

---

## Deutscher Industrie- und Handelskammertag

---

### **DIHK-Stellungnahme zum Grünbuch „Schaffung einer Kapitalmarktunion“**

Der Deutsche Industrie- und Handelskammertag (DIHK) vertritt als Dachorganisation der 80 Industrie- und Handelskammern (IHKs) das Gesamtinteresse der deutschen gewerblichen Wirtschaft. Seine Legitimation gründet sich auf mehr als 3,6 Millionen Mitgliedsunternehmen aller Branchen, Regionen und Größenklassen bei den IHKs.

#### **I. Allgemeine Einschätzung**

Die Kapitalverkehrsfreiheit ist eine wesentliche Grundlage des Binnenmarkts, und ein integrierter europäischer Kapitalmarkt trägt zu einer effizienten Versorgung der Wirtschaft mit Finanzmitteln bei. Es ist deshalb richtig, dass die Europäische Kommission die noch bestehenden Hindernisse im grenzüberschreitenden Kapitalverkehr weiter abbauen will.

Allerdings sollte das Projekt der Kapitalmarktunion nicht mit unrealistischen Erwartungen überladen werden. Ein Übergang zu einer primär kapitalmarktbasierteren Finanzierungslandschaft ist für die europäische Wirtschaft weder machbar noch sinnvoll. Der Abbau von Hindernissen im Kapitalverkehr kann aus unserer Sicht deshalb lediglich ein Baustein in einer umfassenderen Strategie zur Verbesserung der Finanzierungssituation in der EU sein, zu der konsequente Strukturreformen in den einzelnen europäischen Staaten und Korrekturen bei der Bankenregulierung noch wesentlich mehr beitragen können.

#### **1. Eine bankbasierte Finanzierung entspricht den Bedürfnissen der europäischen Wirtschaft**

Im vorliegenden Grünbuch stellt die Europäische Kommission die stark bankbasierte Finanzierungslandschaft in Europa der stärker am Kapitalmarkt ausgerichteten Struktur in den USA gegenüber. Dabei werden insbesondere die Stärken kapitalmarktbasierter Systeme hervorgehoben. Es wäre aber ein Fehler, das europäische Finanzierungsmodell dem amerikanischen angleichen zu wollen, da die unterschiedlichen Strukturen in beiden Wirtschaftsräumen jeweils angepasste Finanzierungssysteme benötigen.

Die große Stärke der Kapitalmärkte ist insbesondere die effiziente Mittelbereitstellung für große Unternehmen. Der wichtigen Rolle kleiner und mittlerer Unternehmen in der europäischen

Wirtschaft können sie aber allein nicht gerecht werden. Unternehmen mit 50 bis 250 Beschäftigten erwirtschaften nach Angaben von Eurostat 20 Prozent des Umsatzes und beschäftigen 17 Prozent der Arbeitnehmer der gewerblichen Wirtschaft in der EU. Hinzu kommen insbesondere in Deutschland noch viele Unternehmen, die zwar die Beschäftigtengrenze der KMU-Definition überschreiten, aber dennoch häufig inhabergeführt und regional verankert sind und nicht die Finanzierungssummen von Großunternehmen benötigen. Die nächst größere Gruppe von 250 und 500 Beschäftigten und weiterhin maximal 50 Mio. Euro Umsatz erwirtschaftet nach Zahlen des IfM Bonn in Deutschland noch einmal etwa 80 Prozent des Umsatzes und 43 Prozent der Beschäftigung der mittleren Unternehmen von 50 bis 250 Mitarbeitern.

Dieser breite **Mittelstand** ist nicht nur **die besondere Stärke der deutschen Wirtschaftsstruktur, sondern auch für Europa** als Ganzes von großer Bedeutung. Er stützt Innovationskraft, Wettbewerbsfähigkeit und Exportdynamik und trägt durch seine langfristige Orientierung und seine Verbundenheit mit der jeweiligen Region wesentlich zur Zukunftsfähigkeit Europas bei. Mit ihren spezialisierten Produkten sind solche Mittelständler trotz ihrer überschaubaren Größe oft Weltmarktführer in klar abgegrenzten Einzelmärkten. Eine solche Mittelstandskultur fehlt in vielen anderen Teilen der Welt, in denen eine stärkere Polarisierung zwischen Kleinunternehmen und wenigen großen Akteuren vorherrscht. Jeder Vorschlag für Änderungen am europäischen Finanzierungssystem muss deshalb insbesondere an den Bedürfnissen dieses Mittelstands gemessen werden.

Eine starke Kapitalmarktdominanz aber könnte diesen Erfordernissen nicht gerecht werden. Funktionierende Kapitalmärkte erfordern zwingend ein hohes Maß an Transparenz und eine kurzfristige Offenlegung von Unternehmensstrategien und –plänen, was mit der langfristigen Orientierung des Mittelstands und dessen erfolgreicher Strategie zum Besetzen von Nischen oft schwer vereinbar ist. Ein Druck zur Optimierung kurzfristiger Ergebnisse würde im Widerspruch zu der bewährten Fähigkeit des Mittelstands stehen, Projekte und Innovationsvorhaben zu verfolgen, die sich erst auf lange Sicht auszahlen.

Zudem sind für viele Mittelständler die erheblichen Fixkosten beim Einsatz direkter Kapitalmarktinstrumenten wie etwa Anleihen zu hoch. Das wird auch nach einer Überarbeitung der Prospektregulierung grundsätzlich so bleiben, da viele Offenlegungspflichten für die Funktionsfähigkeit des Marktes nötig sind und daher bestehen bleiben müssen. Für Wachstum und Entwicklungsmöglichkeiten ist die Bankfinanzierung für diese Unternehmen deshalb die wichtigste Stütze; gerade ein breiter Mittelstand erfordert eine starke Rolle der Bankfinanzierung.

Unabhängig davon bietet ein direkter Kapitalmarktzugang für große Unternehmen wesentliche Vorteile bei der Beschaffung der benötigten hohen Investitionsmittel und kann auch für wachsende Mittelständler sowie für sehr erfolgreiche Start-Ups ein wesentlicher Katalysator in der Unternehmensentwicklung sein. Gerade deshalb befürworten wir die Beseitigung verbleibender Hindernisse beim grenzüberschreitenden Kapitalverkehr in der EU. Zudem kann ein indirekter Kapitalmarktzugang etwa über die Verbriefung von KMU-Krediten auch für eine breitere Gruppe von Unternehmen von Vorteil sein, soweit insbesondere die Überarbeitung der Verbriefungsregulierung hierfür die notwendigen Voraussetzungen schafft.

