

Stellungnahme der Deutschen Bundesbank
zum Grünbuch „Kapitalmarktunion“ der Europäischen Kommission

Antworten auf einzelne Fragen

1) *Welche anderen Bereiche sollten neben den fünf genannten prioritären Bereichen für kurzfristige Maßnahmen vorrangig behandelt werden?*

Wir stimmen mit der Kommission überein, dass die von ihr identifizierten fünf priorisierten Bereiche

- Überprüfung der Prospektrichtlinie,
- Verbesserung der Verfügbarkeit von Kreditinformationen über KMU,
- Entwicklung eines nachhaltigen, hochwertigen EU-Verbriefungsmarktsegments,
- Förderung langfristiger Investitionen durch ELTIFs,
- Entwicklung europäischer Märkte für Privatplatzierungen,

geeignet sind, kurzfristig Ergebnisse erzielen. Allerdings sollte die Arbeit an diesen kurzfristigen Prioritäten nicht den Fortschritten bei der weiteren Entwicklung und Integration europäischer Eigenkapitalmärkte im Wege stehen, was aus unserer Sicht das Hauptziel des Projektes Kapitalmarktunion sein sollte (siehe unser „Hintergrund“-Dokument).

Höhere Eigenkapitalpuffer und mehr grenzüberschreitende Eigenkapitalinvestitionen in Europa können eine „doppelte Dividende“ im Sinne einer Stärkung der Finanzstabilität und einer Steigerung des Wirtschaftswachstums generieren, sofern Risiken breit gestreut und von solchen Investoren gehalten werden, die am besten geeignet sind, die Risiken zu bewältigen. Dies wird Reformen und Harmonisierung in wesentlichen Bereichen erfordern, die seit Jahren auf der europäischen Agenda stehen (z. B. Gesellschaftsrecht, Übernahmerecht, Corporate Governance-Strukturen und Aspekte von Insolvenz- und Steuerrecht). Obwohl es schwierig sein wird, auf diesen Gebieten kurzfristig Erfolge zu erzielen, bietet die Kapitalmarktunion eine gute Gelegenheit, verbleibende Fragmentierungen zu beheben.

Zwar stimmen wir zu, dass es wichtig ist, Maßnahmen zu ergreifen, die kurzfristig Erfolge erlauben – jedoch halten wir es für mindestens ebenso wichtig, dass längerfristige Projekte umgehend in Angriff genommen werden.

2) Welche weiteren Maßnahmen zur Verbesserung der Verfügbarkeit und stärkeren Standardisierung von KMU-Kreditinformationen könnten einem tieferen Markt für die Finanzierung von KMU und Startups zugute kommen und die Anlegerbasis verbreitern?

Die Rolle öffentlich zugänglicher, standardisierter Kreditinformationen ist ein wesentlicher Unterschied zwischen bankbasierten und marktbasieren Finanzsystemen.¹ Die Sammlung und Auswertung privater Kreditinformationen aus langjährigen Kundenbeziehungen ist der Kern des Geschäftsmodells von Banken. Kapitalmarktinvestoren hingegen haben weniger Anreize, kontinuierlich Kreditinformationen zu sammeln, da sie häufig nicht wiederholt in das gleiche Unternehmen investieren. Daher verlassen sich Kapitalmarktinvestoren mehr auf öffentlich zugängliche, standardisierte Informationen, um verschiedene Investitionsmöglichkeiten zu vergleichen.

Die **Verbesserung der öffentlichen Verfügbarkeit von Kreditinformationen** über europäische kleine und mittelgroße Unternehmen (KMU) würde daher Kapitalmarktinvestitionen erleichtern. Dies würde jedoch gleichzeitig die Anreize für Investoren und Banken verringern, selbst private Informationen über potenzielle Kreditnehmer zu sammeln. Die Verfügbarkeit öffentlich zugänglicher Information reduziert die Vorteile, die aus privaten Informationen generiert werden können. Die Bereitstellung öffentlicher Kreditinformationen könnte folglich den komparativen Vorteil von Banken beeinflussen. Im Hinblick auf politische Reformen muss eine derartige potenzielle Kehrseite gegen die positiven Auswirkungen eines breiteren Informationszugangs auf den Wettbewerb an Finanzmärkten abgewogen werden.

Bei gegenwärtiger Betrachtung überwiegen die positiven Wettbewerbseffekte verbesserter Informationsbereitstellungssysteme. Die derzeitige **Struktur von privaten und öffentlichen Kreditregistern in der EU ist stark fragmentiert**.² Auf nationaler Ebene existieren verschiedene Kreditregister, die sich jedoch in wichtigen Eigenschaften, z. B. Meldeschwellen oder der Art gesammelter Daten, stark unterscheiden. Einige Unterschiede sind auf divergierende nationale Rechtsrahmen zurückzuführen. Es besteht beispielsweise keine Einigkeit darüber, ob Kreditregister positive Kreditinformationen (z. B. pünktliche Rückzahlungen) sammeln dürfen. Daher könnte das Projekt Kapitalmarktunion durch folgende drei Maßnahmen gemeinsame, einheitliche Rahmenbedingungen für Kreditinformationen etablieren:

Erstens ist für die Sammlung, Aggregation und Publikation von Informationen über ein bestimmtes Unternehmen dessen eindeutige Identifizierung von entscheidender Bedeutung. Daher sollten geeignete Maßnahmen auf EU-Ebene ergriffen werden, um sicherzustellen, dass jedem Unternehmen ein **Legal Entity Identifier (LEI)** zu-

¹ De Fiore, F., H. Uhlig (2011): "Bank Finance versus Bond Finance", *Journal of Money, Credit and Banking*, 47 (7), pp. 1399-1421.

² Rothmund, M., M. Gerhardt (2011): "The European Credit Information Landscape: An Analysis of a Survey of Credit Bureaus in Europe", *European Credit Research Institute Industry Survey*.

geordnet wird, insbesondere denjenigen Unternehmen, die beabsichtigen, Kapitalmarktfinanzierung zu nutzen. Darüber hinaus ist die eindeutige Identifikation von Wertpapieren ein weiterer, wichtiger Meilenstein. Folglich wäre eine Registrierung aller Wertpapiere mit einem ISIN-Code in hohem Maße wünschenswert.

Zweitens sollte die Kommission ein „**Mapping**“ **vornehmen**: (i) von relevanten **Informationen** für die Entscheidungsfindung von Kapitalmarktinvestoren, insbesondere von Eigenkapitalinvestoren (z. B. Jahresabschlüsse, Geschäftsentwicklungen oder Geschäftspläne) und (ii) von möglichen **Informationsquellen** (z. B. Banken und Kapitalmarktinvestoren).

Drittens sollte eine **grenzüberschreitende Standardisierung von Kreditinformationen** gefördert werden, um den Vergleich von verschiedenen Investitionen zu erleichtern. Die Arbeit des ESZB zu granularen, analytischen Kreditdatensätzen (**Anacredit**) **kann als Modell für den Dialog zwischen Mitgliedstaaten und der Kommission genutzt werden**. Anacredit ist dafür vorgesehen, Informationen über Kredite („Kredit-für-Kredit“) sowie Kreditnehmer von den berichtenden Banken in der Eurozone auf der Grundlage der EZB Statistik-Verordnung zu sammeln. Allerdings sind die geplanten Anforderungen an Anacredit sehr komplex und viele Daten, die in Anacredit gesammelt werden, sind wahrscheinlich aus Datenschutz- und Vertraulichkeitsgründen nicht zur Veröffentlichung geeignet. Wir sehen keine Notwendigkeit, die Komplexität noch weiter zu erhöhen, indem man versucht, den Umfang von Anacredit zu erweitern oder Anacredit in allen Mitgliedstaaten einzuführen. Dennoch denken wir, dass es der Kommission hilfreich sein kann, die **Arbeit des ESZB an Konzepten, Definitionen und Konvergenz in Datenabdeckung und –umfang** als Modell für die Gestaltung eines Rahmenwerks zur Kreditinformationsbereitstellung in der Kapitalmarktunion zu berücksichtigen.

Wenn Konzepte, Definitionen und Datenanforderungen harmonisiert wären, müssten **Kreditinformationen nicht notwendigerweise durch ein neu geschaffenes, öffentliches Kreditregister gesammelt und zur Verfügung gestellt werden**. Solange private Kreditbüros die Kreditinformationsstandards erfüllen, die aus einem möglichen Harmonisierungsprozess hervorgehen, können sie ebenso gut als Anbieter von Kreditinformationen fungieren, sofern der Zugang für alle potenziellen Investoren sichergestellt ist.

