-19-Pandemie sollte nicht dafür herhalten die Prospektpflichten zu lockern. Denn die Informationsasymmetrien verschwinden in einer solchen Pandemie nicht einfach. Der Anlegerschutz wird unter der vorgeschlagenen Anhebung der Schwelle für Belegungen von Nicht-Dividendenwerten von Banken auf 150 Mio. Euro leiden. Schwellenwerte, die eine Prospektpflicht auslösen oder nicht, sind willkürlich. Sie führen zu Wettbewerbsverzerrungen, da Banken, die unterhalb der Schwelle emittieren, geringere Emissionskosten haben. Die neuen Regeln für Prospektnachträge verringern die administrativen Lasten für Finanzintermediäre und gewährleisten gleichzeitig den Anlegerschutz.

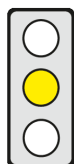
**EU-Verordnungen****VERBRIEFUNGEN CORONA QUICK FIX**

cepAnalyse Nr. 11/2020

**KERNPUNKTE**

**Ziel der Verordnungen:** Die Änderungen der Vorschriften zu Verbriefungen zielen darauf ab, die Kreditvergabekapazität der Banken in der COVID-19-Krise zu unterstützen.

**Betroffene:** Banken, Investoren in Verbriefungen.



**Pro:** (1) Die vorgeschlagenen Ausnahmen für NPE-Verbriefungen spiegeln deren spezifischen Charakter wider. Die vorgeschlagene Lockerung der aufsichtsrechtlichen Vorschriften ist akzeptabel, da sie auf vorrangige Tranchen von bereits stark abgezinsten NPE-Exposures beschränkt ist.

(2) Auch wenn die Erfahrung mit True-Sale-Verbriefungen sehr begrenzt ist, ist die bevorzugte Behandlung von synthetischen Verbriefungen in der Bilanz akzeptabel. Die Mindestanforderungen an die Kreditschutzvereinbarung und die Beschränkung auf vorrangige Positionen, die zusätzliche Risikokonzentrationskriterien erfüllen, sind angemessene Bedingungen für eine solche Behandlung, da sie die Risiken für die Banken erheblich verringern.

**Kontra:** (1) Da sich das Inkrafttreten der Vorschriften über die maximale Leverage-Ratio der Banken wegen der COVID-19-Krise verzögert hat, wird es für die Aufsichtsbehörden wichtig sein, die Auswirkungen der vorgeschlagenen aufsichtsrechtlichen Lockerung auf die Leverage der Banken zu überwachen.

(2) Die Vorschläge bergen die Gefahr einer Intensivierung der Verbindung zwischen Bank und Staat, was die systemischen Risiken erhöhen kann.

Die wichtigsten Passagen im Text sind durch einen Seitenstrich gekennzeichnet.

**INHALT****Titel**

**Vorschlag COM(2020) 282** vom 24. Juli 2020 für eine **Verordnung** des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EU) 2017/2402 zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für Verbriefungen und zur Schaffung eines spezifischen Rahmens für **einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen mit dem Ziel, die Erholung von der COVID-19-Pandemie zu fördern**;

**Vorschlag COM(2020) 283** vom 24. Juli 2020 für eine **Verordnung** des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 mit dem Ziel, die wirtschaftliche Erholung von der COVID-19-Pandemie durch **Anpassungen am Verbriefungsrahmen** zu unterstützen

**Kurzdarstellung**

Sofern nicht anders angegeben, beziehen sich Artikelangaben auf Verordnung (EU) 2017/2402, wie von COM(2020) 282 geändert.

