

Kapitalmarktunion – Was kommt da auf uns zu?

Executive Summary

- > Die EU-Kommission will eine Kapitalmarktunion (*Capital Markets Union* oder CMU) einführen. Am 18. Februar soll es ein entsprechendes „*Green Paper*“ und im Sommer 2015 ein „*White Paper*“ mit konkreten Regelungsvorschlägen geben. Noch also ist es ein Projekt in Arbeit.
- > Die Kapitalmarktunion soll die bankenunabhängige Finanzierung der europäischen Wirtschaft, insbesondere auch kleiner und mittlerer Unternehmen, via Kapitalmärkte und so auch das Wirtschaftswachstum fördern und zugleich Investoren eine breitere und europaweite Auswahl von Anlagemöglichkeiten mit höheren Renditen geben.
- > Themen der Kapitalmarktunion sind (i) die Vereinheitlichung von Regeln und Praktiken für Kapitalmarktprodukte (z.B. qualitativ hochwertiger Verbriefungen, Privatplatzierungen oder Crowdfunding); (ii) die Abschaffung der steuerlichen Bevorzugung von Fremd- gegenüber Eigenkapitalfinanzierungen; (iii) die Verringerung der Fragmentierung europäischer Märkte durch nationale Insolvenzrechte und (iv) der bessere und stärkere Zugang von Investoren auf besser vergleichbare Unternehmensdaten.
- > Aber auch neue Regelungen für langfristig investierende Investmentfonds (ELTIFs), die Überprüfung der Börsenprospektrichtlinie sowie der Regeln für gedeckte Schuldverschreibungen (Pfandbriefe) und vieles mehr ist im Gespräch.

Am 15. Juli 2014 hat der damals noch künftige Präsident der Europäischen Kommission Jean-Claude Juncker in einer Rede vor dem Europäischen Parlament erstmals die Idee einer EU-Kapitalmarktunion (*Capital Markets Union* – CMU) als eines der zentra-

len Ziele seiner Präsidentschaft erwähnt. Die Kapitalmärkte sollten weiterentwickelt und integriert werden, um so die Finanzierung der Wirtschaft zu verbessern und die Kosten für die Aufnahme von Kapital, insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen, zu senken.

Im September 2014 wurde Jonathan Hill dann EU-Kommissar für den neu definierten Bereich Finanzmarktstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion. Er hat danach, z.B. in einer Rede am 6. November 2014, die Idee einer Kapitalmarktunion weiter präzisiert. Sie sei ein Projekt für alle 28 EU-Mitgliedstaaten (d.h. nicht nur – wie die Bankenunion – für die Euro-Zone und andere freiwillige Teilnehmer). Es gehe u.a. um die Regeln, Dokumentationen und Marktpraktiken für Produkte wie Verbriefungen, Privatplatzierungen oder Crowdfunding, aber auch um die unterschiedliche Besteuerung von Eigen- und Fremdkapital, um die divergierenden nationalen Insolvenzrechte und die Vereinheitlichung von Informationen gerade von kleinen Unternehmen für Anleger.

Noch mag die Kapitalmarktunion mit den Worten des Vorsitzenden der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA Steven Maijoor „a concept under construction“, also ein noch nicht genau definiertes Objekt der europäischen Politik sein, aber schon arbeitet in Brüssel ein großes Team daran, diese Idee mit Leben zu erfüllen. Schon sehr bald wird es ein „*Green Paper*“ zur Konsultation und Diskussion des Themas geben. Erklärtes Ziel von Jonathan Hill ist die Vorlage eines „*White Paper*“ (also konkreter erster Regelungsvorschläge) bereits im Sommer diesen Jahres. Was genau kommt da auf uns zu?

1. Hintergrund

Europa erholt sich von der internationalen Finanzmarktkrise viel langsamer als z.B. die USA; selbst in Deutschland sehen wir heute nachlassendes

Wachstum; politische und in der Folge auch wirtschaftliche Unsicherheiten über die Zukunft Griechenlands im Euro-Raum (Stichwort Grexit) und wegen des in der Ukraine wiederentstehenden Ost-West-Konflikts; Deflation als reale Gefahr für die Euro-Zone – weit realer als die früheren Inflationsängste einiger Deutscher; die durch die Sünden der Vergangenheit notwendig gewordene restriktive Haushaltspolitik vieler EU-Mitgliedsstaaten erschwert die wirtschaftliche Erholung; und so kämpft z.Zt. insbesondere die Europäische Zentralbank (EZB) mit ihrer Geldpolitik, zuletzt mit ihrem Euro 1.140 Mrd.-schweren „Quantitative Easing“ (QE), um die Ankurbelung des Wirtschaftswachstums.