Schließlich muss, im Sinne der Berücksichtigung von Vertraulichkeit, für die Veröffentlichung von Kreditinformationen im Rahmen der Kapitalmarktunion die **Zustimmung des Kreditnehmers zwingend erforderlich** sein, sofern diese Informationen nicht ohnehin öffentlich zugänglich sind. Alle **Informationen sollten zudem an die Unternehmen selbst zurückgemeldet werden**. Der Zugang (i) zu Daten, die unter ihrem Namen gespeichert sind, sowie (ii) zu den Risikobewertungen verschiedener

Kreditgeber und Investoren würde den Firmen die Möglichkeit geben, ihre eigene Risikolage besser einzuschätzen, Datenkorrekturen anzufordern und Informationen zur Verfügung zu stellen, die Investoren in ihrer Investitionsentscheidung unterstützen.

3) *Wie kann ein Anstoß zur Nutzung von ELTIF gegeben werden?*

Europäische langfristige Investmentfonds (ELTIFs) sind ein Instrument, um Mittel langfristiger Anleger, wie z. B. Versicherungen, in langfristige Anlagen (z. B. Infrastrukturprojekte) zu leiten. **Damit können ELTIFs zu einer effizienteren Kapitalallokation in der europäischen Wirtschaft beitragen.** Solange sichergestellt ist, dass die Anleger in der Lage sind, die Risiken aus ihren Investitionen in ELTIFs zu tragen, können ELTIFs auch einen Beitrag zu einer verbesserten Risikoteilung in der EU leisten.

Zwar wurde das Rahmenwerk für ELTIFs im Februar 2015 beschlossen, doch über die zukünftige regulatorische Behandlung von Investitionen in ELTIFs durch Versicherungsunternehmen ist noch nicht entschieden. Obwohl wir das Regelwerk für ELTIFs ausdrücklich unterstützen, sollten die entsprechenden **Regelungen in Solvency II Level 2 nicht auf das Ziel abgestellt werden, Investitionen in ELTIFs per se zu fördern**, da dies zu einer Fehlallokation von Ressourcen führen und Anreize zu übermäßiger Risikoaufnahme durch Investoren setzen kann. Stattdessen sollten die zukünftigen Regelungen entsprechend der Investitionen in ELTIFs zugrunde liegenden Risiken kalibriert werden.

Investitionen in ELTIFs könnten allerdings indirekt durch die **Verbesserung des Zugangs zu relevanten Kreditinformationen** unterstützt werden – wie in unserer Antwort auf Frage 2 dargestellt. Dies würde ELTIF-Managern helfen, qualifizierte Investitionsentscheidungen zu treffen und dadurch die Attraktivität von ELTIFs für Investoren erhöhen.

4) *Sollte die EU die Entwicklung von Privatplatzierungsmärkten auch durch Maßnahmen, die über die Förderung vom Markt ausgehender Bemühungen um gemeinsame Standards hinausgehen, unterstützen?*

Privatplatzierungen ermöglichen die Ausgabe von Wertpapieren an eine begrenzte Gruppe von Investoren ohne Aktienmarktnotierung oder öffentliche Anleiheemission. Dadurch können sie Unternehmen Zugang zu Finanzmitteln verschaffen, für die die Fixkosten des Zugangs zu öffentlichen Märkten – bezogen auf die Finanzierungsvolumina, die die Unternehmen benötigen – zu hoch sind. **Der europäische Markt für Privatplatzierungen ist jedoch klein.** Größere Märkte gibt es nur in Deutschland („Schuldschein“) und Frankreich („Euro PP“), und viele europäische Unternehmen

nutzen den US-Markt für Privatplatzierungen.³ Wie die Kommission zu Recht feststellt, mangelt es dem europäischen Privatplatzierungsmarkt an Transparenz und harmonisierten Dokumentationsstandards, was eine Risikoeinschätzung durch potenzielle Investoren erschwert. Es sollte jedoch berücksichtigt werden, dass Ermessen über die Vertragsbedingungen eines der wichtigsten Merkmale von Privatplatzierungen ist, und somit der Spielraum für Standardisierungen begrenzt ist.

Um Hindernisse für die Marktentwicklung abzubauen, laufen bereits Initiativen von Marktteilnehmern mit dem Ziel, gemeinsame Marktpraktiken und Dokumentationsstandards zu entwickeln, die mit einer Vielzahl von Rechtsrahmen vereinbar sind. Solche Initiativen können ein Schritt in Richtung eines besser entwickelten und integrierten europäischen Privatplatzierungsmarktes sein.

Vorerst sollte die Kommission daher keine weiteren Schritte in Bezug auf Marktpraktiken und Dokumentationsstandards unternehmen. Sie sollte stattdessen zunächst **beobachten, ob Investoren und Emittenten die neuen Standards annehmen**. Zusätzlich könnte die Kommission sich mit der **Schaffung einer Datenbank für Privatplatzierungen** befassen. Dies würde es Behörden ermöglichen, Marktentwicklungen und den möglichen Aufbau von Risiken zu überwachen. Ein höherer Grad an Markttransparenz in Bezug auf Transaktionsvolumina und -strukturen könnte zudem die Bereitschaft von Anlegern erhöhen, im Markt zu partizipieren.⁴

6) Sollten Maßnahmen ergriffen werden, um die Liquidität der Märkte für Unternehmensanleihen z. B. durch eine stärkere Standardisierung zu stärken? Falls ja, welche Maßnahmen sind notwendig; können diese vom Markt selbst erreicht werden oder erfordern sie Regulierungsmaßnahmen?

Ein gut funktionierender, **liquider Sekundärmarkt für Unternehmensanleihen wäre aus drei Gründen vorteilhaft für die Finanzstabilität**: Erstens könnte er die Auswirkungen von Notverkäufen glätten. Zweitens ist er eine Grundvoraussetzung für Handelstransparenz und Informationseffizienz. Drittens kann er die Verwendung von Unternehmensanleihen als Sicherheiten sowie den Umgang mit Risiken durch Hedging-Instrumente erleichtern.⁵ Wie der Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (CGFS) in seinem Bericht über Market Making und Eigenhandel darlegt, würde eine „stärkere Standardisierung von Anleihen“ potenziell die Liquidität steigern.⁶

³ Nassr, I. K., G. Wehinger (2014): "Non-bank debt financing for SMEs: The Role of Securitisation, Private Placements and Bonds", *OECD Journal: Financial Market Trends*, Vol. 2014/1, pp. 139-159.

⁴ AFME (2013): "Unlocking Funding for European Investment and Growth: An Industry Survey of Obstacles in the European Funding Markets and Potential Solutions", *June 2013*.

⁵ Tendulkar, R., G. Hancock (2014): "Corporate Bond Markets: A Global Perspective", *Staff Working Paper of the IOSCO Research Department No. SWP4/2014*.

⁶ CGFS (2014): "Market-Making and Proprietary Trading: Industry Trends, Drivers and Policy Implications", *November 2014*.

Zusätzlich zu einem **höheren Grad an Standardisierung** ist die **Bereitstellung einer effizienten Marktmikrostruktur** Voraussetzung für Marktliquidität. Dies könnte u. a. bedeuten, Market Making-Aktivitäten durch angemessene Anreize für (potenzielle) Market Maker – die allerdings im Einklang mit anderen laufenden Regulierungsinitiativen stehen müssen – zu unterstützen. So könnte sich beispielsweise die Regulierung des Eigenhandels von Banken und Handelstransparenz als negativer Anreiz auf die Market Maker-Aktivitäten einiger Marktteilnehmer auswirken.

7) Muss die EU über die Unterstützung der Entwicklung von Leitlinien durch den Markt hinaus tätig werden, um Standardisierung, Transparenz und Rechenschaftspflicht im Zusammenhang mit Umwelt-, Sozial- und Corporate-Governance-Investitionen, einschließlich „grüner Anleihen“, zu fördern?

Der Markt für Umwelt-, Sozial- und Governance- (ESG-) Investitionen wächst rasant. Zum Beispiel hat sich das Volumen des globalen Marktes für Green Bonds in der ersten Jahreshälfte 2014 beinahe verdoppelt, auf 20 Milliarden USD.⁷ Dennoch bleibt er ein Nischenmarkt im Vergleich zur Gesamtgröße des Anleihenmarktes von 80 Billionen USD. Initiativen von Marktteilnehmern zur Entwicklung gemeinsamer Standards existieren bereits und **öffentliche Eingriffe mit dem Ziel, zusätzliche Anreize für Investitionen in solche Produkte zu setzen, können zu einer Fehlallokation von Kapital und einer übermäßigen Risikoaufnahme von Investoren führen**. Regulatorische Standards, wie Transparenzstandards für Emittenten oder Kapitalanforderungen für institutionelle Investoren, müssen die den ESG Anleihen zugrunde liegenden Risiken angemessen widerspiegeln und dürfen nicht nur zum Zweck der Förderung von Investitionen in diese Produkte absenkt werden.

