

## **Gemeinsame Stellungnahme von BDI und DIHK zum Zusammenwirken von Regulierungsvorhaben im Bereich der Finanzmärkte**

### **1. Allgemeine Anmerkungen**

Wir unterstützen mit Nachdruck die Bemühungen der Politik, die Finanzmärkte stabiler und krisenfester zu machen, insbesondere, weil dies auch der langfristigen Sicherung der Unternehmensfinanzierung dient. Für den Erfolg dieser Bemühungen sind möglichst konsistente und widerspruchsfreie Regelungen zwingend erforderlich. Notwendig ist eine Regulierung „aus einem Guss“. Dabei kommt es ganz entscheidend darauf an, dass das Verhältnis von Kosten zu Ertrag stimmt. Wir haben den Eindruck, dass diese Relation derzeit noch nicht hinreichend ausbalanciert ist. Die Vorhaben müssen zudem ausreichend Rücksicht auf die speziellen Finanzierungsbelange der Realwirtschaft nehmen. Diese hat schon jetzt einen großen Teil der Regulierungslast in Form der Verteuerung der Finanzierung oder eines erheblich erschwerten oder verteuerten Risikomanagements und übermäßiger Bürokratielasten zu tragen. Zahlreiche bereits verabschiedete oder aktuell diskutierte Regulierungsvorhaben bedürfen der Nachjustierung, um die Belastungen der Realwirtschaft so gering wie möglich zu halten.

Hinsichtlich der Frage der Konsistenz regulatorischer Maßnahmen geht es außerdem nicht allein darum, inwieweit bestimmte Vorhaben mit anderen in Einklang stehen und eine gemeinsame Regulierungslogik verfolgen. Es geht auch um grenzüberschreitende Konsistenz. Zwar steht seit 2009 internationale Konsistenz auf der Regulierungsagenda, die Praxis ist aber eine ausgeprägte Fragmentierung. Unbedingt ist auf einen internationalen Gleichlauf der Regulierung zu achten. Dies ist nicht immer der Fall. Wettbewerbsverzerrungen im Finanzsektor können zur Benachteiligung der deutschen und europäischen Realwirtschaft führen.

Auch besteht keine Veranlassung, übereilt im deutschen Alleingang ohnehin geplanten EU-Entwicklungen vorzugreifen. Dies wird leider immer mehr zur Praxis: z. B. bei der Regulierung von Leerverkäufen, beim Restrukturierungsgesetz, bei der Regulierung des Hochfrequenzhandels, beim Trennbankengesetz und bei der Einführung von Product Governance-Pflichten im Rahmen des Kleinanlegerschutzes etc. Folgt später eine europäische Lösung, drohen kosten- und ressourcenintensive Nacharbeiten in der Finanz- und Realwirtschaft.

Allgemein werden die Wechselwirkungen zwischen der internationalen, der europäischen und der nationalen Ebene sowie auch zwischen den einzelnen Instanzen auf internationaler und auf europäischer Ebene nicht ausreichend beachtet und es fehlt bisher an wirksamen Koordinationsmechanismen. Besonders problematisch erscheint es, wenn die nachgelagerten Aufsichtsbehörden auf europäischer Ebene ihre Möglichkeiten zur Vorgabe technischer Normen nutzen, um den Sinn der Vorgaben des europäischen Gesetzgebers zu umgehen. Auch sind die FAQ-Prozesse der Regulierungsbehörden insofern kritisch zu sehen, als durch diese relevante Auslegungen geschaffen werden, ohne dass durch eine vorherige Konsultation oder andere Sicherungsmechanismen die Konsistenz mit anderen Regelungsbereichen und –behörden gesichert ist.

Unsere folgenden Anmerkungen geben Hinweise auf bestehende Inkonsistenzen und begründeten Handlungsbedarf. Dabei beschränken wir uns auf Aspekte, die für die deutsche Wirtschaft besondere Bedeutung haben. Nähere Einzelheiten entnehmen Sie bitte den detaillierten Stellungnahmen von BDI ([www.bdi.eu](http://www.bdi.eu)) und DIHK ([www.dihk.de](http://www.dihk.de)).

## **2. Fehlende Zielgenauigkeit der Regulierung: Inkonsistenzen zwischen Ziel und Mittel**

### **Steigende Regulierungskosten können Kapitalaufbau begrenzen**

Die steigende Regulierung führt zu einer erheblichen Kostenbelastung der Kreditwirtschaft. Zugleich ist es jedoch das erklärte Ziel des Gesetzgebers, die Eigenkapitalausstattung der Kreditwirtschaft zu stärken, um das Finanzsystem widerstandsfähiger zu machen. Ab einem gewissen Punkt können diese beiden Ziele in Konflikt treten, weil steigende Kosten sowohl den Eigenkapitalaufbau aus einbehaltenen Gewinnen als auch die Aufnahme neuen Kapitals am Markt begrenzen. Hier besteht die Gefahr, dass die gegensätzlichen Anforderungen zum Teil nur dadurch erfüllt werden können, dass nicht das Kapital erhöht, sondern die risikogewichteten Aktiva reduziert werden – und damit Nachteile für die Unternehmensfinanzierung entstehen können. Bei den Regulierungskosten muss daher im Blick bleiben, dass Kreditinstitute auch in Zukunft weiterhin profitabel arbeiten können müssen, um ihre gesamtwirtschaftliche Funktion zu erfüllen.