Die starke Rolle der Bankfinanzierung in der EU darf auch nicht für die gegenwärtige Krise der Unternehmensfinanzierung in einigen Mitgliedstaaten verantwortlich gemacht werden. Zwar haben gravierende Probleme im Bankensystem in einigen Ländern – neben Vermögenspreisblasen und z.T. übermäßiger Staatsverschuldung – sehr negative Auswirkungen für den Finanzierungszugang gehabt. In anderen Ländern ergibt sich jedoch ein völlig Gegenteiliges Bild. So hat sich die enge Beziehung zwischen Bank und Unternehmen in Deutschland in der Krise gerade als stabilisierender Faktor bewährt. Auf Basis langjähriger Vertrauensbeziehungen haben viele Banken ihre Kunden auch in schwierigen Lagen unterstützt, was von Kapitalmarktinvestoren nicht in gleicher Weise zu erwarten wäre. Die Ursachen für die Einbrüche bei der Kreditversorgung in einigen Mitgliedstaaten liegen deshalb nicht in einer angeblichen Unterlegenheit der bankbasierten Finanzierung als solcher, sondern in konkreten Defiziten bei der jeweiligen Bankenregulierung, der Aufsicht für die nationalen Bankensysteme und der nationalen Wirtschafts- und Haushaltspolitik. Die neue gemeinsame Bankenaufsicht der Eurozone sowie neue europäische Vorgaben etwa für die Eigenkapitalhaltung gehen einige dieser Probleme bereits mit vielversprechenden Ansätzen an.

Die Europäische Kommission sollte keinesfalls das Ziel verfolgen, die europäische Wirtschaft auf ein kapitalmarktbasierendes Finanzsystem nach amerikanischem Vorbild umzustellen. Das würde der Unternehmensstruktur hier nicht gerecht. Sinnvolle Erleichterungen beim Kapitalmarktzugang können darum nur Teil einer deutlich umfassenderen Strategie sein.

## **2. Eine umfassendere Strategie zur Verbesserung der Finanzierungssituation ist nötig**

Die bloße Verfügbarkeit von liquiden Mitteln im Finanzsystem allein reicht nicht aus, um den Unternehmen in Europa neue Investitionen und damit Wachstum zu ermöglichen. Das zeigt auch die Erfahrung mit der Geldpolitik der vergangenen Jahre. Vielmehr kommt es entscheidend darauf an, dass die potentiellen Geldgeber eine gute Geschäftsentwicklung erwarten können, die die Bereitstellung zusätzlicher Mittel für ein Unternehmen rechtfertigt und eine attraktive Rendite möglich macht.

In Zeiten gravierender **makroökonomischer Unsicherheit**, ungelöster staatlicher wie privater **Schuldenprobleme**, fehlender **Wettbewerbsfähigkeit**, einengender Produkt- und Arbeitsmarktregulierungen und starker **Marktzutrittsbarrieren** sind derart positive Erwartungen aber ökonomisch nicht gerechtfertigt – und zwar völlig unabhängig davon, ob Investitionen über eine bank- oder kapitalmarktbasierter Finanzierung organisiert würden. **Unabdingbare Voraussetzung für eine bessere Unternehmensfinanzierung gerade in den Mitgliedstaaten, in denen es derzeit die größten Engpässe gibt, sind deshalb konsequente Strukturreformen, die wieder zu positiven Wachstumsaussichten führen.** Die Entwicklung in Spanien, Irland und Portugal zeigt bereits, dass mutige Veränderungen sich hier schon mittelfristig auszahlen.

Für die große Mehrheit der kleinen und mittleren Unternehmen in Europa wird der **Bankkredit** das zentrale Finanzierungsinstrument bleiben, das nicht durch den Kapitalmarkt ersetzt werden kann. Deswegen ist es von entscheidender Bedeutung, die Bankenregulierung so auszugestalten, dass sie die Finanzmarktstabilität sichert, ohne die Kreditvergabe an Unternehmen einzuschränken.

Die Vielzahl der neuen regulatorischen Vorgaben der letzten Jahre stellt in der Summe bereits eine erhebliche Belastung für die Finanzindustrie – und damit letztlich auch für die von ihr finanzierten Unternehmen – dar. Einige aktuell diskutierte Entwicklungen könnten die Lage jedoch noch deutlich verschärfen. Um die Unternehmensfinanzierung in Europa zu schützen, sollte die Kommission der Vermeidung negativer Auswirkungen auf die Bankfinanzierung mindestens genauso viel Gewicht beimessen wie dem Abbau von Hindernissen im grenzüberschreitenden Kapitalverkehr.

Gerade für kleine und mittlere Unternehmen drohen hier von verschiedenen Seiten deutliche Einschränkungen. Die aktuellen Vorschläge des Baseler Ausschusses für eine **Reform des Kreditrisiko-Standardansatzes** würden kleine und mittlere Unternehmen pauschal und unabhängig von ihrem konkreten Risikogehalt nur in Abhängigkeit ihrer Umsatzgröße durch eine deutlich steigende Eigenkapitalunterlegung bei der Kreditvergabe benachteiligen. Dazu darf es nicht kommen. Ebenso muss der **KMU-Skalierungsfaktor (Art. 501 CRR)** auch nach der anstehenden Überprüfung durch EBA und Europäische Kommission vollständig erhalten bleiben. Dieser Faktor ist mit gutem Grund speziell dafür eingeführt worden, eine Verschlechterung der Kreditvergabe an KMU durch die Neuregelungen von Basel III zu verhindern. Er ist zudem inhaltlich durch die hohen Diversifikationseffekte von KMU-Portfolien gerechtfertigt und jedenfalls für Deutschland wahrscheinlich sogar noch immer mit deutlich zu hohen Risikogewichten ausgestaltet.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Vgl. Klaus Düllmann, Philipp Koziol: [Evaluation of minimum capital requirements for bank loans to SMEs](#). Discussion Paper No 22/2013, Deutsche Bundesbank.

Zudem drohen diverse aktuelle Regulierungsinitiativen die langfristige Kreditvergabe und damit gerade eine zentrale Stärke der Unternehmensfinanzierung im Mittelstand zu gefährden. Die geplante Einführung von verbindlichen Beschränkungen für die Fristentransformation durch die **Net Stable Funding Ratio (NSFR)** schafft erhebliche Anreize zur Reduktion der langfristigen Kreditvergabe und reduziert damit die Planungssicherheit der Unternehmen. Daher sollte die NSFR in Europa auch weiterhin nur als Beobachtungskennziffer ausgestaltet bleiben, wenn andernfalls zu große Einschränkungen bei der Langfristfinanzierung drohen. In die gleiche Richtung gehen zudem auch Überlegungen des Baseler Ausschusses zur verpflichtenden **Eigenkapitalunterlegung von Zinsänderungsrisiken** im Anlagebuch. Dadurch würde nicht nur massiv in die Kernkompetenz der Banken eingegriffen. Es würde auch ein weiterer Anreiz geschaffen, langfristige Zinsänderungsrisiken durch kürzere Laufzeiten oder variable Konditionen auf die Unternehmenskunden abzuwälzen. Die mit einer langfristigen Investition immer verbundenen Planungsrisiken würden dadurch aber nicht wegfallen, sondern nur übertragen werden. Und die investierenden Unternehmen selbst haben oft deutlich weniger Möglichkeiten der Risikoabsicherung als Kreditinstitute, die ein breites Portfolio derartiger Geschäfte haben und oft auch gegenläufige Positionen aufbauen können. Aus volkswirtschaftlicher Sicht wäre eine solche Risikoverlagerung auf die Unternehmen daher kontraproduktiv.