8) Wäre es sinnvoll, einen gemeinsamen EU-Rechnungslegungsstandard für kleine und mittlere Unternehmen, die an einem MTF notiert sind, zu erarbeiten? Sollte ein solcher Standard Merkmal der KMU-Wachstumsmärkte werden? Falls ja, unter welchen Voraussetzungen?

Theoretisch könnte ein gemeinsamer, vereinfachter und hochwertiger Rechnungslegungsstandard die grenzüberschreitende Vergleichbarkeit von Finanzkennzahlen verbessern und potenziell Notierungen von europäischen und Drittlandunternehmen auf europäischen Aktienmärkten fördern.⁸ Doch bevor man die Entwicklung eines neuen gemeinsamen EU-Rechnungslegungsstandards für KMU in Erwägung zieht, sollte die Kommission **Kosten und Nutzen einer solchen Maßnahme abwägen**.

⁷ "Green grow the markets, O", (2014), *The Economist*, <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21606326-market-green-bonds-booming-what-makes-bond-green-green-grow>.

⁸ Pagano, M., A. A. Röell, J. Zechner (2002): "The Geography of Equity Listings: Why Do Companies List Abroad?", *Journal of Finance*, 57 (6), pp. 2651-2694.

Ein einheitlicher EU-Rechnungslegungsstandard würde ein drittes Rahmenwerk neben IFRS und dem jeweiligen nationalen Rechnungslegungsstandard darstellen. Dies würde die Komplexität für Ersteller und Nutzer von Finanzberichten erhöhen.

Obwohl Forschungsergebnisse zeigen, dass die verbindliche Anwendung von IFRS die Eigenkapitalkosten in Europa reduziert hat⁹, machen seine hohe Komplexität und seine Implementierungskosten diesen Standard für KMU ungeeignet und stellen eher ein Hindernis für den Kapitalmarktzugang dar.

Ferner fand bereits 2010 eine Diskussion über spezielle Rechnungslegungsstandards für KMU im Hinblick auf „IFRS for SMEs“ statt. Dieser Standard wurde letztlich bei der Modernisierung der EU-Rechnungslegungsrichtlinie nicht berücksichtigt. Bevor man sich noch einmal mit einer ähnlichen Fragestellung beschäftigt, sollte die Kommission untersuchen, wie viele Unternehmen von etwaig vorgeschlagenen Maßnahmen betroffen wären und welche Vorteile sich daraus ergeben würden.

9) Bestehen Hindernisse für die Entwicklung angemessen regulierter Plattformen für „Crowdfunding“ oder Peer-to-Peer-Darlehen, einschließlich Hindernissen für grenzüberschreitende Transaktionen? Falls ja, wie sollten diese angegangen werden?

Eigenkapitalbasiertes Crowdfunding ermöglicht es, unternehmerisches Risiko auf eine große Zahl von Investoren zu verteilen, ohne dass der Unternehmer große Anteile des Unternehmens an externe Investoren abtreten muss. Allerdings ist **Crowdfunding nur für einen kleinen Teil der Unternehmen geeignet**. Es könnte lediglich zur Entwicklung und Integration der europäischen Eigenkapitalmärkte beitragen, indem es eine Lücke in der Finanzierung kleinerer Investitionen füllt. P2P-Kreditvergabe, eine auf Fremdkapital basierende Form des Crowdfunding, kann ebenfalls eine wertvolle Finanzierungsquelle für KMU sein und einen Mechanismus darstellen, der Finanzmittel in die Realwirtschaft zu lenkt.¹⁰

Europäische Märkte für Crowdfunding – d. h. eigenkapitalbasiertes Crowdfunding und P2P-Kreditvergabe – befinden sich noch am Anfang ihrer Entwicklung, was ein Grund für die momentan zu beobachtenden, erheblichen Wachstumsraten ist. Der europäische Markt bleibt jedoch fragmentiert, da grenzüberschreitende Mittelbeschaffung, grenzüberschreitende Investitionen und die Gründung ausländischer Tochterplattformen selten sind. Große Hindernisse für die europäische Marktintegration sind Unsicherheit bezüglich anwendbarer Gesetze und hohe Kosten für die Ein-

⁹ Li, S. (2010): "Does Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union Reduce the Cost of Equity Capital?", *Accounting Review*, 85 (2), pp. 607-636.

¹⁰ Kirby, E., S. Worner (2014): "Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast", *Staff Working Paper of the IOSCO Research Department No. SWP3/2014*.

richtung einer Plattform in einem anderen Mitgliedstaat.¹¹ Diese sind auf mehrere Gründe zurückzuführen:

Erstens unterliegen Plattformen verschiedenen EU-Verordnungen oder -Richtlinien, die zum Teil in den verschiedenen Mitgliedstaaten unterschiedlich in nationales Recht umgesetzt wurden (z. B. Prospektrichtlinie). Zweitens sind eine Vielzahl unterschiedlicher nationaler Gesetze auf Crowdfunding anwendbar (z. B. Zulassung und Anlegerschutz). Schließlich unterscheiden sich die geltenden Vorschriften abhängig vom Geschäftsmodell der Plattform (d. h. eigenkapitalbasiert vs. fremdkapitalbasiert oder for-profit vs. not-for-profit). Dies verursacht hohe Suchkosten und hält Plattformen davon ab, grenzüberschreitend tätig zu werden.

Daher könnte ein harmonisiertes EU-Rahmenwerk für eigenkapitalbasiertes Crowdfunding und P2P-Kreditvergabe (analog zum U.S. JOBS Act) die Marktentwicklung und -integration voranbringen. Zu diesem Zweck sollte die Kommission zuerst ein **„Mapping“ aller anwendbaren EU- und nationalen Vorschriften** durchführen. Die Antworten, die die Kommission auf ihre Konsultation „Crowdfunding in Europa“ erhalten hat, können als Grundlage dienen.

Auf der Grundlage dieses „Mappings“ könnte die Kommission eine Website erstellen, auf der potenzielle Investoren, Unternehmer und Plattform-Betreiber Informationen über die jeweils anwendbaren Vorschriften je nach Mitgliedstaat und Art des Crowdfundings finden können.

Schließlich sollte die Kommission prüfen, ob ein **harmonisiertes EU-Rahmenwerk für Crowdfunding** nützlich wäre und gegebenenfalls einen Vorschlag entwickeln. Allerdings ist es wichtig, dass ein EU-Rahmenwerk ein angemessenes Gleichgewicht findet, das einerseits Anlegerschutz gewährleistet und andererseits unnötige administrative und regulatorische Belastungen vermeidet, die die Entwicklung des Crowdfundingsektors behindern würden.

Ein harmonisiertes EU-Rahmenwerk sollte zudem möglichen Risiken begegnen, die vom Crowdfunding ausgehen können. Zwar ist das Volumen des Sektors noch gering, dennoch können von Crowdfunding in der Zukunft **Finanzstabilitätsrisiken** (z. B. von unzureichenden Kreditvergabe- und -überwachungsstandards) ausgehen, wenn der Sektor weiter wächst.

Die Kommission sollte daher einen Berichtsrahmen festlegen, der die kontinuierliche Überwachung der Marktentwicklung und die Ermittlung von Finanzstabilitätsrisiken ermöglicht. Weiterhin sollten Plattformen bestimmte Mindeststandards in Bezug auf ihre Due Diligence einhalten müssen. Rückbehaltungsanforderungen, die die Verlustbeteiligung von Plattformen gewährleisten, könnten systematisches Fehlverhalten

¹¹ European Commission (2014): “Responses to the Public Consultation on Crowdfunding in the EU”, *March 2014*.

(„moral hazard“) reduzieren, da Plattformen selbst einen Teil des Risikos tragen würden.

Schließlich ist für eine P2P-Kreditvergabe die Gewährleistung der Markttransparenz und die Verringerung systematischen Fehlverhaltens („moral hazard“) wichtig, insbesondere, wenn die Kredite verbrieft und an Banken, Versicherungen, Investmentfonds und andere Marktteilnehmer weiterverkauft werden.

10) Welche politischen Maßnahmen könnten institutionelle Anleger dazu motivieren, höhere Summen einzusammeln und diese in eine breitere Palette von Vermögenswerten, insbesondere langfristige Projekte, KMU und innovative, wachstumsintensive Startups, zu investieren?

Ein Finanzinstrument muss alleine eine attraktive Investitionsmöglichkeit darstellen, damit sich ein Markt entwickeln kann. Die **Einführung spezifischer Anreize, um Investitionen in bestimmte Vermögenswerte zu fördern, kann Finanzstabilitätsrisiken hervorrufen**. Es könnte zu einer Fehlallokation von Kapital führen und falsche Anreize zu übermäßiger Risikoaufnahme setzen. Um ein Beispiel zu nennen: Mikroprudenzielle Standards, z. B. Risikogewichte in Kapitalanforderungen, sollten nicht in einem Maße gesenkt werden, das sie die zugrundeliegenden Risiken bestimmter Investitionen nicht mehr ausreichend widerspiegeln lässt.