### **Steigende Fixkosten der Regulierung belasten kleine Kreditinstitute überproportional**

Politik und Regulierer erkennen allgemein an, dass gerade die Diversität des deutschen Bankensystems eine Stärke bei der Bewältigung der Folgen der Finanz- und Euro-Staatsschuldenkrise war. Zudem wird im politischen Diskurs oft gefordert, die Größe von Banken müsse beschränkt werden, um etwa die Abwicklungsfähigkeit der Institute zu verbessern. Die Vielzahl und schnelle Folge von Regulierungsvorhaben für die Kreditwirtschaft führt aber faktisch dazu, dass hohe Summen aufgewendet werden müssen, um die Vorgaben zu analysieren, für jedes Institut umzusetzen und geschäftsorganisatorisch und technisch zu implementieren. In vielen Fällen wirken diese Kosten wie Fixkosten, d.h. fallen zu einem erheblichen Teil unabhängig von der Institutsgröße an, und belasten damit gerade kleine und mittelgroße Institute besonders stark. Die Summe der Regulierungskosten erzeugt derzeit den Anreiz zu möglichst großen, zentralen Strukturen – und damit letztlich das Gegenteil der formulierten politischen Zielrichtung. Unternehmen brauchen aber die Möglichkeit, die gesamte Bandbreite von Kreditinstituten unterschiedlicher Größe und deren volles Leistungsspektrum in Anspruch nehmen zu können.

### **Steigende Privilegierung von Staatsanleihen kann systemische Risiken begünstigen**

Ein erklärtes und berechtigtes Ziel der Finanzmarktregulierung ist es, die gegenseitige Abhängigkeit von Staaten und Kreditinstituten zu reduzieren. Tatsächlich besteht jedoch die Gefahr, dass verschiedene regulatorische Vorgaben übermäßige Investitionen in Staatsanleihen durch Fehlanreize sogar noch weiter erhöhen. Ein wichtiges Beispiel hierfür ist die Liquidity Coverage Ratio (LCR), bei der der ursprüngliche Kommissionsvorschlag neben Staatsanleihen nur die Anerkennung weniger weiterer Formen von Vermögenswerten für den Liquiditätspuffer vorsah. Auch wenn hier im

Laufe des Rechtssetzungsprozesses spürbare Verbesserungen erreicht werden konnten, zeigt sich doch deutlich die Gefahr, dass neue Regulierungen die Privilegierung von Staatsanleihen unbedachterweise noch verstärken können.

### **Verschuldungsquote erzeugt unerwünschte Steuerungsanreize**

Die geplante Einführung einer pauschalen Verschuldungsquote, in die alle Geschäfte unabhängig von ihrem Risikogehalt gleichermaßen eingehen, kann unerwünschte Verhaltensanreize schaffen. Für Institute, für die diese Beschränkung bindend wäre, würde ein Anreiz bestehen, die notwendige Reduktion von Bilanzpositionen in erster Linie durch Abbau von margen- und zugleich risikoarmen Geschäften vorzunehmen. Damit könnten etwa Handelsfinanzierungen und Förderkredite betroffen sein, die aber von großer Bedeutung für die Unternehmensfinanzierung sind. In jedem Fall wäre mit einem steigenden durchschnittlichen Risikogehalt der Geschäfte zu rechnen, was nicht der regulatorischen Intention entsprechen kann. Zusätzliche Schwierigkeiten können sich aus dem Zusammenspiel mit der LCR sowie aus der internationalen Vergleichbarkeit ergeben. Müssen Institute zur Befriedigung der neuen Liquiditätsanforderungen einen größeren Vorrat an hochliquiden, aber renditearmen Papieren (und insbesondere Staatsanleihen) vorhalten, verstärken sich diese Probleme, wenn für den Liquiditätspuffer keine Ausnahme geschaffen wird. Zugleich ist die Verschuldungsquote auch nach den Anfang 2014 durch den Baseler Ausschuss vorgenommenen Änderungen international nicht vollständig vergleichbar, da z.B. die „Eigenkapitalgröße“ sich als Residualgröße ergibt und indirekt von allen Bilanzierungsregeln des jeweiligen Rechnungslegungsstandards abhängt. Diese Inkonsistenz zwischen nationalen Anwendungsbereichen kann zu Wettbewerbsverzerrungen führen.

### **Regulierung der Fristentransformation kann unerwünschte Risikoverschiebung bewirken**

Besonders im deutschen Modell der Unternehmensfinanzierung, das auf einer engen Zusammenarbeit von Unternehmen und Bank über einen längeren Zeitraum beruht, ist die Verfügbarkeit langfristiger Investitionskredite ein wichtiger Erfolgsfaktor. Die geplante Beschränkung der Fristentransformationsmöglichkeiten von Kreditinstituten durch Einführung einer langfristigen Liquiditätskennziffer (Net Stable Funding Ratio, NSFR) droht aber eine deutliche Beschränkung langfristiger Finanzierungen herbeizuführen. Da viele Investitionsprojekte aber naturgemäß erst über eine längere Zeitspanne amortisiert werden können, verschwinden die damit verbundenen Anschlussfinanzierungs- und Zinsänderungsrisiken nicht, sondern werden nur auf die investierenden Unternehmen verlagert. Das einzelne Unternehmen hat aber im Regelfall deutlich weniger Möglichkeiten, diese Risiken durch gegenläufige Geschäfte zu begrenzen oder anderweitig abzusichern, so dass diese Risikoverlagerung volkswirtschaftlich zu unerwünschten, höheren Kosten führen kann.