Nur, wenn es gelingt, in diesen Bereichen eine Verschlechterung der Situation zu verhindern, kann die Kapitalmarktunion zu einem Erfolg werden. Denn andernfalls würden die hier drohenden Belastungen für die Finanzierungssituation die möglichen Gewinne an anderer Stelle deutlich überwiegen.

### **3. Die Kapitalmarktunion nicht durch andere europäische Politiken untergraben**

Mehrere große europäische Vorhaben, die sich derzeit im Gesetzgebungsverfahren befinden, stehen in einem deutlichen Gegensatz zu den Zielen der Kapitalmarktunion. Es kommt daher nicht nur darauf an, dass die Kommission die richtigen neuen Vorhaben anstößt, sondern auch darauf, zusätzliche Belastungen für Kapitalmarktinstrumente zu verhindern.

Besonders bedenklich erscheint der Plan von elf Mitgliedstaaten, im Wege der verstärkten Zusammenarbeit eine **Finanztransaktionssteuer** einzuführen, die in einem ersten Schritt insbesondere Aktien und davon abgeleitete Derivate treffen soll. Eine solche Steuer würde letztlich vom Finanzsektor an die Anleger weitergegeben werden und damit die Attraktivität von Aktien als Anlageobjekt belasten. Da dies von Investoren bereits bei der Emission von Aktien eingepreist würde, sinken die Finanzierungsbeträge, die Unternehmen an der Börse einwerben können. Zudem würde die Liquidität in vielen Marktsegmenten zurückgehen, was zu weniger effizienten Märkten

und einem Anstieg der Transaktionskosten führen würde. Zuletzt droht bei einer auf elf Mitgliedstaaten beschränkten Einführung eine steuerliche Spaltung des Kapitalbinnenmarktes und damit gerade das Gegenteil der angestrebten stärkeren Kapitalmarktintegration. Auf eine Finanztransaktionssteuer sollte deshalb verzichtet werden.

Erhebliche Nachteile für das Projekt einer Kapitalmarktunion können zudem von der geplanten **Bankenstrukturreform (hin zu einem Trennbankensystem)** ausgehen. Banken sind nicht nur wesentliche Kreditgeber von Unternehmen, sondern auch entscheidende Dienstleister, die Unternehmen beim Gang an den Kapitalmarkt unterstützen. Gerade kleinere Unternehmen sind entscheidend auf diese Begleitung angewiesen. Wenn die Bankenstrukturreform erzwingen würde, dass ein Großteil der kapitalmarktrelevanten Aktivitäten auf eine separate Handelseinheit ausgelagert werden muss, dann würde dies zu einem erheblichen Kostenanstieg der Dienstleistungen führen; für kleinere Unternehmen könnten sie möglicherweise gar nicht mehr angeboten werden. Zudem würden die derzeitigen Pläne, wie weiter unten erläutert, die Risikoabsicherungsfunktion der Kapitalmärkte erheblich belasten. Auch die Pläne für eine Bankenstrukturreform gefährden deshalb die Ziele für eine Kapitalmarktunion und sollten aufgegeben oder zumindest erheblich nachgebessert werden.

### **Risikoabsicherung als eine zentrale Funktion der Kapitalmärkte schützen**

Das vorliegende Grünbuch „Schaffung einer Kapitalmarktunion“ konzentriert sich sehr stark auf die Finanzierungsfunktion des Kapitalmarkts. Darüber hinaus ist jedoch auch die Möglichkeit zur Risikoabsicherung von großer Bedeutung für die alltägliche Handlungsfähigkeit von Unternehmen. Zu diesem Zweck müssen etwa passgenaue Wechselkurs-, Zins- und Rohstoffpreisabsicherungen weiterhin verfügbar sein. Leider drohen einige aktuelle Regulierungsvorhaben jedoch auch in diesem Bereich ungünstige Wirkungen zu entfalten. Im Rahmen der **Bankenstrukturreform** sollen alle maßgeschneiderten Derivatgeschäfte auf die Handelseinheit ausgelagert werden, was sie zumindest spürbar teurer machen würde und manchen Unternehmen möglicherweise auch ganz den Zugang versperren würde. Nur hoch standardisierte, zentral geclearte Derivate sollen für Absicherungszwecke bei der Kernbank bleiben dürfen. Unternehmen benötigen für ein effektives Risikomanagement aber Derivate, die an ihre spezifische Situation – z.B. Zahlungshöhen und –termine – angepasst sind, was im Regelfall eine unternehmensspezifische Anpassung erfordert. Wenn von dem Vorhaben einer Bankenstrukturreform nicht abgesehen wird, sollten hier also – entsprechend den der European Markets Infrastructure Regulation zugrunde liegenden Prinzipien – mindestens die zu Absicherungszwecken genutzten Derivate vollständig von der erzwungenen Abspaltung ausgenommen werden.



Auch in anderen Bereichen muss strikt darauf geachtet werden, dass eine Risikoabsicherung für gewerbliche Unternehmen praktisch möglich bleibt. Bei der **nachgelagerten Rechtssetzung zu MiFiD II** aber besteht z.B. die Gefahr, dass Unternehmen außerhalb der Finanzwirtschaft wie Finanzdienstleister behandelt werden, weil die von ESMA zur Abgrenzung vorgeschlagenen Kriterien extrem restriktiv sind, und viele Unternehmen damit sehr teuren weiteren Pflichten unterworfen würden. Das würde zu einer weiteren Einschränkung der Risikoabsicherungsfunktion der Kapitalmärkte für europäische Unternehmen führen. Das kann nicht im Sinne einer Kapitalmarktunion sein.

### **Privatanlegern den Zugang zu den Aktienmärkten nicht verstellen**

Für eine Stärkung des europäischen Kapitalmarkts sieht die Kommission zu Recht auch eine Verbreiterung der Anlegerbasis als wichtige Triebfeder an. Tatsächlich stehen allerdings verschiedene nationale wie europäische Vorgaben der letzten Jahre diesem Ziel entgegen und erzeugen insbesondere bei Kleinanlegern sogar zusätzliche Hürden, die von einer Investition am Kapitalmarkt abhalten.

So hat sich in Deutschland gezeigt, dass die sehr teuren Vorgaben zum Vorhalten einzelaktienspezifischer **Produktinformationsblätter** sowie undifferenzierte und bürokratische Vorschriften zur umfassenden **Dokumentation jedes Beratungsgesprächs** zu einem deutlichen Rückzug vieler Kreditinstitute bei der Aktienberatung geführt haben, weil sich diese für die jeweilige Bank bei vielen Kleinanlegern nicht mehr wirtschaftlich darstellen lässt. Damit verbleiben als Investoren nur jene Privatanleger, die so viel Know-How haben, sich eigenständig am Kapitalmarkt zu orientieren. Für eine große Gruppe von Privatanlegern, für die ein solches Engagement ebenfalls sinnvoll sein könnte, werden so aber erhebliche neue Hürden aufgebaut. Dies läuft den Zielen einer Kapitalmarktunion klar zuwider. Die deutsche Erfahrung ist zudem für die gesamte Europäische Union relevant, da derzeit auch auf europäischer Ebene Produktinformationsdokumente sowie im Rahmen von MiFiD II auch Dokumentationspflichten für Anlageberatungen eingeführt werden. Hier müssen die europäischen Vorgaben unbedingt zu praxisgerechteren Lösungen kommen, um eine Beeinträchtigung des europäischen Kapitalmarkts abzuwenden.