**► Definitionen und Hintergrund**

- Bei einer Verbriefung werden Kreditforderungen von Banken gebündelt und in handelbare Wertpapiere umgewandelt:
  - Bei einer „True-Sale-Verbriefung“ überträgt der ursprüngliche Gläubiger von Kreditforderungen ("Originator") die Forderungen an einen Dritten ("Verbriefungszweckgesellschaft"), der Wertpapiere begibt, die anschließend von Investoren erworben werden können.
  - Bei "synthetischen Verbriefungen" verbleiben die Kreditforderungen beim Originator. Allein die mit den Forderungen verbundenen Risiken werden auf die Investoren übertragen.
- Eine EU-Verordnung legte 2019 allgemeine Regeln für Verbriefungen fest und schuf ein EU-Label für einfache, transparente und standardisierte (simple, transparent, standardised oder STS) Verbriefungen [Verordnung (EU) 2017/2402, s. [cepAnalyse 04/2016](#)]. Das Label gilt ausschließlich für True-Sale-Verbriefungen. Banken, die in STS-Verbriefungen investieren, profitieren von einer bevorzugten aufsichtsrechtlichen Behandlung.
- Durch Verbriefungen können Banken Kreditrisiken aus ihren Bilanzen entfernen. Damit wird knappes Eigenkapital freigesetzt und die Fähigkeit der Banken, neue Kredit vergeben zu können, gesteigert.
- Der Vorschlag ist Teil eines Pakets für die Erholung der Kapitalmärkte. Das Paket enthält auch Änderungen an
  - der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente [MiFID II, 2014/65/EU, s. [cepAnalyse 17/2012](#)], die eine Lockerung der Informationspflichten für Wertpapierfirmen vorsehen [s. [cepAnalyse 09/2020](#)];

- der Prospektverordnung [(EU) 2017/1129, s. [cepAnalyse 16/2016](#)], die zur Erleichterung der Kapitalbeschaffung auf öffentlichen Märkten beitragen sollen[s. [cepAnalyse 10/2020](#)];

► **Ziel und Schlüsselemente des Vorschlags**

- Die Kommission will die Kreditvergabekapazität der Banken und damit die wirtschaftliche Erholung nach der COVID-19-Krise unterstützen, indem sie die
  - allgemeinen Vorschriften für Verbriefungen anpasst, um die Verbriefung notleidender Forderungen („non-performing exposures“, NPEs) zu erleichtern,
  - Definition von STS-Verbriefungen auf bilanzwirksame synthetische Verbriefungen ausweitet,
  - Mindestanforderungen für diese Verbriefungen für die Übertragung von Risiken auf Investoren festlegt,
  - aufsichtsrechtliche Behandlung von Verbriefungen und bilanzwirksamen synthetischen Verbriefungen lockert.

► **NPE-Verbriefungen: Ausnahmen von den allgemeinen Vorschriften für Verbriefungen**

- Verbriefungen von notleidenden Forderungen – d.h. Verbriefungen, die durch einen Pool von Forderungen besichert sind, von denen mindestens 90% notleidend sind [neuer Art. 2 Abs. 24] werden von den vier folgenden Ausnahmen der allgemeinen Vorschriften für Verbriefungen profitieren:
  - Bisher mussten der Kreditgeber, der Originator oder der Sponsor einer Verbriefungsgesellschaft einen materiellen Nettoanteil an den verbrieften Forderungen behalten ("Risikselbstbehalt"). Künftig kann dies bei NPE-Verbriefungen auch der Forderungsverwalter, d.h. ein Unternehmen, das NPEs auf täglicher Basis verwaltet. [neuer Art. 6 Abs. 1]
  - Bisher betrug der Risikselbstbehalt 5% des materiellen Nettoanteils der verbrieften Forderungen. Bei NPE-Verbriefungen wird er künftig auf 5% des ausstehenden Wertes der Forderungen festgesetzt. [neuer Art. 6 Abs. 3a]
  - Bisher mussten Originatoren sicherstellen, dass bei den verbrieften Krediten solide Kriterien für die Kreditvergabe angewendet wurden. Künftig müssen sie das nicht, wenn sie Kredite von Dritten erwerben und verbrieft, die beim Erwerb bereits notleidend waren [neuer Art. 9 Abs. 1].
  - Um die Höhe der Eigenmittel zu senken, die Banken halten müssen, die in NPE-Verbriefungen investieren, gilt für vorrangige Tranchen von NPE-Verbriefungen, die mit einem Abschlag von mindestens 50% verkauft wurden, ein Risikogewicht von 100% [neuer Art. 269a Verordnung (EU) Nr. 575/2013].