12) Sollte im Zusammenhang mit Investitionen in die Infrastruktur mit bestimmten, eindeutig zu ermittelnden Teilkategorien von Vermögenswerten gearbeitet werden? Falls ja, welche Kategorien sollte die Kommission bei künftigen Überprüfungen der aufsichtsrechtlichen Vorschriften (z. B. im Rahmen von CRD IV/CRR oder Solvabilität II) prioritär behandeln?

Infrastrukturinvestitionen können das Wirtschaftswachstum steigern und im aktuellen Niedrigzinsumfeld wertvolle, langfristige Investitionsmöglichkeiten für institutionelle Anleger schaffen. Infrastrukturprojekte sind jedoch in ihren Merkmalen und Risikoprofilen sehr heterogen. Es ist daher **schwierig, klar identifizierbare Anlageklassen zu definieren**.

Grundsätzlich sollte keine Absenkung regulatorischer Standards, z. B. der Kapitalanforderungen, stattfinden, die allein dem Zweck dient, Investitionen in bestimmte Anlageklassen auszulösen. **Regulatorische Anforderungen müssen zugrunde liegende Risiken angemessen widerspiegeln**. Zum Beispiel sollten die Risikogewichte in den Rahmenwerken CRD IV / CRR oder Solvency II so kalibriert werden, dass sie die Ausfallwahrscheinlichkeiten widerspiegeln, anstatt sie niedrig anzusetzen, um Investitionen in bestimmte Anlageklassen zu fördern.

Um zu vermeiden, dass ein Strom von Investitionen in eine bestimmte Anlageklasse Finanzstabilitätsrisiken erzeugt, sollte die Eignung des derzeitigen regulatorischen und aufsichtlichen Rahmenwerkes laufend überprüft und gegebenenfalls notwendige Erweiterungen vorgenommen werden.

14) Könnten Änderungen der Verordnungen über Wagniskapitalfonds und Fonds für soziales Unternehmertum es den Verwaltern größerer Fonds erleichtern, solche Arten von Fonds zu betreiben? Welche sonstigen Änderungen sollten gegebenenfalls vorgenommen werden, um die Anzahl dieser Arten von Fonds zu erhöhen?

Durch die Vorschriften über Europäische Wagniskapitalfonds (EuVECA) und Europäische Fonds für soziales Unternehmertum (EuSEF) wurde ein gemeinsamer Rechtsrahmen für bestimmte Arten von Fonds in Europa eingeführt. Die entsprechenden Vorschriften schaffen „Labels“ und ein einheitliches Regelwerk.

Eines der wichtigsten Ziele der EuVECA Regelung (vgl. Art. 16 der Verordnung) war es, Managern von Wagniskapitalfonds zu ermöglichen, ihre Anteile leicht an Anleger in der gesamten EU vertreiben zu können. Folglich sollten die Vorschriften wesentlich zur Effizienz europäischer Kapitalmärkte beitragen, indem sie Finanzmittel ihrer produktivsten Verwendung zuführen und die grenzüberschreitende Risikoteilung verbessern.

In der Praxis haben jedoch einige Mitgliedstaaten zusätzliche Anforderungen, wie beispielsweise Gebühren, eingeführt, die die grenzüberschreitende Vermarktung teurer machen. Es sollte geprüft werden, ob und wie die Einführung solcher Anforderungen beschränkt werden kann.

15) Wie kann die EU weitere Möglichkeiten für die Bereitstellung von Beteiligungs- und Wagniskapital als alternativer Finanzierungsquelle für die Wirtschaft schaffen? Welche Maßnahmen könnten das Volumen von Wagniskapitalfonds steigern und die Ausstiegsmöglichkeiten für Wagniskapitalgeber verbessern?

Obwohl der Gesamtbeitrag einer weiteren Entwicklung und Integration des Wagniskapitalmarktes zum Projekt Kapitalmarktunion vermutlich gering sein wird, da er sich nur an einen kleinen Anteil von Unternehmen richtet, könnte eine Erhöhung des Angebots der Eigenkapitalfinanzierung für junge, innovative Unternehmen Wachstum und Beschäftigung fördern.

Derzeit sind Wagniskapitalaktivitäten auf wenige Mitgliedstaaten konzentriert und grenzüberschreitende Mittelbeschaffung und Investitionen sind gering. Als sich Anleger aus Drittländern während der Finanzkrise zurückzogen, wurde dies durch inländi-

sche Mittelbeschaffung ausgeglichen, nicht aber durch eine zunehmende Mittelbeschaffung aus anderen Mitgliedstaaten. Auf der Anlageseite erfolgen mehr als 80 Prozent der Wagniskapitalinvestitionen in Europa innerstaatlich (Quelle: EVCA-Daten).

Im Allgemeinen werden grenzüberschreitende Wagniskapitalaktivitäten durch institutionelle und kulturelle Unterschiede zwischen Ländern oder Regionen gehemmt, die nur teilweise im Rahmen der Kapitalmarktunion abgebaut werden können. Es gibt dennoch einige Bereiche in denen die Kapitalmarktunion einen Einfluss haben könnte.

Erstens könnte die Kommission ein „Mapping“ der wichtigsten Regeln und Vorschriften, die Auswirkungen auf Wagniskapitalfonds haben (z. B. Steuerrecht, Insolvenzrecht und Anforderungen für das Aufsetzen von Fonds), durchführen und die Harmonisierung von Vorschriften verfolgen, bei denen Fragmentierungen existieren. Darüber hinaus könnte eine öffentliche oder marktbasierende Initiative, die Informationen über lokale Märkte bereitstellt und Wagniskapitalgeber bei Investitionen über nationale Grenzen hinweg begleitet, den „Local Bias“ reduzieren. Das EU-Projekt EASY („Early-Stage Investors For High-Growth Businesses“) für Angel-Investoren hat gezeigt, dass diese bereit sind, im Ausland zu investieren, wenn ein geeigneter Rahmen für die Informationsbereitstellung vorhanden ist.¹² Ein ähnliches Programm könnte möglicherweise für Wagniskapitalgeber von Nutzen sein.

Doch selbst unter einem stärker harmonisierten europäischen Rahmenwerk wird die Mehrheit der Investitionen inländisch bleiben, da Wagniskapitalgeber nicht nur Finanzierung zur Verfügung stellen, sondern auch geographische Nähe benötigen, um Unternehmenskontrolle auszuüben. Selbst in den USA, wo Wagniskapitalmärkte weit entwickelt sind, investieren Wagniskapitalgeber in der Regel lokal.¹³ Eine Möglichkeit, um geographische Entfernung zu überbrücken, ist die Syndizierung mit lokal ansässigen Wagniskapitalfonds.¹⁴ Allerdings **mangelt es in vielen Mitgliedstaaten aufgrund fehlender Marktentwicklung an Syndizierungspartnern**. Daher sollte sich die Kapitalmarktunion nicht ausschließlich mit der Integration der nationalen Märkte befassen, sondern auch mit ihrer Entwicklung an sich.

In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass **europäische Wagniskapitalmärkte „Thin Markets“** sind, in denen sich ein geringes Angebot und eine geringe Nachfrage gegenseitig bedingen. Auf der Angebotsseite scheint es an ausreichend erfahrenen Wagniskapitalgebern zu mangeln. Ihre Erfahrung und ihr Ruf sind

¹² European Commission (2012): „Report of the Chairman of the Expert Group on the Cross-Border Matching of Innovative Firms with Suitable Investors“.

¹³ Cumming, D., N. Dai (2010): „Local Bias in Venture Capital Investments“, *Journal of Empirical Finance*, 17 (3), pp. 362-380.

¹⁴ Tykvova, T., A. Schertler (2014): „Does Syndication with Local Venture Capitalists Moderate the Effects of Geographical and Institutional Distance?“, *Journal of International Management*, 20 (4), pp. 406-420.

von entscheidender Bedeutung, um sowohl Mittelbeschaffung¹⁵ als auch Nachfrage von Unternehmern nach Wagniskapital¹⁶ anzuregen, da Unternehmer von der aktiven Beteiligung der Wagniskapitalgeber im Unternehmen profitieren. Sollte es der Kapitalmarktunion gelingen, die Entwicklung des Wagniskapitalmarktes voranzubringen, so wird dies höchstwahrscheinlich erfahrene Fonds aus Drittstaaten (z. B. aus den USA) als (Co-) Investoren in den europäischen Markt anziehen und damit die Gesamtqualität der Wagniskapitalversorgung verbessern. Darüber hinaus sollte der Markt für Wagniskapital-Exits (z. B. Börsengänge und M&A) durch Maßnahmen im Rahmen des Projektes Kapitalmarktunion weiterentwickelt werden (siehe unsere Bemerkungen über M&A in unserer Antwort auf Frage 32).