### **Prozyklizität**

Eine ganze Reihe von Regulierungsvorhaben zielt darauf ab, Probleme in Bankbilanzen schneller erkennbar zu machen, um das Eingreifen der Aufsicht zu erleichtern, die Wirkung der Marktdisziplin zu erhöhen und auch das Vertrauen der Marktteilnehmer in gesunde Kreditinstitute zu stärken. Diese Stoßrichtung ist grundsätzlich unterstützenswert. Aus einer Vielzahl derartiger Maßnahmen kann jedoch insgesamt ein prozyklisches Verhalten des Finanzsystems erwachsen, das aus einer makroökonomischen Perspektive letztlich sogar krisenverstärkend wirken kann. Beispi-

le für eine schnellere Anpassung der Bewertungen an widrige Umstände sind die Umstellung der bilanziellen Behandlung der erwarteten Kreditausfälle durch IFRS 9 sowie die abweichende aufsichtliche Bewertung von Vermögenswerten nach „prudential value“ in der CRR gegenüber der üblichen bilanziellen Bewertung nach nationalem Bilanzrecht oder nach IFRS-„fair value“. Durch diese Maßnahmen kann es in einer schwierigen konjunkturellen Phase zu einer schnellen Verschlechterung der Bankbilanzen kommen, auf die mit einem Abbau von Risikoaktiva reagiert wird – durch den die Kreditverfügbarkeit sinkt und die Krise weiter verstärkt werden kann. Hier ist unbedingt die Gesamtwirkung derartiger Standards im Auge zu behalten; ggf. muss hier nachgebessert werden.

### **3. Widersprüchlichkeit der Regulierung: Inkonsistenzen zwischen verschiedenen Vorgaben und Probleme einzelner Vorhaben**

#### **Inkonsistenzen zwischen aufsichtsrechtlichen und bilanzrechtlichen Vorgaben für Kreditinstitute**

Erhebliche Belastungen und oft schwierige Wertungsfragen ergeben sich für die Kreditwirtschaft aus der zunehmenden Auseinanderentwicklung der aufsichtsrechtlichen und bilanziellen Vorgaben, durch die immer stärker parallele Systeme für sehr ähnliche Fragen vorgehalten werden müssen.

So werden etwa bilanzieller Handelsbestand und aufsichtliches Handelsbuch unterschiedlich definiert. Auch müssen Institute selbst dann getrennt einen bilanziellen und einen aufsichtsrechtlichen Konsolidierungskreis bestimmen, wenn sich anhand einfacher Parameter absehen lässt, dass die Ergebnisse beider Kreise nur gering voneinander abweichen können. Die diversen Berichtspflichten aus dem aufsichtlichen Meldewesen, aus den Offenlegungspflichten der Säule III, aus der Risikoberichterstattung im Rahmen des Lageberichts sowie bei IFRS-Instituten aus der Risikoberichterstattung nach IFRS 7 sind trotz z.T. erheblicher inhaltlicher Überschneidungen nicht aufeinander abgestimmt. ESMA und EBA haben jeweils Anforderungen an die Berichterstattung von Instituten im Hinblick auf Stundungen und ihr Verhalten gegenüber säumigen Schuldnern vorgegeben, wobei insbesondere die EBA-Vorgaben z.T. deutlich von den Anforderungen des für IFRS-Institute relevanten IAS 39 abweichen. Ebenso entfernen sich für diese Institute die unterschiedlichen Bewertungsvorgaben unter dem aufsichtlichen „prudent valuation“-Gebot und dem „fair value“-Prinzip der IFRS voneinander, was z.B. auch bei der Abbildung der Ergebnisse des Asset Quality Review zu Schwierigkeiten führen kann.

Die zunehmenden Unterschiede zwischen aufsichtlichen und bilanziellen Standards führen nicht nur zu aufwändigen und teuren Parallelarbeiten. Sie schränken vor allem auch die Verständlichkeit der Ergebnisse ein und drohen damit, eine adressatengerechte Kommunikation – und damit auch eine disziplinierende Marktwirkung der Offenlegung – einzuschränken, wenn nicht mehr verständlich ist, warum Angaben zu gleichen Themenbereichen aus beiden Regelungskreisen voneinander abweichen.

Eine engere Abstimmung zwischen beiden Bereichen sowie, wo möglich, eine stärkere Ausrichtung der aufsichtlichen Berichterstattung an der Entwicklung der Bilanzierungsstandards wäre daher wünschenswert. Keineswegs darf dieses Problem aber dadurch „gelöst“ werden, dass die Aufsicht eigene Interpretationen der eigentlichen Buchhaltungsstandards vorgibt, die für die Institute zu unauflösbaren Konflikten zwischen gleichermaßen bindenden aufsichtlichen und bilanziellen Standards führen könnten.

## **Redundante Meldeanforderungen und unterschiedliche Meldebegriffe**

Die EZB arbeitet derzeit mit dem Projekt AnaCredit an einer Datenbank, die eine Meldung von kreditnehmer- und kreditbezogenen Informationen auf Einzelkreditbasis und unter Verwendung sehr geringer Meldeschwellen vorsieht (z.B. TEUR 50). Parallel dazu besteht derzeit noch das Millionenkreditmeldewesen nach § 14 KWG. Hier sind Überschneidungen absehbar, die eine unnötige Zusatzbelastung verursachen würden. Dies gilt umso mehr, als die seit dem 1.1.2014 bestehenden unterschiedlichen Kreditnehmerbegriffe für das Groß- und Millionenkreditmeldewesen zu einem erheblichen Umsetzungsaufwand führen können, nur um durch die AnaCredit-Datenbank redundant zu werden (die zudem vermutlich ebenfalls zu Begriffsänderungen führen wird). Es sollte geprüft werden, inwieweit durch das AnaCredit-System sowohl das Groß- und Millionenkreditmeldewesen als auch weitere Angaben aus dem Basismeldewesen überflüssig werden könnten.

Auch weicht die Bildung von Kreditnehmereinheiten nach § 14 KWG von den Vorgaben zur Zusammenfassung von Kreditnehmern nach der CRR ab, was einen sehr großen Pflegeaufwand des Datenbestands verursacht. Hier sollte es möglich sein, für aufsichtliche Zwecke zu einer einheitlichen Definition zu kommen. Ähnliche Konflikte drohen auch, wenn das FinAV-Meldewesen national um Meldungen zur Risikotragfähigkeit ergänzt wird, bevor klar ist, welche Änderungen der Anforderungen sich aus den neuen Leitlinien der EBA zum aufsichtlichen Bewertungs- und Überprüfungsprozess (SREP) und aus dem Aufsichtshandbuch der EZB ergeben werden.