► **Bilanzwirksame synthetische Verbriefungen als STS-Verbriefungen**

- Bilanzwirksame synthetische Verbriefungen sind Verbriefungen, bei denen der Originator Kreditrisiken aus seiner Bilanz an Investoren überträgt. Der Originator schließt hierfür mit dem Investor eine Besicherungsvereinbarung ab. Der Originator zahlt dem Investor eine Besicherungsprämie. Der Investor verpflichtet sich zu Ausgleichszahlungen bei Eintritt vorab festgelegter Kreditereignisse. Anders als bei True-Sale-Verbriefungen werden keine Forderungen auf eine Verbriefungsgesellschaft übertragen. Stattdessen verbleiben sie in der Bilanz des Originators. [neuer Art. 26b Abs. 6 lit. a und b]
- Die Definition von STS-Verbriefungen wird künftig auf bestimmte bilanzwirksame synthetische Verbriefungen ausgeweitet. Sie gelten als STS-Verbriefungen, wenn sie die STS-Kriterien erfüllen:
  - Einfachheit: Der Pool der zugrunde liegenden Forderungen muss Teil des Kernkreditgeschäfts des Originators sein. Er muss ein in der EU reguliertes Finanzinstitut sein [neuer Art. 26b Abs. 1 und 2]. Der Pool darf keine NPEs enthalten [neuer Art. 26b Abs. 11]. Er darf nur Forderungen eines einzigen Typs enthalten, die zudem keine Verbriefungen sein dürfen [neuer Art. 26b Abs. 8]. Die Kreditwürdigkeit der Schuldner muss angemessen beurteilt worden sein. Zudem müssen die Schuldner in der Regel zumindest eine Zahlung geleistet haben, bevor Forderungen verbrieft werden können [neuer Art. 26b Abs. 10 und 12].
  - Transparenz: Der Originator muss Daten zu Ausfällen und Verlusten für ähnliche, nicht-verbrieft Forderungen für mindestens fünf Jahre veröffentlichen, und eine unabhängige Stelle muss – zumindest Stichprobenhaft – prüfen, ob die zugrunde liegenden Forderungen von der Besicherungsvereinbarung erfasst sind [neuer Art. 26d].
  - Standardisierung: Der Originator oder der ursprüngliche Kreditgeber muss der Risikselbstbehalt einhalten. Der Originator muss ein Register der zugrunde liegenden Forderungen führen, einschließlich des ausstehenden Nominalbetrags der Forderungen. [neuer Art. 26c]

► **Mindestanforderungen an die Risikoübertragung bei bilanzwirksamen synthetischen STS-Verbriefungen**

- Besicherungsvereinbarungen bei bilanzwirksamen synthetischen STS-Verbriefungen müssen Mindeststandards erfüllen bezüglich
  - der Garantien oder Sicherheiten des Investors, die seine Zahlungsverpflichtung zugunsten des Originators besichern; als zulässige Sicherheiten gelten Bargeld oder risikolose Schuldverschreibungen, die von Zentralbanken, Regierungen, öffentlichen Stellen oder internationalen Organisationen begeben werden; solche risikolosen Investoren müssen keine Sicherheiten stellen [neuer Art. 26e Abs. 7];
  - der Kreditereignisse (z.B. Zahlungsverzug, Insolvenz), die eine Zahlung des Investors an den Originator auslösen [neuer Art. 26e Abs. 1];
  - der vom Originator zu zahlende Risikoprämie; sie muss das Risiko der zugrunde liegenden Forderungen

widerspiegeln und darf die Übertragung von Verlusten an den Investor, etwa durch Rückzahlungen an den Investor, nicht verringern [neuer Art. 26e Abs. 3 und 6];  
 - der Termintreue für Ausgleichszahlungen des Investors an den Originator bei Eintritt vordefinierter Ereignisse [neuer Art. 26e Abs. 2].