## **II. Einzelfragen des Grünbuchs**

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

Von großer Bedeutung für den integrierten europäischen Kapitalmarkt ist es, schädliche Nebenwirkungen von Regulierungsmaßnahmen zu verhindern. Derzeit befinden sich beispielsweise mit der **Finanztransaktionssteuer**, der **Bankenstrukturreform** sowie den **Umsetzungsvorschriften zu MiFiD II** im Bereich des Derivatehandels und im Bereich der Beratungsdokumentation verschiedene Vorhaben im Rechtssetzungsprozess, die spürbar negative Auswirkungen auf die Funktionsfähigkeit des europäischen Kapitalmarkts haben könnten (zu den Einzelheiten siehe oben unter I.3). Diese Vorschläge sollten deshalb dringend zurückgezogen bzw. im Fall der Umsetzungsvorschriften umfassend überarbeitet werden.

Darüber hinaus ist in den letzten Jahren eine Vielzahl von neuen Finanzmarktregulierungen verabschiedet worden, die nicht vollständig aufeinander abgestimmt sind, z.T. sogar widersprüchliche Vorgaben machen und zudem unerwartete Wechselwirkungen zeigen können.<sup>2</sup> Eine hohe Priorität sollte deshalb eine sorgfältige **Analyse von Wechselwirkungen und Inkonsistenzen** in der Finanzmarktregulierung haben, auf der dann entsprechende Korrekturen und Vereinfachungen aufbauen können. Ein leistungsfähiger Kapitalmarkt benötigt ein klares, widerspruchsfreies und stabiles Regelwerk.

Ein einheitlicher Kapitalmarkt erfordert zudem, dass auch das Gesellschaftsrecht ausreichende, praxisgerechte grenzüberschreitende Möglichkeiten bietet. Das geplante und im letzten Jahr von der EU-Kommission leider zurückgezogene **Statut für eine Europäische Privatgesellschaft** könnte eine solche Unterstützung für Unternehmen sein, die in anderen Mitgliedstaaten aktiv werden wollen. Die im letzten Jahr vorgeschlagene Harmonisierung einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit nur einem Gesellschafter, sog. **Societas Unius Personaes** (SUP), ist ein Schritt in die richtige Richtung, kann jedoch die Entlastungen, die eine supranationale Rechtsform wie eine Europäische Privatgesellschaft bieten könnte, nicht gewähren. In jedem Fall sind noch Nachbesserungen am Entwurf für eine SUP erforderlich. Um den öffentlichen Glauben des Handelsregisters auch künftig gewährleisten zu können, muss eine sichere Identifizierung des Gesellschafters, Geschäftsführers bzw. anmeldender Person erfolgen. Zudem muss u. a. auch die Authentizität der Unterlagen sichergestellt werden und die Mustersatzung bereits Teil der Richtlinie sein sowie den Mitgliedstaaten die Möglichkeit der Prüfung der Zulässigkeit von Namen und Unternehmensgegenstand eingeräumt werden.

Eine weitere Erleichterung im Binnenmarkt wäre eine europäische **Regelung zur grenzüberschreitenden Sitzverlegung**. Der EuGH hat eine grenzüberschreitende Sitzverlegung, die er als grenzüberschreitende Umwandlung bezeichnet, als grundsätzlich möglich angesehen –

---

<sup>2</sup> Vgl. die gemeinsame Stellungnahme von BDI und DIHK zum Zusammenwirken von Regulierungsvorhaben im Bereich der Finanzmärkte vom 18.11.2014.



analog der nationalen Umwandlungsvorschriften. Praktisch gesehen besteht jedoch große Rechtsunsicherheit bei den Unternehmen, unter welchen Voraussetzungen eine solche grenzüberschreitende Sitzverlegung bzw. Umwandlung tatsächlich möglich ist.

**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 zugutekommen und die Anlegerbasis verbreitern?**

Aus unserer Sicht ist der Bereich von KMU-Kreditinformationen nicht für neue europäische Rechtsetzung geeignet, während ein von der Europäischen Kommission koordinierter Peer-Review-Prozess zwischen den Mitgliedstaaten nützlich sein könnte.

In Deutschland gibt es keinen Mangel an Informationen zur Beurteilung der Kreditwürdigkeit von KMU, der eine Finanzierung behindern würde. Zunächst gibt es einen aktiven und gut funktionierenden Markt privater Anbieter von Bonitätsbeurteilungen, auf die für ein Kredit scoring zurückgegriffen werden kann. Darüber hinaus stellen KMU im Allgemeinen während der Suche nach einer Finanzierung eine Vielzahl relevanter Informationen bereit, von ihrem Businessplan bis zu ihren jüngsten Steuerunterlagen (für KMU, die zu klein für einen geprüften Abschluss sind). Mit diesen Informationen und ihren eigenen historischen Daten können potentielle Kreditgeber die Bonität eines KMU angemessen bewerten. Ein großer Vorteil liegt aber darin, dass KMU die volle Kontrolle über diesen Prozess haben und vertrauliche Geschäftsinformationen nur zielgerichtet gegenüber der Partei offenlegen müssen, von der sie eine Finanzierung erhalten wollen. So wird verhindert, dass dieses Wissen in die Hände von Wettbewerbern gerät und gegen sie verwendet werden kann.

Im Gegensatz dazu könnte eine Intervention des Gesetzgebers möglicherweise sogar eine ungewollte Verschlechterung der Situation mit sich bringen. Wenn KMU verpflichtet würden, mehr Geschäftsdaten öffentlich preis zu geben, würde dies zusätzliche bürokratische Lasten verursachen und zudem das Risiko bergen, dass diese Informationen von Wettbewerbern genutzt werden oder die Verhandlungsposition eines KMU gegenüber Kunden und Lieferanten schwächen. Würde die Information nur einer öffentlichen (oder öffentlich finanzierten) Institution zur Verfügung gestellt, die mit diesem privilegierten Datenzugang ein Scoring vornimmt, könnte ein solcher öffentlicher Anbieter private Marktteilnehmer verdrängen, ohne dass ein solcher Eingriff gerechtfertigt wäre. Zudem würde ein zentralisierter öffentlicher Anbieter ein erhebliches Modellrisiko erzeugen. Der gut funktionierende Markt für Bonitätsbeurteilungen schafft derzeit starke Anreize für alle Anbieter, ihre Scoring-Prozesse permanent zu verbessern. Ein öffentlicher Monopolanbieter hingegen wäre

keinem entsprechenden Druck ausgesetzt und könnte fehlerhafte Methoden zum Nachteil der betroffenen KMU möglicherweise über einen längeren Zeitraum weiter nutzen.