## **Diverse Vorgaben zur Aufbauorganisation von Kreditinstituten**

Ein weiteres Beispiel dafür, dass verschiedene, individuell nachvollziehbare Initiativen zu einer erheblichen regulatorischen Belastung führen können, findet sich im Bereich der Vorgaben für die Aufbauorganisation eines Kreditinstituts (und insbesondere im Bereich der Funktionstrennungsanforderungen). Hierfür gilt es, etwa aus dem allgemeinen Bankaufsichtsrecht, dem Wertpapier-Aufsichtsrecht und aus der Geldwäsche-, Terrorismus- und Straftatenprävention getrennte Vorgaben zur Unabhängigkeit bestimmter Funktionen von der Einbindung in die übrige Organisation eines Instituts (z. B. von Compliance- und Geldwäschebeauftragten), zur Prüfung der Zuverlässigkeit von Mitarbeitern, zur Analyse von Risiko- und Gefährdungslagen sowie zur Auslagerung von Unternehmensfunktionen oder -teilen einzuhalten. Da sich die einzelnen Anforderungen immer wieder im Detail unterscheiden, ergibt sich hierdurch ein erheblicher Zusatzaufwand, der bei einer besseren Abstimmung der Normen vermieden werden könnte.

## **Absehbare Inkonsistenzen beim Verbraucherschutz am Finanzmarkt**

Unklar ist derzeit noch die zukünftige Interaktion verschiedener Vorgaben zum Verbraucherschutz am Finanzmarkt. So ist das Verhältnis der Produktinformationsblätter nach deutschem Recht und der zukünftigen Basisinformationsblätter für strukturierte Produkte nach europäischem Recht bisher unbestimmt. Auch das Verhältnis der in der MiFiD II (sowie separat im deutschen Kleinanlegerschutz) geforderten Beschreibung des Zielmarktes eines Produkts zu der in der PRIIPs-Verordnung geforderten Beschreibung des geeigneten Anlegers lässt viele Fragen offen, ebenso wie die zukünftigen Regeln zur Transparenz der Produktkosten unter beiden Regelwerken. Hier müssen die laufenden Arbeiten dringend besser koordiniert und müssen praxisgerechte Lösungen gefunden werden – auch im Interesse der Anleger, für die

verschieden aufbereitete, teilweise divergierende Angaben zum gleichen Produkt einen Verlust an Transparenz bedeuten würden.

## **Umsetzung von EMIR**

Die geltenden EMIR-Pflichten stellen die betroffenen nicht-finanziellen Unternehmen vor große Herausforderungen, obwohl eine Einschränkung der Absicherungsmöglichkeiten für Wirtschaftsunternehmen nicht beabsichtigt war. Das gilt insbesondere, aber nicht nur für die seit 12. Februar 2014 vorgeschriebenen Berichtsansforderungen. Vor allem für mittelständische Unternehmen, die bisher nur geringe oder überhaupt keine Erfahrungen mit Berichtsansforderungen in Bezug auf Kapitalmarkttransaktionen haben, sind die weitreichenden Reportingpflichten mit hohem Bürokratieaufwand verbunden.

Zentral ist in diesem Zusammenhang die Derivatdefinition, also die Frage, welche Derivate unter den Anwendungsbereich der EMIR fallen. Dies bestimmt maßgeblich über die Pflichten der Unternehmen hinsichtlich Clearing, Meldungen und Risikomindeungstechniken. Eine zu weite Definition von Derivaten würde einen unverhältnismäßigen Zusatzaufwand für die Umsetzung der regulatorischen Anforderungen bedeuten. Vor allem die EMIR-Relevanz von warenwirtschaftlichen Lieferverträgen mit „Take-or-Pay-Klauseln“ für den Bezug von Strom, Kohle, Metallen und anderen Rohstoffen bedarf der zweifelsfreien Klärung. Wir wünschen uns mehr Klarheit, dass es sich bei diesen Lieferverträgen nicht um Derivate gemäß der Finanzmarkt-richtlinie MiFID bzw. EMIR handelt, weil ihnen wesentliche derivattypische Eigenschaften (Handel auf organisierten Plattformen, Barausgleich) fehlen. Hierbei geht es vor allem um Devisen- und physisch erfüllte Waretermingeschäfte.

Artikel 85 EMIR sieht bis 17. August 2015 eine Überprüfung von EMIR durch die EU-Kommission vor. Sie wird in Abstimmung mit ESMA und den relevanten sektoralen Behörden eine Bewertung der systemischen Bedeutung der Transaktionen von Nichtfinanzunternehmen mit OTC-Derivaten und insbesondere der Auswirkungen dieser Verordnung auf die Verwendung von OTC-Derivaten durch Nichtfinanzunternehmen vornehmen. Bei dieser Gelegenheit sollten einige EMIR-Pflichten unbedingt auf den Prüfstand. Dies betrifft vor allem das verpflichtende Meldewesen für gruppeninterne Transaktionen, für das es keine überzeugende Begründung gibt. Herausfordernd für die Meldung ist auch die hohe Anzahl an Datenfeldern. Sie sollte auf das für die Zielsetzung des Vorhabens notwendige Maß zurückgeführt werden.

Messung und Berechnung der Clearingschwellen müssen verhältnismäßig sein.

Vielfach noch ungeklärt ist das Procedere, wie ESMA-konforme Unique Trade Identifier (UTI) generiert werden, anhand derer die Derivategeschäfte der beiden Kontrahenten bei den Transaktionsregistern abgeglichen werden. Vielfach melden die Kontrahenten nach wie vor mit unterschiedlichen Pre-UTIs an das Transaktionsregister. Das heißt in der Konsequenz, dass diese Geschäfte nachgemeldet werden müssen, sobald die richtigen UTIs vorliegen.