- ▶ **Aufsichtsrechtliche Behandlung von Verbriefungen und bilanzwirksamen synthetischen STS-Verbriefungen**
  - Bislang erlauben öffentliche Garantien für Verbriefungen – d.h. Garantien einer öffentlichen Behörde für Teile der Verbriefungen –, in die Banken investieren, diesen Banken nur dann ein geringeres Niveau an Eigenmitteln, wenn das Kreditrating des Garantiegebers zum Zeitpunkt der ersten Kreditabsicherung mindestens A– ist. Künftig entfällt die Ratinganforderung für öffentliche Garantien [geänderter Art. 249 Abs. 3 Verordnung (EU) Nr. 575/2013].
  - Was die vorrangigen Tranchen ihrer als STS-Verbriefungen einzustufenden, bilanzwirksamen synthetischen Verbriefungen anbelangt, profitieren Banken von einer aufsichtsrechtlichen Vorzugsbehandlung und müssen weniger Eigenkapital vorhalten als nach derzeitigen Vorschriften. Künftig gilt dies nur noch für Verbriefungen, die Mindestkriterien hinsichtlich der Risikokonzentration erfüllen [geänderter Art. 270 Verordnung (EU) Nr. 575/2013].

### Subsidiaritätsbegründung der Kommission

EU-Verordnungen können von den Mitgliedstaaten nicht geändert werden.

### Stand der Gesetzgebung

24.07.2020 Annahme durch Kommission

Offen Annahme durch Europäisches Parlament und Rat, Veröffentlichung im Amtsblatt, Inkrafttreten

### Politische Einflussmöglichkeiten

Generaldirektionen:	GD Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion
Ausschüsse des Europäischen Parlaments:	Wirtschaft und Währung, Berichterstatter: Paul Tang [COM (2020) 282], (S&D, NL) und Othmar Karas [COM (2020) 283], (EVP, AT)
Bundesministerium:	Finanzen
Ausschüsse des Deutschen Bundestages:	Finanzen (federführend)
Modus der Entscheidungsfindung im Rat:	Qualifizierte Mehrheit (Annahme durch 55% der Mitgliedstaaten, die 65% der EU-Bevölkerung ausmachen)

### Formalien

Kompetenznorm:	Art. 114 AEUV (Binnenmarkt)
Art der Gesetzgebungszuständigkeit:	Geteilte Zuständigkeit (Art. 4 Abs. 2 AEUV)
Verfahrensart:	Art. 294 AEUV (ordentliches Gesetzgebungsverfahren)

## BEWERTUNG

### Ökonomische Folgenabschätzung

Verbriefungen sind prinzipiell ein sinnvolles Instrument. Sie vereinfachen die Risikostreuung auf den Finanzmärkten und erhöhen das Potential von Banken, Kredite zu vergeben. Seit 2019 trägt das STS-Label für True-Sale-Verbriefungen dazu bei, das mit der Finanzkrise verbundene Stigma von Verbriefungen zu bekämpfen und das Vertrauen in die Verbriefungsmärkte wieder zu stärken.

Banken haben es in den vergangenen Jahren in vielen Mitgliedstaaten geschafft, den Umfang an notleidenden Krediten in ihren Bilanzen erheblich zu senken. Die COVID-19-Pandemie dürfte jedoch zu einem erneuten Anstieg führen. Das politische Ziel, NPE-Verbriefungen zu unterstützen, um notleidende Kredite aus den Bankbilanzen zu entfernen, ist daher lobenswert. Es setzt Kapital bei Banken frei und erhöht ihre Kreditvergabefähigkeit. Dies ist entscheidend für die wirtschaftliche Erholung nach der COVID-19-Pandemie.