Zum jetzigen Zeitpunkt ist allerdings noch unklar, welche Maßnahmen in diesem Bereich die Europäische Kommission tatsächlich beabsichtigt und mit welcher Priorität. Möglicherweise ist das Ziel nicht die Offenlegung weiterer Informationen durch jedes einzelne KMU, sondern die Veröffentlichung großer Mengen historischer Daten über vergangene KMU-Kredite, die neue Investoren zur Kalibrierung ihrer Kreditvergabemodelle nutzen könnten. Ein solcher Ansatz würde bedeuten, dass die bisherigen Kreditgeber – in erster Linie Banken – gezwungen wären, zukünftigen Wettbewerbern ihre eigenen Daten in anonymisierter Form zur Verfügung zu stellen. Ein solcher Ansatz würde damit tief in bestehende Eigentumsrechte eingreifen und den funktionierenden privaten Markt für derartige Informationen schädigen. Zudem könnte trotz initialer Anonymisierung nicht davon ausgegangen werden, dass im Einzelfall nicht doch Rückschlüsse auf kreditnehmende Unternehmen möglich werden und damit das Bankgeheimnis und Datenschutzanforderungen verletzt werden. Auch ein solcher Ansatz ist deshalb aus unserer Sicht nicht zielführend und sollte nicht verfolgt werden.

Derartige Eingriffe sind auch nicht erforderlich für das Ziel der Europäischen Kommission, den Kapitalmarktzugang von KMU zu verbessern. Für KMU, die groß genug sind, um direkt Kapitalmarktinstrumente zu nutzen, liegen genügend öffentliche Informationen vor, um eine Bonitätsbewertung durchzuführen. Für alle anderen KMU wird ein Kapitalmarktzugang zwangsläufig indirekt sein, typischerweise über die Verbriefung von KMU-Krediten. In diesen Fällen sorgen bereits die mit einer Verbriefung verbundenen Offenlegungspflichten für eine ausreichende Transparenz der zugrunde liegenden Forderungen für potentielle Investoren.

Die Abwesenheit von Scoring-Informationen für die ganze Breite der KMU in einigen Mitgliedstaaten kann allerdings ein ernsthaftes Hindernis für die Kreditversorgung darstellen. Es könnte daher nützlich sein, wenn die Europäische Kommission im Rahmen eines Peer-Review-Prozesses einen strukturierten Erfahrungsaustausch der Mitgliedstaaten in diesem Bereich anstößt. So können mögliche nationale Hindernisse für die Entwicklung gut funktionierender privater Kreditinformationsmärkte identifiziert werden, die dann in jeweils nationaler Verantwortung angegangen werden können.

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

Die europäischen Märkte für Privatplatzierungen sind weiterhin fragmentiert und erreichen nur in wenigen Mitgliedstaaten relevante Größenordnungen. Dies bedeutet jedoch nicht, dass ein Eingriff des Unionsgesetzgebers automatisch zu einer Verbesserung der Situation führen würde. Wie auch bei einigen anderen Produkten (etwa Pfandbriefen) spiegelt der Erfolg des Instruments in einigen Mitgliedstaaten gerade das hohe Vertrauen der Marktteilnehmer in die dortigen rechtlichen Regelungen wider. Ein gesamteuropäisches Regelwerk, das hinter diesen Standards zurückbleibt, könnte damit effektiv sogar eine Verschlechterung der Situation auslösen. Sinnvoll erscheint neben der von Seiten der Marktteilnehmer mit dem Pan-European Corporate Private Placement Market Guide bereits vorangetriebenen freiwilligen Vereinheitlichung dagegen auch ein Austausch zwischen den Mitgliedstaaten über die jeweiligen Bedingungen für Privatplatzierungen, durch die weniger erfolgreiche Mitgliedstaaten ihre Regelwerke anhand der Erfahrungen der führenden Privatplatzierungsmärkte überarbeiten können.

**5) Welche weiteren Maßnahmen könnten dazu beitragen, den Zugang zu Finanzmitteln zu verbessern und die Mittel besser dorthin zu lenken, wo Kapitalbedarf besteht?**

Aus unserer Sicht bergen insbesondere zwei Bereiche das Potential, den Zugang zu Finanzmitteln und die Kapitalallokation in der EU zu verbessern. In erster Linie ist dies eine praxismgerechte Ausgestaltung der Bankenregulierung, die weder eine exzessive Eigenkapitalunterlegung für das normale Firmenkundengeschäft vorsieht noch die Möglichkeit zum Angebot langfristiger Kredite unverhältnismäßig einschränkt (s. auch I.2 und Antwort zu Frage 16).

Darüber hinaus können auch angemessene Erleichterungen für einfache, standardisierte und transparente Verbriefungen zu einem besseren Kapitalzugang für Unternehmen führen, sowohl über die Verbriefung von Bankkrediten an Unternehmen als auch etwa über Verbriefungsprogramme für Handels- und Leasingforderungen. Nähere Angaben hierzu enthält unsere gemeinsame Stellungnahme zum Konsultationsprozess der Europäischen Kommission zu Hochqualitätsverbriefungen mit BDI und DAI.<sup>3</sup>

**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?**

---

<sup>3</sup> Vgl. die gemeinsame Stellungnahme von BDI, DIHK und DAI: Comments on the European Commission's consultation document "An EU framework for simple, transparent and standardised securitisations". Proposals should adequately take into account financing needs of the real economy vom 12.5.2015.

Aus unserer Sicht ist es unrealistisch, von einer stärkeren Standardisierung von Anleihen einen deutlichen Effekt auf die Marktliquidität zu erwarten. Liquidität entsteht vor allem durch großvolumige Anleihen, während kleinere Emissionen für viele institutionelle Investoren selbst bei einem hohen Grad an Vereinheitlichung noch immer zu einem zu erheblichen Researchaufwand im Verhältnis zur Investitionssumme führen.

**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 hat sich im Bereich grüner Investments bereits gebildet. Zudem stehen nationale und internationale Standards im Rahmen der Corporate Social Responsibility zur Verfügung. Die gesetzgeberischen Aktivitäten der EU-Kommission, z. B. im Hinblick auf die Berichtspflicht von Unternehmen in ihren Lageberichten über nicht finanzielle Informationen, sind unseres Erachtens nach wie vor nicht erforderlich. Sie erhöhen letztlich die Kosten des Zugangs zum Kapitalmarkt und behindern damit sogar die Ziele der Kapitalmarktunion. Die Frage, ob und wie Unternehmen über ihr Engagement im Bereich Umwelt und Soziales etc. berichten, sollte den Unternehmen selbst überlassen bleiben. Fast alle Unternehmen (98 Prozent der Betriebe mit mehr als 20 Mitarbeitern) in Deutschland tragen gesellschaftliche Verantwortung.<sup>4</sup> Das freiwillige CSR-Engagement ist dabei sehr vielfältig und auf die jeweilige Unternehmenskultur zugeschnitten, ebenso die Art und Weise des Berichts. Auf diese Weise können sich Unternehmen im CSR-Bereich auf ihr inhaltliches Engagement konzentrieren, statt durch bürokratische Pflichten behindert zu werden. Weitere Aktivitäten sind daher nicht erforderlich und die beschlossenen Berichtspflichten sollten nochmals kritisch überprüft 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?**

Die Erläuterungen der EU-Kommission erwägen für an bestimmten Handelsplätzen notierte Unternehmen (z. B. bei multilateralen Handelssystemen (MTF)) eine bisher nicht notwendige IFRS-Bilanzierung. Um die Belastung insbesondere der KMU zu reduzieren, schlägt die EU-Kommission

---

<sup>4</sup> Vgl. IHK-Unternehmensbarometer 2012: [Gesellschaft gewinnt durch unternehmerische Verantwortung](#).

vor, alternativ einen vereinfachten, einheitlichen und qualitativ hochwertigen Rechnungslegungsstandard zu erarbeiten.