Generell plädieren wir dafür, die Meldepflicht von Derivaten unter EMIR auf eine einseitige Meldepflicht für Finanzinstitute zu reduzieren, analog dem Dodd Frank Act. Unseres Erachtens ist der Mehrwert der aktuell vorgeschriebenen zweiseitigen Meldung von Derivatetransaktionen durch Finanzinstitut und Unternehmen marginal und steht in keinem Verhältnis zu den verursachten Kosten. Dies ist insbesondere darauf zurückzuführen, dass derzeit ein Matching der Derivatemeldungen nur in

einem sehr begrenzten Umfang möglich ist. Meldungen erfolgen an unterschiedliche Transaktionsregister, die verschiedene Meldeformate benutzen. Ein Matching der Meldedaten ist daher per se nur eingeschränkt möglich. Sofern man nicht an dem betreffenden Transaktionsregister angemeldet ist, sind die dort gemeldeten Dateninhalte auch nicht einsehbar, so dass ein Vorababgleich von Meldungen in unterschiedliche Transaktionsregister nicht möglich ist.

Zudem erlauben die technischen Standards einen gewissen Interpretationsspielraum bezüglich der Meldeinhalte, so dass hierdurch trotz Übereinstimmung in Transaktionsdaten eine unterschiedliche Meldung erfolgt. Die Systeme der Transaktionsregister (insbesondere DTCC) scheinen auf die Datenfülle nicht ausreichend eingestellt zu sein, eine Einsicht auf aktuelle Meldereports war in den letzten Monaten nur eingeschränkt möglich. Ständige Änderungen an den Meldeformaten verursachen für die Realwirtschaft zudem Komplexität und wiederkehrende Kosten.

Aus dem Parallellauf diverser Regulierungsvorhaben resultieren im Rahmen der Einführung zusätzlicher Meldepflichten weitere signifikante Kosten. Die Implementierungsaufwände für die Umsetzung der EMIR-Vorschriften haben bereits zu einer hohen Belastung für Unternehmen der Realwirtschaft geführt. Daher ist aus unserer Sicht eine möglichst umfangreiche Harmonisierung der Meldepflichten (insbesondere unter EMIR, REMIT und MiFID II) zwingend erforderlich. Ein möglichst hoher Konsistenzgrad hinsichtlich der zu meldenden Daten (i.W. Form und Inhalt) ist unerlässlich, da eine Implementierung verschiedener Meldesysteme einen nicht mehr administrierbaren Aufwand verursachen würde.

Die Clearingpflicht nach EMIR kann zudem problematische Wechselwirkungen mit anderen Vorgaben erzeugen, weil die zentralen Kontrahenten in großem Umfang erstklassige Staatsanleihen als Sicherungsinstrumente einfordern werden, während insbesondere die LCR zugleich auch von den Instituten fordert, selbst entsprechende Bestände zu halten. Im Fall einer Sicherheitenknappheit könnte es letztlich zu einer Einschränkung der möglichen Transaktionen mit einer Belastung der Absicherungsmöglichkeiten für Unternehmen kommen.

## **REMIT**

Die Veröffentlichung von CO<sub>2</sub>-Insiderinformationen gemäß MAR bzw. Energie-Insiderinformationen gemäß REMIT könnte ggf. mit bestehendem Kartellrecht (Signalling-Vorwurf) kollidieren. Aufgrund der hohen Korrelation von CO<sub>2</sub>-Emissionen und der Rohstahlproduktion wäre durch die Veröffentlichung von CO<sub>2</sub>-Informationen eine Hochrechnung der geplanten Rohstahlproduktion je Produzent möglich. Wenn beispielsweise Produzent A seine CO<sub>2</sub>-Emissionsprognose veröffentlicht, könnte Produzent B die entsprechende Rohstahlproduktion von A ermitteln und darauf reagieren, indem er ebenso verfährt. Dies ist als kartellrechtlich kritisches „Signalling“ zu verstehen. Um diesem entgegenzuwirken ist zumindest eine Aggregation der Daten bzw. eine Anonymisierung der Daten zwingend sicherzustellen.

Die betroffenen Unternehmen sind zudem besorgt, dass im Zuge von REMIT weitere Meldepflichten auf sie zukommen könnten. So hat die Bundesnetzagentur angekündigt, dass sie von der Möglichkeit des Markttransparenzstellengesetzes Gebrauch machen möchte und so noch mehr Daten einfordern würde als schon unter REMIT gefordert (Verordnung noch ausstehend). Diese zusätzlichen Datenanforderungen treffen vor allem den Strombereich (Erzeugungsanlagen). Weitere Meldepflichten

sollten aus unserer Sicht vermieden werden, da Unternehmen der Realwirtschaft durch die bestehenden Meldepflichten bereits stark belastet sind.

Problematisch ist der Umfang des Reportings unter REMIT auch, weil hier in den Implementing Acts in Artikel 4 nur eine „List of contracts reportable at request of the Agency“ gesetzt ist. In der Regel sollen diese Verträge danach nicht gemeldet werden müssen. Im Rahmen der derzeit bestehenden Regelung ist jedoch jederzeit eine behördliche Nachforderung möglich, die einen hohen Zusatzaufwand bereiten würde. Auch die Definition von Schwellengrenzen für Meldepflichten im Erdgasbereich ist derzeit noch offen, genauso wie die Konkretisierung der Grenzen für Großverbraucher (derzeit 600 GWh). Aus beiden Sachverhalten könnten sich darüber hinaus weitere Meldepflichten ergeben.