Auf der Nachfrageseite muss die Zahl potenzieller Portfoliounternehmen, die für Wagniskapitalinvestitionen geeignet erscheinen, gesteigert werden. Viele Wagniskapitalfonds verfolgen einen Portfolioansatz, bei dem hohe Renditen aus erfolgreichen Investitionen Verluste aus gescheiterten Projekten ausgleichen. Diese Strategie erfordert eine hinreichend hohe Zahl von Unternehmen, als Investitionsmöglichkeiten für Wagniskapitalgeber. Dies könnte durch verschiedene Maßnahmen erreicht werden: Erstens sollte die Kommission „best practices“ zur Förderung von F&E aus den Mitgliedstaaten sammeln. Zweitens sollten die Regeln für Unternehmensgründungen in Europa vereinfacht und harmonisiert werden. Überdies sollten öffentliche oder marktbasierende Initiativen, die Unternehmen bei der Erfüllung der Anforderungen von Wagniskapitalfonds („Investment Readiness“) unterstützen, eingerichtet werden.

Darüber hinaus sollte die Kommission eine **Analyse der Auswirkungen von staatlichen Wagniskapitalinvestitionen** auf die Marktentwicklung und -integration durchführen. Die Mittelbeschaffung aus staatlichen Quellen erhöhte sich in den letzten Jahren auf mehr als ein Drittel der gesamten Mittelbeschaffung in Europa (Quelle: EVCA-Daten). Staatliche Wagniskapitalinvestitionen können Vorteile mit sich bringen (z. B. indem sie zu mehr Innovationen führen), solange sie mit privaten Wagniskapitalinvestitionen verbunden sind.¹⁷ Die Geschichte zeigt jedoch, dass der Erfolg staatlicher Wagniskapitalinvestitionsprogramme von ihren Details abhängt.¹⁸ Bevor weitere öffentliche Investitionsprogramme aufgesetzt werden, sollte die Kommission daher sorgfältig prüfen, ob mit öffentlichen Mitteln subventionierte Investitionen tatsächlich private Investitionen anregen und ob eine öffentliche Beteiligung in der Frühphasenfinanzierung dazu führt, dass eine größere Zahl von Unternehmen die Eignung für private Spätphasenfinanzierung erreicht.

¹⁵ Gompers, P. A., J. Lerner (1999): "What Drives Venture Capital Fundraising?", *NBER Working Paper No. 6906*.

¹⁶ Hsu, D. H. (2004): "What Do Entrepreneurs Pay For Venture Capital Affiliation?", *Journal of Finance*, 59 (4), pp. 1805-1844.

¹⁷ Bertoni, F., T. Tykova (2015): "Does Governmental Venture Capital Spur Invention and Innovation? Evidence From Young European Biotech Companies", *Research Policy*, 44 (4), pp. 925-935.

¹⁸ Lerner, J. (2009): "Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed – And What To Do about It", *Princeton University Press*.

16) Gibt es Hindernisse für eine sichere Ausweitung der Direktkreditvergabe durch Banken und Nichtbanken an Unternehmen mit Finanzierungsbedarf?

Wie in unseren Antworten auf die Fragen 9 und 24 erläutert, sollten gemeinsame europäische Standards für P2P-Kreditvergabe und Kreditfonds entwickelt werden, die unter anderem mögliche Risiken für die Finanzstabilität begrenzen.

Darüber hinaus ist zu prüfen, wie **bestehende mikro- und makroprudenzielle Instrumente** verwendet werden können, um neu auftretenden Risiken zu begegnen. Beispielsweise könnten die strukturellen Änderungen im europäischen Finanzsystem, die durch das Projekt Kapitalmarktunion ausgelöst werden, die Bedeutung von Asset Management-Aktivitäten in der Zukunft erhöhen. Daher **müssen potenzielle Risiken** in diesem Sektor **genau überwacht werden**.

Eine Sorge hinsichtlich der Finanzstabilität, die oft in Bezug auf diesen Sektor geäußert wird, ist die Möglichkeit eines „Runs“ auf Investmentfonds.¹⁹ Den Risiken aus solchen „Runs“ könnte möglicherweise durch eine aufsichtliche Aussetzung von Entnahmen entgegengewirkt werden. Diese spezifische aufsichtliche Maßnahme ist bereits in den einschlägigen europäischen Fondsregulierungen (siehe Artikel 45 der OGAW-Richtlinie und Artikel 46 der AIFM-Richtlinie) enthalten. Allerdings muss genauer spezifiziert werden, unter welchen Umständen Behörden hiervon Gebrauch machen können und sollen. Darüber hinaus ist es fraglich, ob den Aufsichtsbehörden derzeit genug laufende Informationen vorliegen, auf Basis derer sie eine fundierte Entscheidung über die Aktivierung dieser Maßnahme treffen können. Die entsprechenden Datenlücken sollten geschlossen werden.

17) Wie kann die grenzübergreifende Beteiligung von Kleinanlegern an OGAW erhöht werden?

Durch Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) können Anleger in eine breite Palette von Fremd- und Eigenkapitalinstrumenten investieren. Dadurch erhöhen OGAW die Markteffizienz, stärken das Wirtschaftswachstum und tragen zur Verbesserung der Risikoteilung zwischen den Mitgliedstaaten bei, in dem sie eine Brücke zwischen Investoren und Projekten, die externe Finanzierung benötigen, bilden. Solche positiven Wirkungen von OGAW können sich auf zwei verschiedene Arten ergeben.

Erstens können Kleinanleger grenzüberschreitend in OGAW investieren, die Investitionen im Inland tätigen. Zweitens können Kleinanleger in inländische OGAW investieren, die grenzüberschreitende Investitionen tätigen. In beiden Fällen werden Märkte effizienter und Risiken könnten zwischen privaten Anlegern in der EU geteilt wer-

¹⁹ IMF (2015): "Global Financial Stability Report April 2015", Chapter 3.

den. Dies würde zur Effizienz europäischer Kapitalmärkte und zur Stabilisierung des Wirtschaftswachstums beitragen (siehe unser „Hintergrund“-Dokument).

Um ein Beispiel zu nennen: Wenn ein deutscher Privatanleger in einen DAX-ETF investiert, verbessert dies nicht die grenzüberschreitende Risikoteilung – unabhängig davon, ob der ETF in Deutschland oder beispielsweise in Luxemburg ansässig ist. Die Risikoteilung wird nur verbessert, wenn deutsche Kleinanleger in OGAW investieren, die ihre Mittel in anderen Ländern als Deutschland investieren (ebenfalls unabhängig davon, ob der OGAW in Deutschland oder in einem anderen europäischen Land ansässig ist).

Solange Aufsichts- und Regulierungsstandards innerhalb der EU harmonisiert sind, ist der Sitz des Fonds irrelevant für den einzelnen Anleger, aber auch aus Finanzstabilitäts- und Risikoteilungsperspektive. Wichtig ist stattdessen, wo der OGAW investiert. Da beispielsweise eine große Anzahl von OGAW, die an deutsche Investoren verkauft werden, in Luxemburg ansässig sind, bezweifeln wir, dass es derzeit große Hindernisse für den grenzüberschreitenden Vertrieb von OGAW gibt.

18) *Wie können die ESA noch stärker zum Verbraucher- und Anlegerschutz beitragen?*

Siehe unsere Antwort auf Frage 25.

22) *Mit welchen Maßnahmen könnte EU-Firmen der Zugang zu Anlegern und Kapitalmärkten in Drittländern erleichtert werden?*

Aus unserer Sicht zeigt die Beliebtheit europäischer OGAW unter Investoren aus Drittstaaten („OGAW-Brand“)²⁰ die **Attraktivität standardisierter, gut regulierter und einfach zu verstehender Anlageprodukte** für ausländische Investoren. Daher könnten die verschiedenen Teilprojekte der Kapitalmarktunion, die sich mit einer stärkeren Standardisierung von Produkten (z. B. hochwertige Verbriefungen) beschäftigen, auch zu einem verstärkten Interesse ausländischer Investoren an diesen Produkten führen. Auf diese Art könnte auch die Einführung eines gemeinsamen europäischen Rahmenwerks für Kreditfonds (siehe unsere Antwort auf Frage 24) dazu beitragen, Investoren aus Drittländern anzuziehen.

23) *Gibt es Mechanismen zur Verbesserung der Funktionsweise und Effizienz der Märkte, auf die in diesem Papier nicht eingegangen wird, insbesondere in Bezug auf die Funktionsweise und Liquidität der Aktien- und Anleihemärkte?*

²⁰ See e. g. BNP Paribas (2012): “Distribution of Ucits in Asia”, *Research Report*.