Für kleine und mittlere Unternehmen, die bisher nach nationalem Recht bilanzieren können, wäre die Verpflichtung auf einen gemeinsamen EU-Rechnungslegungsstandard eine erhebliche Belastung und könnte von der Nutzung eines multilateralen Handelssystems (MTF) abhalten. Wenn für Unternehmen, die an bestimmten Handelsplätzen außerhalb des Regulierten Marktes notiert sind, eine Verpflichtung zu einem IFRS für KMU eingeführt wird, steigen für diese Unternehmen die „Marktzugangskosten“, da sie im Zweifel zusätzlich zur nationalen Rechnungslegung auf Basis der EU-Rechnungslegungsrichtlinie einen Abschluss nach IFRS für KMU erstellen müssten. Eine solche Ausweitung der IFRS-Pflicht, wenn auch mittels eines IFRS für KMU Standards, wird demgemäß sehr kritisch gesehen. Der erhebliche Zusatzaufwand und die mögliche Beeinträchtigung der Unternehmenssteuerung durch zwei parallele Systeme der Rechnungslegung wiegen schwerer als der mögliche Gewinn an Investoreninteresse durch verbesserte Vergleichbarkeit. Für multilaterale Handelssysteme und insbesondere für KMU-Wachstumsmärkte wäre eine solche Vorgabe deshalb unangemessen und wird von uns deshalb abgelehnt.

Lediglich für KMU, die etwa wegen des Handels an einem Regulierten Markt bereits zur IFRS-Bilanzierung verpflichtet sind, könnte ein Wahlrecht zur alternativen Nutzung eines vereinfachten Standards ggf. sinnvoll sein. Im Vergleich zu einem full-IFRS-Abschluss kann ein geplanter IFRS für KMU hier einen Entlastungseffekt haben. Dies ist vor allem abhängig von Inhalt und Umfang des Standards bzw. des auf ihm fußenden Abschlusses. Der geplante Standard sollte in jedem Fall ein optionales Angebot sein, so dass die entsprechenden Unternehmen wählen könnten, ob sie den Standard für KMU oder die full-IFRS anwenden.

#### **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?**

Eine Schwarmfinanzierung über das Internet kann gerade für innovative Gründungen ein sehr wertvolles Instrument sein. Sie kombiniert Marketingmaßnahme, Markterprobung und Finanzierungsfunktion. Besonders die vom Unternehmenserfolg abhängig gestalteten Formen – etwa als Nachrangdarlehen mit erfolgsabhängiger Verzinsung – stellen zudem eine eigenkapitalnahe Finanzierung dar, die vor dem Hintergrund des Mangels an Risikokapital in Europa besonders wertvoll ist und zudem oft auch die Kreditwürdigkeit des Unternehmens für klassische Kreditfinanzierung verbessert. Es sollte darum darauf geachtet werden, dass diese Instrumente auch in Zukunft unkompliziert für europäische KMU verfügbar sind.

Derzeit bestehen allerdings erhebliche Rechtsunsicherheiten für Unternehmen wie Investoren bei der grenzüberschreitenden Nutzung von Crowdfunding-Plattformen auch innerhalb der EU. Zudem erlassen immer mehr Mitgliedstaaten spezifische nationale Regelungen zu diesen Finanzierungsinstrumenten, die nicht aufeinander abgestimmt sind und z.T. durch sehr pauschale Einschränkungen sogar die Einsatzmöglichkeit der Schwarmfinanzierung an sich gefährden könnten. In jedem Fall verhindert ein Flickenteppich an nationalen Regelungen hier eine weitere Marktintegration in Europa. Die Europäische Kommission sollte diese Entwicklung unter Einbeziehung des European Crowdfunding Stakeholder Forum eng verfolgen und ggf. Maßnahmen vorschlagen, um eine stärkere Angleichung der nationalen Regelungen zu erreichen.

**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?**

Insbesondere für Versicherungen als geduldige, langfristig orientierte und auf Sicherheit bedachte Anleger sind viele Formen von Infrastrukturinvestitionen aus ökonomischer Sicht sehr gut geeignet. In Anbetracht der anhaltenden Investitionsschwäche in Deutschland und Europa besteht zudem gesellschaftlicher Bedarf an einem verstärkten Engagement institutioneller Anleger in diesem Bereich. Unglücklicherweise stellt insbesondere das zukünftige Eigenkapitalregime für Versicherungen (Solvency II) in vielen Fällen prohibitiv hohe Anforderungen an die Eigenkapitalunterlegung (von bis zu 59 Prozent), die dies unmöglich machen. Hier sollte deshalb der breite Bereich von Infrastrukturinvestitionen dringend differenzierter behandelt werden und zumindest für solche Klassen von Projekten, die nach klar definierbaren Merkmalen mit einem deutlich reduzierten Risiko verbunden sind, eine Absenkung der Kapitalanforderungen vorgenommen werden. Anknüpfungspunkte hierfür können etwa langfristig prognostizierbare operative Zahlungsströme, ein geringes Ausfallrisiko oder ein staatlich garantierter oder preisregulierter Absatzmarkt sein. Zudem sollte auch die Risikobewertung von Infrastrukturanleihen kritisch überprüft werden, da sie vor dem Hintergrund der historischen Ausfallraten in diesem Bereich zu hoch erscheint.

**13) Würden die Einführung eines standardisierten Produkts oder die Beseitigung bestehender Hindernisse für den grenzüberschreitenden Zugang den Binnenmarkt für die Altersvorsorge stärken?**



Die Ausführungen der Europäischen Kommission zur betrieblichen Altersvorsorge und zu einem möglichen standardisierten Produkt sind noch recht vage, so dass derzeit keine abschließende Beurteilung möglich ist. Wir möchten aber darauf hinweisen, dass die Möglichkeiten und Anforderungen der betrieblichen Altersvorsorge bereits komplex sind, was gerade für kleinere Betriebe eine Hürde darstellt. Die Einführung eines weiteren "standardisierten Produkts", sofern sich dahinter ein weiterer Durchführungsweg verbirgt, könnte diese Komplexität nochmals erhöhen. Zudem darf die Hoheit der Mitgliedstaaten über die Sozialpolitik nicht eingeschränkt werden, so dass hier maximal eine koordinierende Rolle der Unionsorgane sinnvoll vorstellbar ist.