Dabei wird die europäische Wirtschaft zu etwa 80% über Banken fremd- und nur zu ca. 20% über die Kapitalmärkte eigenfinanziert. So versucht die EZB gegenwärtig zwar mit neuen Mitteln wie dem QE, aber doch ganz in der Tradition der Offenmarktpolitik europäischer Zentralbanken in den letzten Jahrzehnten, mehr Wirtschaftswachstum dadurch zu erreichen, dass man den Banken mehr Liquidität zukommen lässt, damit diese mehr Kredite vergeben und so als vielzitiertes „Transmissionsriemen“ die Wirtschaft wieder in Gang bringen können. Viel zu wenig wird dabei beachtet, dass die Banken in letzter Zeit weit weniger mangels eigener Liquidität immer weniger Kredite vergeben, sondern weil sie durch die in der Folge des regulatorischen Tsunamis der vergangenen Jahre stark erhöhten regulatorischen (insbesondere auch Eigenkapital- und Liquiditäts-) Anforderungen (Stichworte Basel 3, CRR, CRD 4, EMIR usw.) vielerlei traditionelles Bank- und insbesondere Kreditgeschäft nicht mehr rentabel betreiben können. Erst langsam werden diese Zusammenhänge erkannt bzw. richtig eingeordnet, wie jüngste Äußerungen von EU-Kommissar Jonathan Hill oder EZB-Direktionsmitglied Yves Mersch belegen mögen.

Die Idee einer Kapitalmarktunion nähert sich dieser Problematik von einer anderen Seite: Sie soll die bankenunabhängige Finanzierung der Wirtschaft, eben die Unternehmensfinanzierung via Kapitalmärkte stärken und auf diese Weise das Wirtschaftswachstum in Europa fördern. Der bessere Zugang zu einer breiten und europaweiten Auswahl von Anlagemöglichkeiten mit höheren Renditen soll Europa für Investoren attraktiver machen und zugleich den europäischen (insbesondere auch kleinen und mittleren) Unternehmen Zugang zu alternativen und günstigeren Formen der Finanzierung bieten.

2. Grundzüge der CMU

Mehr Möglichkeiten für beide Seiten, europäische Unternehmen und Investoren, sind die zwei Seiten der neuen Medaille Kapitalmarktunion. Integriert, gut reguliert (aber nur so viel wie nötig) und liquide sollen die europäischen Kapitalmärkte dazu werden. Es soll mehr grenzüberschreitende Anlagemöglichkeiten und tatsächliche Anlagen geben und das nicht nur im kurz-, sondern vor allem auch im langfristigen Bereich.

Elemente

Jonathan Hill hat vier Elemente der künftigen CMU ausdrücklich identifiziert: (i) die Vereinheitlichung von noch national zu unterschiedlichen Regeln, Dokumentationen und Marktpraktiken für Kapitalmarktprodukte. Als Beispiele nennt er ausdrücklich so Unterschiedliches wie Verbriefungsinstrumente, Privatplatzierungen oder Crowdfunding. (ii) Die Steuergesetze würden zurzeit noch Fremdkapitalfinanzierungsformen gegenüber Eigenkapitalfinanzierungen bevorzugen, was überdacht werden müsse. (iii) Die Unterschieden in den nationalen Insolvenzregeln führten zu einer ungesunden Fragmentierung der europäischen Märkte. Und (iv) Investoren bräuchten mehr und besseren Zugang zu besser vergleichbaren Unternehmensdaten, gerade auch über kleine und mittlere Unternehmen, um das Risiko grenzüberschreitender Anlagen besser einschätzen zu können.

Erste Schritte

Auch für erste mögliche Schritte zur CMU hat Jonathan Hill vier Vorschläge gemacht: (i) Die Kommissionsvorschläge zur Regelung langfristig investierender Investmentfonds (*European Long Term Investment Funds* – ELTIFs) sollten noch in diesem

Jahr umgesetzt werden, damit ELTIFs schnell beginnen könnten, dringend benötigte Infrastrukturprojekte zu finanzieren. (ii) Die EU solle, in Abstimmung mit den entsprechenden globalen Bemühungen, einen Regelungsrahmen für qualitativ hochwertige Verbriefungen (*high quality securitisation*) schaffen. (iii) Sehr bald solle eine Überprüfung der derzeitigen Regeln der Börsenprospektrichtlinie erfolgen, um es z.B. Mittelständlern zu erleichtern, über die Börsen ausländische Investoren zu adressieren. Auch überprüft werden sollen die Regeln sowohl für gedeckte Schuldverschreibungen (*covered bonds*, in Deutschland heißt das insbesondere der Pfandbriefgesetz-Vorschriften) als auch allgemein für Privatplatzierungen. Und (iv) etwas längerfristig müsse man darüber nachdenken, wie man besseren Zugang zu Kreditinformationen (Unternehmensdaten) kleiner und mittlerer Unternehmen gewähren könne.