Stärker entwickelte und integrierte Märkte für Anleihen und Aktien könnten wertvolle Finanzierungsalternativen für die Realwirtschaft bereitstellen. Als einen ersten Schritt zur Verbesserung der Marktqualität und -integration sollte das Projekt Kapitalmarktunion eine **gründliche Überprüfung der aktuellen Marktentwicklung für verschiedene Finanzinstrumente in allen Mitgliedstaaten** enthalten. Die aktuellen Arbeiten der ESMA an der Umsetzung der Handelstransparenzanforderungen aus der überarbeiteten MiFID könnten einen wertvollen Beitrag zu dieser Überprüfung leisten. Etwaiger Handlungsbedarf sollte dann auf Basis der Ergebnisse in Bezug auf Liquidität und Effizienz in den jeweiligen Marktsegmenten identifiziert werden.

Für europäische Aktien, Anleihen und Derivate enthalten MiFID II und MiFIR bereits viele Initiativen, die auf die Verbesserung von Transparenz und die Funktionsweise des Marktes abzielen. Beispielsweise könnten erhöhte Transparenzanforderungen potenziell die Effizienz des Preisbildungsprozesses verbessern. Dies kann die Marktliquidität insbesondere auf fragmentierten Märkten steigern.

Allerdings müssen die **technischen Standards für die Transparenz-Rahmenwerke sorgfältig kalibriert** werden, um nicht kontraproduktiv zu wirken, da Regulierer einen Kompromiss zwischen Transparenz und Liquidität finden müssen. Großvolumige Handelsgeschäfte können eine hohe Volatilität in transparenten Märkten verursachen, vor allem, wenn die jeweiligen Finanzinstrumente nur selten gehandelt werden. Wenn der Transparenzrahmen nicht entsprechend ausgestaltet ist, können Marktteilnehmer aus Handelsdaten Schlüsse über die Positionen anderer Marktteilnehmer ziehen und strategisch auf diese Erkenntnisse reagieren. Marktteilnehmer können sich auch für den OTC-Handel entscheiden, um die Weitergabe von Handelsstrategien zu vermeiden, da es keine Verpflichtung gibt, Nichteigenkapitalinstrumente auf Handelsplätzen im Rahmen der MiFID II / MiFIR zu handeln. Somit kann sich die Liquidität auf den Handelsplätzen infolge sehr strenger Transparenzanforderungen verringern.

In ähnlicher Weise könnten sehr strenge vertragliche Verpflichtungen für „Market Making“ dazu führen, dass Marktteilnehmer ihre Handelsaktivitäten einschränken, was die Marktliquidität verringern würde. Das gleiche gilt für Maßnahmen, die auf eine Verbesserung der Liquidität im Sekundärmarkt für Privatplatzierungen oder Private Equity abzielen. Veränderungen ihrer entscheidenden Merkmale durch Standardisierung und Transparenzanforderungen könnten andere, potenzielle, positive Entwicklungen in den Primärmärkten untergraben.

In Bezug auf grenzüberschreitende Wertpapierhandelsaktivitäten identifizierte die „Giovannini-Gruppe“ vor mehr als zehn Jahren Barrieren für ein effizientes grenzüberschreitendes Clearing und Settlement in der EU²¹ und machte Vorschläge, wie

²¹ Giovannini Group (2001): „Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union“, November 2001.

diese beseitigt werden könnten.²² Viele dieser und anderer Barrieren wurden zwischenzeitlich beseitigt oder werden zumindest teilweise durch die Einführung von TARGET2-Securities und der CSD-Verordnung in Angriff genommen. Nichtsdestotrotz wurde, zum Beispiel von der European Post Trade Group²³ – einer gemeinsamen Initiative der Europäischen Kommission, der EZB, der ESMA und der Industrie – aufgezeigt, dass noch Raum für weitere Verbesserungen besteht (z. B. in Bezug auf grenzüberschreitende Aktionärstransparenz, Corporate Actions Market Standards und Quellensteuerverfahren). Da der Abbau von Hindernissen für grenzüberschreitende Wertpapiertransaktionen zur Risikoteilung und damit zur Schockabsorptionsfähigkeit beiträgt, sollte die Arbeit der European Post Trade Group fortgesetzt werden.

24) Gibt es aus Ihrer Sicht Bereiche, in denen das einheitliche Regelwerk noch nicht hinreichend entwickelt ist?

Ein einheitliches Regelwerk zur Kapitalmarktregulierung würde die Grundlage für die Kapitalmarktunion schaffen. Ein wichtiger Bereich, in dem das einheitliche Regelwerk weiter entwickelt werden sollte, ist die Regulierung von Kreditfonds in Europa, d. h. von AIF, die entweder in nicht verbrieft Darlehen investieren (Loan Participation Investment Funds, LPIF) und / oder Kredite direkt vergeben (Loan Origination Investment Funds, LOIF).

Obwohl die AIFM-Richtlinie eine gemeinsame Basis in Bezug auf wichtige regulatorische Aspekte (Liquiditätsmanagement, Leverage, Sorgfaltspflichten) darstellt, ist das spezifische **regulatorische Rahmenwerk für diese Fonds in Europa nach wie vor fragmentiert**. Einige Mitgliedstaaten, wie Irland, haben regulatorische Rahmenwerke für Kreditfonds eingeführt; andere haben bisher von der Einführung spezifischer Regeln abgesehen. Wieder andere, wie zum Beispiel Deutschland, erlauben die Gründung von LOIFs nicht; allerdings können LOIFs aus anderen Mitgliedstaaten in Deutschland über den Europäischen Pass in den Verkehr gebracht werden.

Dieses Flickwerk ist aus mindestens zwei Gründen unbefriedigend. Erstens führt es zu Rechtsunsicherheit für Vermögensverwalter und potenzielle Investoren. Beispielsweise ist häufig unklar, unter welchen Umständen Fonds Kredite in verschiedenen Mitgliedstaaten vergeben dürfen. Auch bleibt es gegenwärtig eine offene Frage, wie zwischen Fonds und Verbriefungsstrukturen zu unterscheiden ist. Diese Unsicherheit kann Investoren davon abhalten, auf diesen Märkten aktiv zu werden.

Zweitens können Kreditfonds zwar eine alternative Finanzierungsquelle für europäische Unternehmen sein, sie können aber auch eine Quelle erheblicher Finanzstabilitätsrisiken darstellen. Offene Kreditfonds können aufgrund von Laufzeitinkongruenzen anfällig für „Runs“ sein. In Ermangelung einer spezifischen Regulierung können

²² Giovannini Group (2003): "Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements", April 2003.

²³ European Post Trade Group (2013): "The European Post Trade Group (EPTG) Annual Report 2013".

unzureichende Standards für Kreditvergabe und -überwachung Ausfallrisiken erhöhen und das Vertrauen von Anlegern in Kreditfonds untergraben. Insbesondere wenn Kreditfonds stark gehebelt sind, können Ansteckungsrisiken entstehen.

Kreditfonds sollten daher angemessenen, harmonisierten, europäischen Regulierungsstandards unterliegen. Um das Risiko von Regulierungsarbitrage zu vermeiden, sollten diese **Standards mit denen für Banken vergleichbar** sein, sofern Gemeinsamkeiten bestehen. Ein harmonisierter Rahmen auf EU-Ebene würde ein Übergreifen von Risiken weiter begrenzen, wenn der Fonds in einem anderen Mitgliedstaat ansässig ist. Aus unserer Sicht sollten die künftige Regulierung für Kreditfonds folgende Punkte enthalten:

- Kreditvergabe- und -überwachungsstandards,
- Beschränkungen des Verschuldungsgrades,
- Die Gründung sollte nur als geschlossener Fonds erlaubt sein,
- Diversifizierungsregeln,
- Zusätzliche Berichtspflichten, die eine europaweite Risikoüberwachung ermöglichen,
- Zusätzliche Informationen für Anleger.

Hinsichtlich LPIFs würden Risikorückbehaltungsanforderungen gewährleisten, dass die „Fronting Banks“ angemessen am Risiko beteiligt sind, was die Gefahr systematischen Fehlverhaltens („moral hazard“) reduzieren würde.