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

Erhebliche Hindernisse für die Entwicklung des europäischen Wagniskapitalmarktes gehen von der nationalen Steuergesetzgebung aus, in Deutschland etwa durch den teilweisen oder sogar vollständigen Wegfall von Verlustvorträgen beim Einstieg eines neuen Investors und die mangelhafte gesetzliche Klarstellung der Steuertransparenz von Wagniskapitalfonds. Diese Fragen unterliegen zwar der nationalen Regelungskompetenz und sollten auch dort verbleiben. Die Europäische Kommission kann aber etwa im Rahmen der länderspezifischen Empfehlungen auf eine Verbesserung hinwirken und auch einen Austausch der Mitgliedstaaten über erfolgreiche Lösungsmodelle für diese Fragen unterstützen.

Für Risikokapitalgeber sind zudem die Möglichkeiten eines späteren Exits insbesondere im Rahmen eines IPOs von großer Bedeutung. Eine praxisgerechte Ausgestaltung der zukünftigen Anforderungen unter MiFiD II, der Prospektrichtlinie, dem Marktmissbrauchsregime und weiteren Kapitalmarktvorschriften trägt damit letztlich auch zur Stärkung des zukünftigen Angebots an Wagniskapital in der EU bei.

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

Die Vielzahl an Maßnahmen zur Verschärfung der Banken- und Finanzmarktregulierung aus den letzten Jahren kann nicht ohne einschränkende Auswirkungen auf die Funktions- und Leistungsfähigkeit des Finanzsektors in Sachen Kreditvergabe bleiben. Auf einige aus unserer Sicht besonders problematische Aspekte wird dazu unter I.2 ausführlich eingegangen. Darüber hinaus erzeugt aber auch die schiere Anzahl der zusätzlichen Belastungen einen Druck auf die

Kreditversorgung der Wirtschaft, auch wenn dessen Auswirkungen in manchen Mitgliedstaaten wie Deutschland derzeit durch die gute Konjunktur überlagert sind.

Hier sind dringend Nachbesserungen erforderlich, um eine Balance zwischen der notwendigen Sicherung der Finanzstabilität und der Leistungsfähigkeit des Finanzsystems als Anbieter von Unternehmensfinanzierung und Risikoabsicherung herzustellen. Hingegen ist es keine Lösung, die Kreditvergabe auf neue, weniger regulierte Akteure zu verlagern. Das erzeugt neue Risiken und verzerrt zugleich den Wettbewerb. Für gleiche Risiken muss es gleiche regulatorische Anforderungen geben.

**19) Welche Maßnahmen könnten Kleinanleger zur Ausweitung ihrer Anlagetätigkeit veranlassen? Was könnte sonst noch getan werden, um den Bürgerinnen und Bürgern der EU beim Zugang zu den Kapitalmärkten mehr Kontrolle zu geben und sie besser zu schützen?**

Von großer Bedeutung für den Kapitalmarktzugang von Kleinanlegern ist eine angemessene Beratung, die insbesondere von Kreditinstituten erbracht wird und Kleinanlegern oft erst die wichtige Rolle von Kapitalmarktprodukten erklärt. Die Erfahrung aus Deutschland zeigt jedoch, dass es hier zu paradoxen Wirkungen kommt, wenn bei der Regulierung der Beratungstätigkeit über das Ziel hinaus geschossen wird. Zum Beispiel können Protokoll- und Informationskosten für Kreditinstitute so hoch werden, dass diese sich aus ökonomischen Gründen aus der Beratung etwa zu Einzelaktien teilweise zurückziehen müssen. Im Ergebnis kommt es sogar zu einem sinkenden Kapitalmarktinteresse von Kleinanlegern. Es ist deshalb von großer Bedeutung, bei den nachgelagerten Rechtsakten zu MiFiD II sicherzustellen, dass eine unbürokratische Beratung von Kleinanlegern weiterhin praktikabel bleibt.

**21) Gibt es weitere Maßnahmen im Bereich der Finanzdienstleistungsregulierung, mit denen sichergestellt werden könnte, dass die EU international wettbewerbsfähig und als Investitionsstandort attraktiv ist?**

Die Europäische Union sollte auch weiterhin bei der Übernahme internationaler Standards stets überprüfen, ob die entsprechenden Vorgaben für die spezifische Wirtschaftsstruktur der EU angemessen sind, und gegebenenfalls die notwendigen Änderungen vornehmen. So sollten etwa die Erleichterungen bei der Eigenkapitalunterlegung von KMU-Krediten nach Art. 501 CRR in jedem Fall beibehalten werden, um eine übermäßige Belastung dieser Unternehmen zu verhindern und sie damit auch für zukünftige Investitionen attraktiv zu halten (s. auch unter I.2). Auch bei der internationalen Diskussion um eine mögliche Verschärfung der Zielwerte für die

Verschuldungsquote sollten die unterschiedliche Natur der Rechnungslegungssysteme sowie die im Vergleich zu den USA relativ geringe Verbriefung von Hypothekenkrediten in Europa ausreichend Beachtung finden. Eine unreflektierte Übernahme von Zielwerten aus anderen Jurisdiktionen könnte der Attraktivität Europas als Investitionsstandort schaden.

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

Unter Frage 1 haben wir bereits darauf hingewiesen, dass das einheitliche Regelwerk derzeit unter verschiedenen Inkonsistenzen und unbeabsichtigten Wechselwirkungen leidet. Vor dem Hintergrund der Kapitalmarktunion sollte zudem das Veröffentlichungsregime für Emittenten, die den Kapitalmarkt in Anspruch nehmen wollen, auf den Prüfstand gestellt werden. Die derzeit auf europäischer Ebene einschlägigen Regelungskomplexe sind nicht sinnvoll miteinander verzahnt, weshalb sie die Emittenten über Gebühr belasten, ggf. auch potenzielle Emittenten von den Möglichkeiten des Kapitalmarktes abhalten, während sie dem Investor nur wenig Mehrwert bieten. Hierzu gehören die verschiedenen Offenlegungspflichten nach der Ersten gesellschaftsrechtlichen Richtlinie, der Prospektrichtlinie, der Transparenzrichtlinie, der Marktmissbrauchsverordnung und der PRIIPs-Verordnung. Eine Harmonisierung über diese Richtlinien hinweg ist überfällig, um Dopplungen und Überschneidungen zu eliminieren, Entlastungen zu prüfen und gleichzeitig einen angemessenen Anlegerschutz zu erreichen.

**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?**

Grundsätzlich erscheinen die Befugnisse der Europäischen Aufsichtsbehörden (ESAs) als ausreichend für eine konsistente, unionsweite Aufsicht. In der Praxis ergeben sich allerdings immer wieder Probleme durch das konkrete von ihnen gewählte Vorgehen.