### **Technische Standards zur Derivatennutzung unter MiFID II**

Wir haben wiederholt gefordert, den praxisgerechten Einsatz von Derivaten zur Absicherung operativer Risiken von nicht-finanziellen Unternehmen nicht unverhältnismäßig zu erschweren oder zu verteuern. Die Nebentätigkeitsausnahme sollte daher so schlank wie möglich ausgestaltet werden. Die von ESMA vorgeschlagenen Regeln zur Einhaltung der Regeln sind sehr komplex und für die meisten nicht-finanziellen Unternehmen ungeeignet. Wir unterstützen daher die Forderung des Deutschen Aktieninstituts zur Einführung einer „de minimis Ausnahme“. Absicherungsderivate sind grundsätzlich von Positionslimits ausgenommen. Auch für sie sollte eine entsprechende de minimis-Regelung vorgesehen werden.

Viele von den Unternehmen genutzte Absicherungsderivate werden in engen und illiquiden Märkte gehandelt. Die Transparenzanforderungen für elektronische Plattformen, systematische Internalisierer und Investmentfirmen müssen den Besonderheiten dieser Instrumente Rechnung tragen, auch um die Vertraulichkeit von Geschäftsdaten der Unternehmen zu wahren.

Der Handel auf eigene Rechnung mit Warenderivaten, Emissionszertifikaten und Derivaten hierauf (einschließlich Market Making) sollte künftig nur dann keine MiFID-Lizenz erfordern, wenn er auf individueller und aggregierter Basis auf der Ebene der Unternehmensgruppe eine Nebentätigkeit darstellt. Kostspieliges Mehrfachreporting gleicher Sachverhalte muss unbedingt vermieden werden. Die Reportinganforderungen sollten sich an existierenden Standards, insbesondere zu EMIR, orientieren. Es sollte Aufgabe der Transaktionsregister sein, die Aufsichtsbehörden und Handelsplattformen mit Informationen über die gehaltenen Derivatepositionen zu versorgen.

### **Bankenstrukturreform**

Wir halten den vorliegenden EU-Verordnungsentwurf für kein geeignetes Instrument, systemische Risiken zu kontrollieren. Wir befürchten stattdessen erhebliche negative Auswirkungen auf das Universalbankensystem und die Finanzierung sowie das Risikomanagement der Realwirtschaft. Besonders problematisch sind Artikel 11 und 12 des Verordnungsvorschlags. Danach darf die sogenannte „Kernbank“ lediglich solche Derivate mit Endkunden abschließen oder selbst nutzen, die clearingfähig sind. Industrieunternehmen nutzen dagegen in erheblichem Umfang maßgeschneiderte Derivate, für die ein zentrales Clearing nicht möglich ist. Nur so können sie Währungs-, Zins- und Rohstoffpreisrisiken aus ihrem operativen Geschäft optimal absichern.



Der EU-Vorschlag wird das Risikomanagement von Unternehmen der Realwirtschaft deutlich erschweren und ihnen Absicherungsmöglichkeiten nehmen. Der Verordnungsvorschlag konterkariert zudem politische Grundsatzentscheidungen u.a. aus der EU-Derivateverordnung EMIR, den neuen Eigenkapitalforderungen für Kreditinstitute CRD/CRR und der Finanzmarktrichtlinie MiFID II, die den besonderen Charakter von Hedginggeschäften der Realwirtschaft explizit anerkennen. Diesbezügliche Beschränkungen müssen unbedingt aufgehoben werden, um die bewährte und effiziente Versorgung der Unternehmen mit Instrumenten des Risikomanagements nicht zu gefährden.

Problematisch wäre es, wenn im Gefolge der Separierung von Handelsaktivitäten der Kernbank das Market Making untersagt würde. Die bewährte Zusammenarbeit zwischen Emittenten, Banken und Investoren bei der Emission wäre nicht mehr möglich. Zugleich würde die Marktliquidität verringert. Schon jetzt ist es für Investoren in Unternehmensanleihen sichtbar schwieriger geworden, nach der ersten Zuteilung die Papiere wieder zu verkaufen. Die Wertpapiermärkte sind regulierungsbedingt illiquider geworden. Größere Verkäufe können so einen erheblichen Marktdruck auslösen. Eine Separierung des Market Making könnte diese Tendenz verstärken.

Zudem tritt das geplante Trennbankensystem in Widerspruch zur gleichzeitigen Verankerung der Gruppenverantwortung für die konzernweite Steuerung in anderen Bereichen des Bankaufsichtsrechts, etwa im aktuellen Konsultationspapier der EBA zum Supervisory Review and Evaluation Process. Geschäftsprozesse können aber nicht zugleich separiert und wirksam gemeinsam gesteuert werden.

Auch zeigt sich in diesem Bereich erneut das Problem der zeitlichen Abstimmung deutscher und europäischer Vorgaben, da für den Fall einer Verabschiedung der EU-Trennbankenverordnung ggf. nachträglich Änderungen an den jetzt bereits nach deutschem Recht zu vollziehenden, aufwändigen Umstrukturierungsprozessen vorzunehmen sein werden.

## **Änderung der Anlageverordnung**

Der vorliegende Referentenentwurf zur Reform der Anlageverordnung steht im deutlichen Widerspruch zum Koalitionsvertrag, nach dem Deutschland als Fondsstandort attraktiv gemacht werden soll. Die Beschränkung der Anlagemöglichkeiten der regulierten Unternehmen läuft einem zentralen Kernanliegen der Bundesregierung zuwider, die Rahmenbedingungen für Wagniskapital international attraktiver zu machen. Zudem hätte die Neuregelung Einbußen in der (privaten) Altersversorgung zur Folge, was gerade mit Blick auf die dringend notwendige Flankierung der gesetzlichen Rente nicht wünschenswert wäre.