3. Vorschläge

Diese ersten Gedanken zur künftigen CMU haben auch schon gegen Ende 2014 zu einer ganzen Reihe konkreter Vorschläge aus dem Finanzsektor geführt.

So hat Nicolas Véron von Bruegel Policy Contribution zu Recht darauf hingewiesen, dass es eine solche Vielzahl von Kapitalmarktsegmenten und -untersegmenten und -produkten gibt, dass die insoweit typische Innovationsintensität nicht durch Regulierung gefährdet werden dürfe. Deshalb sei es umgekehrt wichtig, mittels „Ordnungspolitik“ eine gute rechtliche Umgebung für die Entwicklung neuer Finanzkonstrukte und neuer Wege der Vermittlung (*intermediation*) von Finanzprodukten sicher zu stellen. Er nennt in diesem Zusammenhang Venture Capital, Private Equity, öffentliche Aktienangebote und IPOs, die Ausgabe von Unternehmensanleihen, den Direktkauf von Darlehen durch Versicherer und Investmentfonds von Banken, die Kreditvermittlung durch spezialisierte Nichtbanken wie Leasingunternehmen und Konsumentenkreditfinanzierern. Auch findet er u.a. sowohl Basel 3 für Banken als auch Solvency 2 für Versicherungen im Hinblick auf Verbriefungen zu restriktiv, das „*fair value accounting*“ für Versicherungen unpassend, schlägt vor, die International Financial Reporting Standards (IFRS) für alle europäischen Banken verbindlich zu machen (was die in Deutschland noch nach Handelsgesetzbuch (HGB) bilanzierenden Institute hart

treffen würde) und zentrale Gegenparteien (CCPs) gesondert zu beaufsichtigen.

Besonders ausführlich ist die Studie „An agenda for capital markets union“ der Association for Financial Markets in Europe (afme), die konkrete 5-Jahre-Ziele für die CMU ebenso vorschlägt (z.B. Anstieg des Anteils der Kapitalmärkte an der Unternehmensfinanzierung um 10 %, Verdoppelung der Emissionsvolumen von Verbriefungen und Privatplatzierungen, usw.) wie einen Aktionsplan (z.B. Unterstützung der Industrie-Initiativen zu qualitativ hochwertigen Verbriefungen und zu Privatplatzierungen; Überarbeitung der betroffenen Regulierungen, insbesondere der regulatorischen Eigenkapitalanforderungen sowie der Prospekt- und der Übernahme-Richtlinien und des Steuer-Regimes für die Eigenkapitalfinanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen; größere Harmonisierung der Insolvenzregeln in der EU; bessere Integration der Clearing- und Settlement-Systeme; Schaffung eines neuen Wertpapierrechts für das Eigentum an Wertpapieren als Kreditsicherheiten (das zielt auf das SLL-Projekt der Kommission); usw.).



Ähnliche Zielsetzungen wie afme schlägt auch der Verband der europäischen Börsen (*Federation of European Securities Exchanges* – FESE) vor, nämlich eine Börsenmarktkapitalisierung von 100 % bis zum Jahr 2020. Auch die Gleichbehandlung in- und ausländischer Investoren und deren angemessene Information liegt FESE am Herzen. Ferner müssten die Kapitalmärkte großen wie kleineren Unternehmen offen stehen, gut reguliert und beaufsichtigt (gerade auch unter Beachtung systemischer Risiken) und transparent sein.

Schon am 27. März 2014 hatte die EU-Kommission selbst eine Mitteilung über „die langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft“ veröffentlicht, die sich – aus heutiger Sicht – wie eine Art Steinbruch für die künftige CMU liest. Dort ist von der Notwendigkeit von Infrastruktur- und Klimaschutz-

anleihen und Anleihen für soziale Projekte ebenso wie von ELTIFs und der Überprüfung vorhandener EU-Rechtsakte wie Prospekt- und Transparenz- sowie der Finanzmärkterichtlinie die Rede. Arbeit der Kommission an der Differenzierung „qualitativ hochwertiger Verbriefungsprodukte“, die Prüfung des Marktes für gedeckte Schuldverschreibungen und der Privatplatzierungsmärkte werden ebenso angesprochen wie die Verbesserung des Finanzierungszugangs für kleine und mittlere Unternehmen und die Förderung von Infrastrukturfinanzierungen, die Evaluierung von Rechnungslegungsstandards und steuerrechtliche Anreize für Eigenkapitalinvestitionen.