Zum einen kommt es immer wieder vor, dass die ESAs bei der Vorbereitung nachgelagerter Rechtsakte die vorangegangene politische Entscheidungsfindung nicht ausreichend beachten und eigenwillige Interpretationen annehmen, die weder mit einer historischen noch mit einer teleologischen Auslegung der jeweiligen Rechtstexte auf Level 1 vereinbar sind.<sup>5</sup> Hier ist dringend

---

<sup>5</sup> Zu denken ist hier etwa an die extrem restriktiven Verwendungsmöglichkeiten von Provisionen und die sehr enge Auslegung der „ancillary activity“-Ausnahme nach den ESMA-Vorschlägen zur Umsetzung von MiFiD II.

ein größerer Respekt der ESAs gegenüber dem Unionsgesetzgeber notwendig. Möglicherweise braucht es zudem eine engere organisatorische Anbindung der ESAs an die Europäische Kommission, um ein entsprechendes Verhalten auch institutionell abzusichern.

Zum anderen neigen die ESAs trotz der vielfältigen Aufträge des Unionsgesetzgebers dazu, auch noch auf ihre eigene Initiative hin Leitlinien und Interpretationen zu entwickeln. Dadurch entsteht eine Regelungsmenge, die weder von den ESAs ausreichend auf Konsistenz geprüft werden noch von den Regelungsunterworfenen in angemessener Zeit verarbeitet werden kann. Hier würde eine stärkere Konzentration auf die Regulierung der zentralen Risikotreiber sehr zu einer kohärenten Aufsicht beitragen.

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

Der im Grünbuch aufgeworfene Aspekt, dass Unternehmen aufgrund unterschiedlicher einzelstaatlicher Kollisionsnormen den Gesetzen mehrerer Mitgliedstaaten gleichzeitig unterliegen, ist höchst problematisch.

Die Digitalisierung des Informationsaustausches zwischen Unternehmen und Anteilseigner dürfte – soweit als Wahlmöglichkeit und nicht verpflichtend ausgestaltet – positiv gewertet werden. Die elektronische Wahl in der Hauptversammlung bedeutet aber auch technischen Aufwand und ggf. zusätzliche Kosten, so dass diese Entscheidung den Unternehmen überlassen werden sollte. Diese können dann, abhängig von ihrer Aktionärsstruktur etc. individuell entscheiden, ob sie eine elektronische Abstimmung anbieten.

Die online Registrierung von Unternehmen wird grundsätzlich unterstützt. Allerdings ist die sichere Identifizierung von Gesellschaftern, Geschäftsführern etc. und Authentizität etwaiger Unterlagen sicherzustellen. Allein mit einer elektronischen Signatur ist dies unseres Erachtens derzeit nicht möglich. Der öffentliche Glaube des Handelsregisters muss auch künftig gewahrt werden. Auf die Eintragungen im Handelsregister muss man sich auch verlassen können.<sup>6</sup>

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

---

<sup>6</sup> Vgl hierzu auch die gemeinsame Stellungnahme von DIHK, BDI und BDA zum Vorschlag für eine Richtlinie über Gesellschaften mit beschränkter Haftung mit einem einzigen Gesellschafter vom 18.7.2014.

Auf dem Feld der Unternehmensinsolvenzen bestehen aus unserer Sicht keine Zuständigkeit hinsichtlich materiell-rechtlicher Vorgaben und zudem kein EU-weiter Harmonisierungsbedarf. Eine entsprechende Rechtsangleichung würde nicht zu einer „Verbesserung“ des Rechtsrahmens für Insolvenzverfahren im Binnenmarkt führen. Ganz im Gegenteil, denn das Insolvenzrecht hat stets eine Vielzahl von Wechselwirkungen mit anderen nationalen Rechtsgebieten und muss deshalb passgenau auf nationaler Ebene geregelt werden. Einzelstaatliche materiell-rechtliche Insolvenzvorschriften durch europaweite Regelungen ersetzen zu wollen ist deshalb kein geeignetes Instrument zur Verbesserung der Kapitalmarktintegration in Europa.

**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?**

Einheitliche steuerliche Regelungen für grenzüberschreitende Kapitalanlagen haben eine besondere Bedeutung. Zum Beispiel würden weitere Fortschritte bei der Vereinfachung der grenzüberschreitenden Quellensteuerermäßigung in Fällen von Doppelbesteuerungsabkommen zu einer stärkeren Integration der Kapitalmärkte in der EU beitragen. Dem gegenüber stünde die Einführung einer Finanztransaktionssteuer wie unter I. bereits erläutert im Widerspruch zu den Zielen einer Kapitalmarktunion. Eine solche Steuer würde zu einer steuerlichen Belastung von Finanztransaktionen mit negativen Auswirkungen sowohl für die Kreditinstitute, als auch für Unternehmen und die Kleinsparer führen. In Sachen Altersvorsorge ist sie absolut kontraproduktiv.

Auch bestehen innerhalb der EU unterschiedliche steuerliche Regeln in Zusammenhang mit der Fremdfinanzierung von Unternehmen. Beispielsweise gelten in Deutschland unter bestimmten Voraussetzungen steuerliche Abzugsbeschränkungen beim Darlehensschuldner im Rahmen der sogenannten Zinsschranke, während beim Darlehensgeber die Zinseinnahmen (sofort) steuerpflichtig sind. Diese – oder auch andere – Abzugsbeschränkungen können für betroffene Unternehmen (Darlehensschuldner) kritisch sein. Durch das unabgestimmte Nebeneinander von derartigen nationalen Sonderregeln im EU-Binnenmarkt können sich Wettbewerbsverzerrungen ergeben, die beseitigt werden sollten.

Zur Vermeidung von Wettbewerbsverzerrungen im grenzüberschreitenden Kapitalmarkt sollten zudem Beiträge der Banken in den Sicherungsfonds in allen EU-Ländern gleich behandelt werden hinsichtlich der steuerlichen Abzugsfähigkeit.

Die derzeitigen Überlegungen der OECD zu „Base Erosion and Profit Shifting“ (kurz BEPS), die von der EU unterstützt werden, laufen möglicherweise darauf hinaus, ausländische Investitionen vermehrten Kontroll- und Meldeverpflichtungen zu unterwerfen. Im Sinne der Verhältnismäßigkeit muss darauf geachtet werden, dass grenzüberschreitende Sachverhalte nicht mit zusätzlicher Bürokratie belastet werden und somit unattraktiver 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?**

Für eine effektive Nutzung jeglicher Finanzierungsinstrumente – einschließlich aller Formen der Kapitalmarktfinanzierung – ist ein hohes Maß an Wissen und praktischem Know-How notwendig. Gerade die öffentlich rechtlichen Kammern als Organe der Selbstverwaltung der Wirtschaft tragen in Europa wesentlich dazu bei, diese Informationen für KMU aufzubereiten und zur Verfügung zu stellen und leisten so ihren Beitrag dazu, die Kapitalmarktunion Wirklichkeit werden zu lassen. Derartige Hilfsangebote müssen aber passgenau an die jeweiligen nationalen Bedürfnisse und Strukturen angepasst sein, so dass wir hier keinen Bedarf für gesetzgeberisches Handeln auf Unionsebene sehen.

Ansprechpartner:

Dr. Tim Gemkow, [gemkow.tim@dihk.de](mailto:gemkow.tim@dihk.de)