Die Kapitalanlage von Versicherungsunternehmen, Pensionskassen und berufsständischen Versorgungswerken spielt für die gesamte deutsche Volkswirtschaft eine wichtige Rolle. Die Fähigkeit der institutionellen Anleger, diese Finanzierungsrolle auch künftig auszufüllen, hängt sehr wesentlich von der Ausgestaltung der regulatorischen Rahmenbedingungen ab. Würden die vorgeschlagenen Änderungen der Anlageverordnung umgesetzt, käme es zu erheblichen Einschränkungen für Fondsinvestitionen. Des Weiteren sind nur Eigenkapital- und eigenkapitalähnliche Investitionen möglich. Auch im VC-Bereich kommt es aber zu Fremdkapitalinvestitionen (z. B. Überbrückungsfinanzierungen in Notsituationen). Da die Beschränkung auf eigenkapitalähnliche Investitionen nicht sinnvoll ist, bliebe nur eine Investition über die Öffnungsklausel. Dies ist aber weder gewünscht noch effektiv, denn hier stehen

einer Versicherung in der Regel nur 5 Prozent (im Einzelfall erweiterbar auf 10 Prozent) ihres relevanten Vermögens zur Verfügung, das sie im Regelfall bereits für andere Zwecke benötigt. Wir plädieren deshalb dafür, auf neue – aufsichtsrechtlich nicht gebotene – Restriktionen zu verzichten, die der zunehmenden Rolle des Eigenkapitals in der Finanzierung der Realwirtschaft zuwiderlaufen.

## **Umsetzung von Solvency II**

Wir begrüßen die Absicht des Gesetzgebers, auch über eine grundlegende und umfassende Modernisierung der Solvenzanforderungen für Versicherungsunternehmen die Finanzmärkte stabiler und krisenfester zu machen. Die Verbesserung der finanziellen Solidität und des internen Risikomanagements der Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen kommt letztlich auch der Realwirtschaft zugute. Auch der vorliegende Gesetzentwurf zur Modernisierung der Finanzaufsicht über Versicherungen zur Umsetzung von Solvency II könnte aber die Bereitstellung von Risiko- und Fremdkapital sowie die Absicherung von firmeneigenen Versicherungsrisiken für die Unternehmen empfindlich beeinträchtigen.

Versicherungslösungen über firmeneigene Erst- und Rückversicherer (sog. Captives) weisen ein spezielles Risikoprofil auf, das nicht der weitgehenden Aufsicht, wie sie im Gesetzentwurf angelegt ist, bedarf. Die hohen regulatorischen Anforderungen führen zu erhöhtem personellen Aufwand, Kosten und Komplexität und gehen zu Lasten der Transparenz ohne zusätzlichen Erkenntnis- und Sicherheitsgewinn. Die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Captive-Konstruktionen, bei denen firmeneigene (Rück-)Versicherungsunternehmen dem Zweck dienen, das Mutterunternehmen bzw. die Gruppe zu versichern oder rückzuversichern, sollten mit Augenmaß erfolgen und dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit gemäß § 296 VAG entsprechen. Dies soll sicherstellen, dass sie der Wesensart, dem Umfang und der Komplexität der Tätigkeit des jeweiligen Versicherungsunternehmens und seiner individuellen Risikosituation gerecht werden. Einer einzelnen Captive kommt keine systemisch relevante Bedeutung für das Versicherungssystem in seiner Gesamtheit zu. Wir plädieren dafür, den Grundsatz der Proportionalität möglichst weit zugunsten der Captives anzuwenden, um erfolgreiche und unbedenkliche Strukturen nicht zu zerstören.

Der Gesetzentwurf schließt künftig Finanzanlagen von Versicherungen in geschlossene Fonds aus, die nicht dem Grundsatz der Risikomischung entsprechen. Dies steht im Widerspruch zu der erklärten Absicht der Bundesregierung, die Rahmenbedingungen für Finanzierung von Infrastrukturvorhaben zu verbessern. Da nunmehr auch die geschlossenen Fonds reguliert sind und es zumindest in Teilen an der gemäß § 215 VAG geforderten Risikomischung fehlt, stellt sich die Frage, wie Investitionen in diese Vehikel weiterhin ermöglicht werden können. Betroffen wären z. B. geschlossene Immobilienfonds mit nur einem Objekt, aber auch Private-Equity-Fonds. Wir plädieren deshalb dafür, den zulässigen Anlagekatalog zu erweitern und für diese Anlagen das Erfordernis der Risikomischung aufzuheben. Die Risikobegrenzung sollte, wie dies auch die Regulierungslogik von Solvency II erfordert, durch eine ausreichende Unterlegung mit Eigenkapital erfolgen.

## **High-Quality-Verbriefungen**

Wir begrüßen, auch im Lichte der erheblichen Probleme beim Finanzierungszugang in zahlreichen Mitgliedsländern der EU, das politische Bekenntnis, den Markt für qualitativ hochwertige Verbriefungen mit realwirtschaftlichem Hintergrund zu bele-

ben. Die nachweislich hohe Sicherheit und die steigende Relevanz solcher ABS-Transaktionen als Finanzierungsoption verlangen eine differenzierte Behandlung in der regulatorischen Diskussion. Im Interesse einer nachhaltigen und diversifizierten Finanzierung gerade auch des deutschen Mittelstands sollten die Potenziale dieser Finanzierungsoption ausgebaut und breiter genutzt werden. Mit der Verabschiedung der delegierten Rechtsakte hinsichtlich LCR und Solvency II werden nunmehr auch High Quality-Verbriefungen für Wohnimmobilien, Auto-ABS, Mittelstands- und Konsumentenkredite einbezogen.

Leider konterkarieren aber weiterhin manche regulatorische Vorschläge die politischen Bemühungen zur Förderung von High-Quality-Verbriefungen. Problematisch ist insbesondere die in besagten delegierten Rechtsakten enthaltene Anforderung, dass solche Forderungen von der Verbriefung ausgeschlossen werden sollen, bei denen die externe Bonitätsbeurteilung ein signifikantes Ausfallrisiko indiziert. Dies ist gemäß IFRS 9 dann der Fall, wenn die Forderungen nicht mindestens „Investment Grade“ aufweisen. Auch den Ausschluss von Kunden mit adverser Kredithistorie halten wir für problematisch, solange unklar ist, was darunter zu verstehen ist und wie weit diese in die Vergangenheit reichen muss.