**Die vorgeschlagenen Ausnahmen für NPE-Verbriefungen** – die Berechnung des Risikselbstbehalts und seine Einhaltung auch durch andere Akteure, sowie die Kriterien für die Kreditvergabe – **widerspiegeln die Besonderheiten dieser Verbriefungen, die sich von traditionellen Verbriefungen unterscheiden. Die vorgeschlagene Lockerung der aufsichtsrechtlichen Vorgaben ist akzeptabel, da sie auf vorrangige Tranchen von NPEs begrenzt ist, der Preis bereits stark korrigiert wurde.** Um Kapital freizusetzen und die Kreditvergabefähigkeit der Banken entscheidend zu stärken, müssen für NPE-Verbriefungen Investoren aus dem Nicht-Bankensektor gefunden werden. Diese Finanzakteure – etwa Hedge-Fonds – unterliegen keine umfangreichen Kapitalanforderungen. Die damit einhergehende Übertragung von Risiken von Bank- zu Nichtbankenbilanzen hat positive Auswirkungen auf die Kreditvergabefähigkeit der Banken und kann die Risikodiversifizierung unterstützen. Die Risiken verschwinden jedoch nicht einfach, zumal die Investoren an den Kapitalmärkten vermutlich eher in nachrangige Verbriefungstranchen investieren, die mit höheren Risiken

verbunden sind. Die Aufsichtsbehörden werden daher alle Finanzstabilitätsrisiken, die mit einem solchen Risikotransfer verbunden sein könnten, genau überwachen müssen.

Bilanzwirksame synthetische Verbriefungen sind vergleichbar mit Versicherungen gegen Kreditrisiken. Genauso wie True-Sale-Verbriefungen können sie zu einem besseren Risikomanagement beitragen. Ihr Beitrag zu einer wirtschaftlichen Genesung kann aus zwei Gründen signifikant sein: Erstens können bei bilanzwirksamen synthetischen Verbriefungen – insbesondere bei grenzüberschreitenden Risikoübertragungen – Transaktionskosten gesenkt werden, da die zugrunde liegenden Forderungen nicht übertragen werden. Daher könnte das Interesse an solchen Verbriefungen in der gesamten EU hoch sein. Dies erhöht das Potential zur Freisetzung von Bankkapital. Zweitens werden bilanzwirksame synthetische Verbriefungen hauptsächlich bei Unternehmens- und KMU-Krediten eingesetzt. Die Senkung der Kreditkosten für diese Unternehmen trägt daher zur wirtschaftlichen Erholung nach der COVID-19-Pandemie bei.

Die Aufnahme bestimmter bilanzwirksamer synthetischer Verbriefungen unter das STS-Label dürfte zu einer intensiveren Nutzung des Labels durch Banken führen, da damit geringere Eigenkapitalanforderungen verbunden sind. Letztere sind notwendig, um die Kosten auszugleichen, die den Banken für die Erfüllung der STS-Mindestanforderungen entstehen. Ohne diese Vorzugsbehandlung würden bilanzwirksame synthetische STS-Verbriefungen kaum an Attraktivität gewinnen, und das Label würde nicht dazu beitragen, regulatorisches Eigenkapital der Banken freizusetzen. **Die vorteilhaftere aufsichtsrechtliche Behandlung von bilanzwirksamen synthetischen Verbriefungen ist akzeptabel, auch wenn nur wenige Erfahrungswerte zur Vorzugsbehandlung von True-Sale-Verbriefungen vorliegen. Die Mindestanforderungen an die Risikoübertragung und die Beschränkung auf vorrangige Tranchen, die zusätzliche Risikokonzentrationskriterien erfüllen, sind angemessene Voraussetzungen für eine solche Behandlung, da sie die Risiken für Banken erheblich verringern.**