Zusätzlich zur Kapitalmarktregulierung gibt es mehrere andere Bereiche, die direkt oder indirekt Einfluss auf die Struktur und Integration europäischer Kapitalmärkte haben. Die Notwendigkeit von Reformen von Übernahmeregeln sowie von spezifischen Aspekten der Steuergesetze und des Insolvenzrechts sollten daher im Rahmen des Projektes Kapitalmarktunion geprüft werden (siehe unsere Antworten auf Fragen 29, 30 und 32). Darüber hinaus stehen Anleger dem Risiko plötzlicher Veränderungen wichtiger nationaler Rechtsvorschriften gegenüber. Solche „politischen Risiken“ führen zu Risikoaufschlägen für Eigen- und Fremdkapitalinvestitionen, die die Integration der Kapitalmärkte und die Risikoteilung im privaten Sektor verringern. Daher sollte die Kommission die Mitgliedstaaten – z. B. im Rahmen des strukturierten Dialogs zur Kapitalmarktunion – ermutigen, Rechtssicherheit für Kapitalmarktinvestoren zu gewährleisten.

25) Halten Sie die Befugnisse der Europäischen Aufsichtsbehörden für ausreichend, um eine kohärente Aufsicht zu gewährleisten? Welche zusätzlichen Maßnahmen im Bereich der Aufsicht auf EU-Ebene würden wesentlich zur Entwicklung einer Kapitalmarktunion beitragen?

Wir sehen derzeit keine Bereiche, in denen eine weitere Zentralisierung der Aufsicht in Europa – oder die sonstige Übertragung zusätzlicher Befugnisse an die ESAs – zu den Zielen der Kapitalmarktunion beitragen könnte.

Obwohl im Bericht der Kommission über die Funktionsweise der ESAs und der ESFS angedeutet wurde, dass es Raum für Verbesserungen in der aufsichtlichen Konvergenz gibt, halten wir Änderungen oder Ergänzungen der bestehenden Aufteilung der aufsichtlichen Verantwortlichkeiten nicht für erforderlich. Die ESAs sollten weiterhin innerhalb des bestehenden Rahmens aktiv zur Konvergenz beitragen.

26) *Gibt es angesichts der bisherigen Erfahrungen gezielte Änderungen an den Regelungen für Eigentumsrechte an Wertpapieren, die zu enger integrierten Kapitalmärkten in der EU beitragen könnten?*

Prinzipiell kann eine weitere Harmonisierung der Eigentumsrechte für Wertpapiere zweckmäßig sein. Allerdings haben frühere Diskussionen in verschiedenen Expertengruppen auf EU-Ebene (aber auch in anderen internationalen Gremien) gezeigt, dass eine weitere Harmonisierung über die Genfer Wertpapierkonvention hinaus nur schwer zu erreichen sein wird, da das Wertpapierrecht eng mit nationalem Sachen- und Insolvenzrecht verknüpft ist. Daher ist es zweifelhaft, ob die potenziellen Vorteile einer weiteren Harmonisierung die Kosten überwiegen. In jedem Fall sollten, bevor weitere legislative Maßnahmen vorgeschlagen werden, zunächst die Auswirkungen der Einführung von T2S in diesem Bereich abgewartet werden.

28) *Welche Haupthindernisse für integrierte Kapitalmärkte ergeben sich aus dem Gesellschaftsrecht einschließlich Corporate Governance? Gibt es gezielte Maßnahmen, mit denen sich diese überwinden lassen?*

In ihrem Grünbuch schlägt die Kommission eine **Überprüfung der Corporate Governance Regulierung** vor, um die Attraktivität von Unternehmen für externe Investoren zu erhöhen. Allgemein halten wir eine solche Überprüfung für begrüßenswert, da Corporate Governance ein Schlüssel zur Lösung von Problemen asymmetrischer Information und systematischen Fehlverhaltens („moral hazard“) zwischen Investoren und Unternehmensmanagement ist.

Beispielsweise könnten Eigentümer vieler KMU zögern, Unternehmenskontrolle an externe Investoren abzugeben. Solche Zurückhaltung stellt ein Hindernis für die Entwicklung und Integration von Eigenkapitalmärkten in der EU dar. Wenn Minderheitsaktionärsrechte gestärkt würden – wie von der Kommission vorgeschlagen – könnte dies die Anreize für Unternehmer und bestehende Aktionäre senken, externe Eigenkapitalanteile zu begeben. Gleichzeitig können Corporate Governance-Vorschriften auch einen nicht zu vernachlässigenden Einfluss auf (grenzüberschreitende) Fusionen und Übernahmen ausüben.

Daher sollte die Kommission eine eingehende Analyse der Auswirkungen bestehender Corporate Governance-Praktiken und möglicher Änderungen sowohl auf das Angebot von Eigenkapital als auch auf die Bereitschaft von Unternehmen zur Ausgabe von Eigenkapitalinstrumenten durchführen.

29) Welche spezifischen Aspekte des Insolvenzrechts müssten harmonisiert werden, um die Entstehung eines gesamteuropäischen Kapitalmarkts zu unterstützen?

Eine Reform des europäischen Insolvenzrechts könnte erheblich zur Entwicklung des Eigenkapitalmarktes, der Finanzstabilität und des Wirtschaftswachstums beitragen. Zwei Bereiche sind von besonderer Wichtigkeit. Erstens könnten **Bemühungen, das Insolvenzrecht in den Mitgliedstaaten zu harmonisieren**, die **Rechtssicherheit für Investoren erhöhen** und grenzüberschreitende Investitionen erleichtern. Zweitens spielt das Insolvenzrecht eine wichtige Rolle für den Entschuldungsprozess nach der Krise und die effiziente Reallokation von Kapital in der europäischen Wirtschaft. Wie unser „Hintergrund“-Dokument erläutert, wird das Wirtschaftswachstum durch einen unzureichenden Schuldenabbau im europäischen privaten Sektor nach der Krise gebremst. Die verzögerte Entschuldung ist teilweise darauf zurückzuführen, dass Insolvenzverfahren in Europa oft langwierig, ineffizient und teuer sind, insbesondere für KMU.²⁴ **Ein wirksameres Insolvenzrecht, das eine schnelle Unternehmenssanierung oder -liquidation in kalkulierbarer und transparenter Art und Weise ermöglicht, könnte Umschuldungen und die Reallokation von Kapital zu produktivem Nutzen erleichtern.** Auch würde es die Wahrscheinlichkeit erhöhen, dass tragfähige Unternehmen nicht in ineffizienten Liquidationen enden. Dies könnte den Umgang mit Altlasten in Bankbilanzen erleichtern, künftige Investitionen in Innovation und Beschäftigung fördern und damit eine Rückkehr zu Wirtschaftswachstum unterstützen.²⁵

Es ist zu berücksichtigen, dass es extrem unterschiedliche Positionen in Bezug auf Sicherheiten und deren Behandlung in einem Insolvenzverfahren gibt. Einige Mitgliedstaaten haben Insolvenzbestimmungen, die die Verwertung von Sicherheiten erschweren, andere erkennen sie in ihrer Gesamtheit an. Das gleiche gilt für stille Privilegien von Steuerbehörden, Sozialversicherungen und Arbeitnehmerforderungen, die einige Mitgliedstaaten verteidigen, während andere sie vor Jahrzehnten zugunsten einer einfachen Gleichbehandlung der vorrangigen Gläubiger abgeschafft haben. Solche Unterschiede sind tief in den Rechtssystemen der Mitgliedstaaten verankert. Die Harmonisierung ausgewählter Bereiche des Insolvenzrechts hat den

²⁴ Bergthaler, W. et al (2015): "Tackling Small and Medium Sized Enterprise Problem Loans in Europe, *IMF Staff Discussion Note 2015/04*.

²⁵ Liu, Y., C. B. Rosenberg (2013): "Dealing with Private Debt Distress in the Wake of the European Financial Crisis", *IMF Working Paper No. 13/44*.

Nachteil, dass diese Bereiche wahrscheinlich nicht vollständig von anderen, nicht harmonisierten Bereichen getrennt werden können, was die Rechtssicherheit beeinträchtigen könnte.

Dennoch bietet die Kapitalmarktunion aus unserer Sicht die Möglichkeit, einen Prozess der Reform und Harmonisierung des Insolvenzrechts in der EU zu beginnen. Europäische und nationale Insolvenzvorschriften sollten im Hinblick darauf überprüft werden, ob sie **Schwachstellen im Anlegerschutz** aufweisen, die kleinere, diversifizierte Aktionäre von Investitionen abhalten.²⁶ Darüber hinaus könnte eine Reform des Insolvenzrechts eine Gelegenheit bieten, seine **Wirksamkeit bei der Liquidation unrentabler und der Sanierung tragfähiger Unternehmen zu verbessern.** Die Kommission sollte weitere Analysen durchführen, um Bereiche des Insolvenzrechts zu identifizieren, in denen eine Harmonisierung besonders vorteilhaft für die Entwicklung und Integration der Kapitalmärkte im Allgemeinen und der Eigenkapitalmärkte im Besonderen wäre. Eine Analyse der International Association of Restructuring, Insolvency & Bankruptcy Professionals (INSOL)²⁷ bietet einen nützlichen Ausgangspunkt für Informationen über die Unterschiede zwischen den Insolvenzbestimmungen der Mitgliedstaaten, trotzdem sind möglicherweise Recherchen erforderlich. Die Kommission hat die Ergebnisse der Analyse bereits in ihrer „Empfehlung für einen neuen Ansatz im Umgang mit unternehmerischem Scheitern und Unternehmensinsolvenzen“ von März 2014 berücksichtigt. Während diese Empfehlung sich mit wichtigen Aspekten von „Umstrukturierungsplänen“ beschäftigt, wurde darauf verzichtet, auf Unterschiede in Bezug auf formelle Insolvenzverfahren einzugehen.