Neben viel Lob für den Gedanken der CMU hört man, insbesondere aus Bankenkreisen, aber auch die nicht unberechtigte Sorge, dass dieses Projekt die wichtige Regulierung von Schattenbanken etwas verdrängen können. Ein hoher deutscher Beamter sieht in der CMU gar den möglichen Einstieg in eine neue Deregulierung.

4. Nächste Schritte

Einiges, wenn nicht vieles von all diesen Vorschlägen wird jetzt in die Diskussion über die konkrete Ausgestaltung der CMU gehen. Das für den 18. Februar 2015 geplante „*Green Paper*“ der Kommission wird solche Gedanken zur Konsultation und Diskussion stellen. Spannend wird es sein, was davon als konkrete Regelungsvorschläge seinen Weg ins für den Sommer 2015 geplante „*White Paper*“ finden wird. Wir werden Sie darüber informieren!

Peter Scherer, LL.M. (I.U.)

Rechtsanwalt

Standort Frankfurt am Main

peter.scherer@gsk.de

Urheberrecht

GSK Stockmann + Kollegen - Alle Rechte vorbehalten. Die Wiedergabe, Vervielfältigung, Verbreitung und/oder Bearbeitung sämtlicher Inhalte und Darstellungen des Beitrages sowie jegliche sonstige Nutzung ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von GSK Stockmann + Kollegen gestattet.

Haftungsausschluss

Diese Mandanteninformation enthält ausschließlich allgemeine Informationen, die nicht geeignet sind, den besonderen Umständen eines Einzelfalles gerecht zu werden. Sie hat nicht den Sinn, Grundlage für wirtschaftliche oder sonstige Entscheidungen jedweder Art zu sein. Sie stellt keine Beratung, Auskunft oder ein rechtsverbindliches Angebot auf Beratung oder Auskunft dar und ist auch nicht geeignet, eine persönliche Beratung zu ersetzen. Sollte jemand Entscheidungen jedweder Art auf Inhalte dieser Mandanteninformation oder Teile davon stützen, handelt dieser ausschließlich auf eigenes Risiko.

GSK Stockmann + Kollegen und auch die in dieser Mandanteninformation namentlich genannten Partner oder Mitarbeiter übernehmen keinerlei Garantie oder Gewährleistung, noch haftet GSK Stockmann + Kollegen und einzelne Partner oder Mitarbeiter in irgendeiner anderen Weise für den Inhalt dieser Mandanteninformation. Aus diesem Grund empfehlen wir, in jedem Fall eine persönliche Beratung einzuholen.

www.gsk.de

GSK STOCKMANN + KOLLEGEN

BERLIN

Mohrenstraße 42
10117 Berlin
Tel +49 30 203907-0
Fax +49 30 203907-44
berlin@gsk.de

HEIDELBERG

Mittermaierstraße 31
69115 Heidelberg
Tel +49 6221 4566-0
Fax +49 6221 4566-44
heidelberg@gsk.de

FRANKFURT/M.

Taunusanlage 21
60325 Frankfurt
Tel +49 69 710003-0
Fax +49 69 710003-144
frankfurt@gsk.de

MÜNCHEN

Karl-Scharnagl-Ring 8
80539 München
Tel +49 89 288174-0
Fax +49 89 288174-44
muenchen@gsk.de

HAMBURG

Neuer Wall 69
20354 Hamburg
Tel +49 40 369703-0
Fax +49 40 369703-44
hamburg@gsk.de

BRÜSSEL

GSK Stockmann + Kollegen
209a Avenue Louise
B-1050 Brüssel
Tel +32 2 6260 740
Fax +32 2 6260 749
bruessel@gsk.de

SINGAPUR

GSK Stockmann (Singapore)
Pte. Ltd.
25 International Business Park
German Centre, #04-113
Singapore 609916
Tel +65 6562 8696
Fax +65 6562 8697
singapore@gsk.de

UNSERE PARTNER DER BROADLAW GROUP:

Lefèvre Pelletier & associés in Frankreich, Nabarro in Großbritannien,
Nunziante Magrone in Italien und Roca Junyent in Spanien

www.broadlawgroup.com