Drei Risiken verdienen jedoch besondere Aufmerksamkeit. Erstens können die von der Kommission vorgeschlagenen Änderungen zu einer intensiven Nutzung synthetischer Verbriefungen durch die Banken und damit zu weniger regulatorischem Kapital führen. **Da sich das Inkrafttreten der Vorschriften zur maximalen Verschuldungsquote der Banken – das Verhältnis des Kernkapitals einer Bank zu den nicht-risikogewichteten Aktiva und außerbilanziellen Positionen – wegen der COVID-19-Pandemie verzögert (s. [cepPolicyBrief 2020-06](#)), sollten die Aufsichtsbehörden die Auswirkungen der vorgeschlagenen aufsichtsrechtlichen Lockerungen auf die Verschuldung der Banken verstärkt in den Blick nehmen.**

Zweitens: Die Originatoren von STS-Verbriefungen erklären eigenständig im Wege eines Selbstzertifizierungssystems, dass ihre Verbriefungen die STS-Kriterien erfüllen (s. [cepPolicyBrief 2016-04](#)). Je nachdem in welchem Umfang bilanzwirksame synthetische Verbriefungen künftig genutzt werden, könnte es für die Aufsichtsbehörden mehr oder weniger schwer werden, die korrekte Anwendung des Labels zu gewährleisten. Gleichzeitig können die Folgen eines Fehlverhaltens für die Finanzstabilität schwerwiegend sein.

Drittens: **Die Vorschläge können den Bank-Staat-Nexus verstärken und die systemischen Risiken erhöhen.** Das Aufbrechen dieses Nexus ist eine der Lehren aus der Finanzkrise. Nicht nur könnten die Mitgliedstaaten in bilanzwirksame synthetische Verbriefungen investieren. Sie müssen dabei keine Sicherheiten stellen, und die Banken profitieren von geringeren Eigenkapitalanforderungen. Hier ist entscheidend, dass die Kommission die Regeln für staatliche Beihilfen strikt anwendet. Der Nexus zwischen Banken und Staaten wird zusätzlich dadurch verstärkt, dass eine staatliche Garantie für Verbriefungen auch dann zu weniger aufsichtsrechtlichem Bankenkapital führt, wenn sie von einem Staat mit einem Kreditrating schlechter als A– ausgesprochen wird. Das bedeutet letztlich, dass Banken von geringeren Kapitalanforderungen für NPE-Verbriefungen profitieren können, auch wenn eine Garantie etwa vom griechischen oder italienischen Staat ausgesprochen wurde.

## Juristische Bewertung

### Kompetenz

Unproblematisch.

### Subsidiarität und Verhältnismäßigkeit gegenüber den Mitgliedstaaten

Unproblematisch.

## Zusammenfassung und Bewertung

Die vorgeschlagenen Ausnahmen für NPE-Verbriefungen spiegeln deren spezifischen Charakter wider. Die vorgeschlagene Lockerung der aufsichtsrechtlichen Vorschriften ist akzeptabel, da sie auf vorrangige Tranchen von bereits stark abgezinsten NPE-Exposures beschränkt ist. Auch wenn die Erfahrungen mit True-Sale-Verbriefungen sehr begrenzt sind, ist die bevorzugte Behandlung von bilanziellen synthetischen Verbriefungen akzeptabel. Die Mindestanforderungen an die Kreditschutzvereinbarung und die Beschränkung auf vorrangige Positionen, die zusätzliche Risikokonzentrationskriterien erfüllen, sind angemessene Bedingungen für eine solche Behandlung, da sie die Risiken für die Banken erheblich verringern. Da sich das Inkrafttreten der Vorschriften über die maximalen Leverage-Ratios der Banken wegen der COVID-19-Krise verzögert hat, wird es für die Aufsichtsbehörden wichtig sein, die Auswirkungen der vorgeschlagenen aufsichtsrechtlichen Lockerung auf die Leverage der Banken zu überwachen. Die Vorschläge bergen die Gefahr, dass sich der Nexus Bank-Staat verschärft, was die systemischen Risiken erhöhen könnte.