30) Welche Hindernisse rund ums Thema Steuern sollten prioritär angegangen werden, um zu integrierteren Kapitalmärkten in der EU und einer robusteren Finanzierungsstruktur auf Unternehmensebene beizutragen, und auf welchem Wege sollte dies geschehen?

Unserer Ansicht nach könnte die Steuerpolitik die Ziele des Projektes Kapitalmarktunion in zwei Hauptbereichen unterstützen.

Zum einen sind **Steuergesetze in den meisten Mitgliedstaaten zugunsten von Fremdkapital verzerrt**, da Zinsaufwendungen steuerlich abzugsfähig sind, Auszahlungen für Eigenkapitalanteile dagegen nicht. Mehrere empirische Studien legen nahe, dass nichtfinanzielle²⁸ und finanzielle²⁹ Unternehmen auf diese Verzerrung durch eine Erhöhung ihrer Verschuldung reagieren. Eine Abschaffung der Bevorzugung

²⁶ La Porta, R. et al. (1997): "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, 52 (3), pp. 1131-1150.

²⁷ INSOL (2014): "Study on a New Approach to Business Failure and Insolvency – Comparative Legal Analysis of the Member States".

²⁸ Feld, L. P., J. H. Heckemeyer, M. Overesch (2011): "Capital structure choice and company taxation: A meta-study", *Journal of Banking and Finance*, 37 (8), pp. 2850-2866.

²⁹ De Mooij, R. A., M. Keen, M. Oriharai (2013): "Taxation, Bank Leverage, and Financial Crises". *IMF Working Paper No. 13/48*.

von Fremdkapital in nationalen Steuergesetzen könnte daher die Eigenkapitalbasis sowohl des nichtfinanziellen als auch des finanziellen Sektors erhöhen, was eine „doppelte Dividende“ durch Förderung des Wirtschaftswachstums und Stärkung der Finanzstabilität herbeiführen würde.

Beispielsweise führte in Belgien die Einführung einer „Allowance for Equity“ zu einer Reduktion der Fremdkapitalfinanzierung bei dort ansässigen Unternehmen.³⁰ Eine ähnliche Maßnahme wurde vom „Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung“ für Deutschland vorgeschlagen.³¹ Die Abschaffung der steuerlichen Bevorzugung von Fremdkapital, die in einigen Mitgliedstaaten bereits seit einigen Jahren diskutiert wird, sollte ein wichtiger Aspekt des Projektes Kapitalmarktunion sein. Dies könnte auf EU-Ebene im Rahmen der laufenden Arbeiten an einer „Gemeinsamen Konsolidierten Körperschaftsteuer-Bemessungsgrundlage“ (GKKB) erreicht werden, wie in Artikel 12 des derzeit im Rat in Verhandlung stehenden Textes diskutiert. Für den Fall, dass eine gemeinsame europäische Lösung nicht erreicht werden kann, sollten die Mitgliedstaaten die Beseitigung der Verzerrungen in ihren nationalen Steuersystemen in Erwägung ziehen.

Der zweite große Bereich der Steuerpolitik, der die Ziele der Kapitalmarktunion beeinflussen könnte, ist die **Finanztransaktionssteuer**. Während die Wirksamkeit einer Finanztransaktionssteuer in Bezug auf die Bekämpfung der wichtigsten Schwächen, die zur Finanzkrise beigetragen haben, in Frage gestellt werden kann, sollte eine künftige Einführung dieser Steuer zumindest nicht die wichtigsten Ziele der Kapitalmarktunion konterkarieren. Beispielsweise sollte die Steuer Illiquidität in wichtigen Märkten nicht noch verstärken, und der Handel mit Eigenkapitalinstrumenten sollte nicht gegenüber dem Handel mit Schuldtiteln benachteiligt werden.

32) Gibt es weitere, in diesem Grünbuch nicht genannte Aspekte, bei denen aus Ihrer Sicht Handlungsbedarf besteht, um zu einer Kapitalmarktunion zu gelangen? Wenn ja, welche, und wie könnten entsprechende Maßnahmen aussehen?

Aus unserer Sicht sollte die Kapitalmarktunion aus den folgenden Gründen anstreben, **grenzüberschreitende M&A-Transaktionen in der EU zu erleichtern**. Erstens können M&A zu einer besseren Risikoteilung durch grenzüberschreitende Beteiligungen beitragen (siehe unser „Hintergrund“-Dokument). Zweitens könnte eine Verbesserung der Rahmenbedingungen für M&A Wirtschaftlichkeit und Wachstum durch die Verbesserung der Kapitalallokation und die Schaffung von Skaleneffekten in der

³⁰ Princen, S. (2012): „Taxes do affect corporate financing decisions: The case of Belgian ACE“, *CESifo working paper: Public Finance*, No. 3713.

³¹ Sachverständigenrat (2013): „Duale Einkommensteuer zur Verbesserung der Eigenfinanzierung und Investitionstätigkeit inländischer Unternehmen“, *Jahresgutachten 2012/2013: Stabile Architektur für Europa – Handlungsbedarf im Inland*, pp. 219-244.

EU erhöhen. Drittens könnte ein größerer Markt für M&A Eigenkapitalinvestitionen in anderen Marktsegmenten fördern (z. B. Wagniskapital), da M&A eine Exit-Möglichkeiten für Eigenkapitalinvestoren bieten. Schließlich können M&A finanzielle Engpässe bei Zielunternehmen ausgleichen, insbesondere bei relativ kleinen Firmen, da diese dadurch Zugang zum Kapitalmarkt und zu weiterer Innenfinanzierung erhalten.³² Da M&A-Transaktionen jedoch auch die Marktkonzentration erhöhen und negative Auswirkungen auf den Wettbewerb auf europäischen Produktmärkten haben können, sollten mögliche Reformen mit der Wettbewerbspolitik koordiniert werden.

Institutionelle Hindernisse für M&A sind in der EU noch immer weit verbreitet.

Beispielsweise erlaubt die Übernahme-Richtlinie den Mitgliedstaaten die optionale Anwendung von Artikel 9 (Pflichten des Vorstandes der Zielgesellschaft: Beschränkt die Ergreifung von Maßnahmen durch den Vorstand, durch die das Angebot vereitelt werden könnte, Absatz 2 und 3 sind optional) und / oder 11 (Durchgriffsklausel: Dieser Artikel beschäftigt sich mit bestimmten Hindernissen für Übernahmeangebote, wie zum Beispiel Beschränkungen in Bezug auf die Übertragung von Wertpapieren, Stimmrechtsbeschränkungen usw.).³³ Außerdem ist es nationalen Regierungen erlaubt, M&A unter bestimmten Umständen zu verbieten, d. h. wenn dies im öffentlichen Interesse ist.³⁴ Corporate Governance-Regelungen, wie „Golden Shares“ (z. B. Aktien, die ihren Inhabern Sonderstimmrechte geben), können sich ebenfalls negativ auf M&A-Aktivitäten auswirken.

Daher sollte die Kommission prüfen, in welchem Maße institutionelle Barrieren für M&A existieren und wie bedeutend diese sind. In diesem Zusammenhang wäre auch eine Überprüfung der Übernahmerichtlinie und der jeweiligen nationalen Gesetze, z. B. Unternehmens- und Wettbewerbsbestimmungen, sinnvoll. Zusätzlich zu M&A haben wir in unseren Antworten auf die Fragen 23 und 24 auf andere Probleme hingewiesen, mit denen sich die Kapitalmarktunion beschäftigen sollte und die nicht im Grünbuch thematisiert sind.

³² Erel, I., Y. Jang, M. S. Weisbach (2015): "Do Acquisitions Relieve Target Firms' Financial Constraints?", *Journal of Finance*, 70 (1), pp. 289-328.

³³ Hopt, K. (2014) "Takeover Defenses in Europe: A Comparative, Theoretical and Policy Analysis", *Columbia Journal of European Law*, 20 (2), pp. 249-282.

³⁴ Jones, A., J. Davies (2014): "Merger Control and the Public Interest: Balancing EU and National Law in the Protectionist Debate", *King's College London Dickson Poon School of Law Legal Studies Research Paper No. 2015-12*.