Alles in allem würden diese restriktiven Qualitätsanforderungen dazu führen, dass weite Teile der Forderungen gegenüber wirtschaftlich gesunden mittelständischen Unternehmen von der High-Quality-Verbriefung ausgenommen werden. Offenbar ist die richtige Balance zwischen den Qualitätsanforderungen an die verbrieften Forderungen und den ökonomischen Erfordernissen, Wachstum und Beschäftigung in der EU durch eine reibungslose Finanzierung zu fördern, noch nicht gefunden. Die eindeutig zu weit gehende „Impairment-Anforderung“ widerspricht im Übrigen der von der Politik und der EU-Kommission propagierten Zielsetzung, die Kreditvergabe an die mittelständische Wirtschaft in Europa mittels Verbriefungen wiederzubeleben. Wir plädieren deshalb dafür, die Qualitätsanforderungen für verbrieftete Forderungen in verantwortlicher Weise weiter zu entwickeln.

## **Finanztransaktionssteuer**

Die geplante schrittweise Einführung der Finanztransaktionssteuer mit der Besteuerung von Aktien und Aktienderivaten als Minimallösung zielt zwar auf die Finanzwirtschaft, würde jedoch vor allem die Unternehmen der Realwirtschaft und die privaten Sparer treffen. Dies steht in krassem Widerspruch zum Koalitionsvertrag, der die Verschonung beider Bereiche als Bedingung für die Einführung der Finanztransaktionssteuer festgeschrieben hatte.

Die Belastungen resultieren vor allem aus dem Derivateinsatz der Unternehmen, der zur Absicherung des operativen Geschäfts vor allem gegen Wechselkurs- und Zinsschwankungen erfolgt. Zudem wird die betriebliche Altersvorsorge von den Steuerplänen getroffen, da ein wesentlicher Teil der Pensionsansprüche der Arbeitnehmer in steuerpflichtigen Wertpapieren angelegt wird. Über die direkten Effekte hinaus wird die Finanztransaktionssteuer voraussichtlich die Liquidität der Märkte für Wertpapiere und derivative Finanzinstrumente deutlich verringern. Dies würde zu weiteren Transaktionskosten und damit zu höheren Finanzierungs- und Absicherungskosten bei Unternehmen führen. Die Idee, auch Derivatetransaktionen zu besteuern, selbst wenn diese der Risikoabsicherung dienen, würde das Risikomanagement der Unternehmen verteuern. Dies steht im Kontrast zu dem Versuch, derartige Instrumente nach EMIR möglichst wenig zu belasten.

Die Umsetzung des Vorhabens verlangt trotz der geplanten Minimallösung praxisgerechte Lösungen für grundsätzliche Erhebungs- und Kontroll- sowie Haftungsfragen. Ebenso ungelöst ist neben der Belastungswirkung für die Realwirtschaft die extraterritoriale Wirkung der Finanztransaktionssteuer. Für all diese grundlegenden Fragen bedarf es Lösungen, die im engen Dialog mit den betroffenen Branchen zu erörtern sind.

### **Gesetz zur Verringerung der Abhängigkeit von Ratings**

Der Deutsche Bundestag hat am 7. November 2014 das Gesetz zur Verringerung der Abhängigkeit von Ratings verabschiedet. Zweifellos hat die schematische Übernahme der Ratings von Ratingagenturen zur Einstufung der Bonität von Kreditnehmern, Wertpapieren und sonstigen Adressenausfallrisiken zu aufsichtsrechtlichen Zwecken wesentlich zum Entstehen der Finanzmarktkrise im Herbst 2008 beigetragen. Mit dem Gesetz zur Verringerung der Abhängigkeit von Ratings soll die BaFin die von Investoren eingerichteten Verfahren zur Bewertung des Ausfallrisikos der gehaltenen Anlagen überwachen und dem automatischen Rückgriff auf derartige Ratings entgegenwirken.

Hauptadressat der überarbeiteten Ratingverordnung CRA III, die mit dem Gesetzentwurf in nationales Recht überführt werden soll, sind zwar die Ratingagenturen. Verschiedene Regelungen betreffen aber auch die Emittenten selbst, so z. B. insbesondere die Vorschriften zur Inanspruchnahme mehrerer Ratingagenturen und die daran anknüpfenden Dokumentationspflichten. Ein Verstoß gegen diese Pflichten wird als Ordnungswidrigkeit geahndet. Wir halten dies für überzogen und plädieren für angemessene Emittentenpflichten, zumal manche Fragen, etwa hinsichtlich der Anforderungen an Prüfung und Dokumentation, noch nicht hinreichend konkretisiert sind. Bei grenzüberschreitenden Emissionen bleibt zudem unklar, welche lokalen Aufsichtsbehörden zuständig sind. Durch die doppelte Regelung der Ordnungswidrigkeitstatbestände im WpHG und im WWG und VAG könnte neben der deutschen Banken- oder Versicherungsaufsicht auch die ausländische Wertpapieraufsicht zuständig sein und derselbe Sachverhalt unterschiedlichen lokalen Anforderungen unterliegen. Dies sorgt bei den betroffenen Unternehmen für hohe Verunsicherung.

### **Schattenbanken**

Wir unterstützen die Politik in ihrem Bemühen, die systemischen Risiken für die finanzielle Stabilität durch Aktivitäten auch außerhalb des regulierten Bankensystems zu kontrollieren. Wir begrüßen daher die Zielsetzung, die Transparenz des Schattenbankensektors zu verbessern. Unverständlich ist aber, warum dann von Seiten der EU-Kommission im Rahmen der „Kapitalmarktunion“ immer wieder auf vermeintlich kostengünstigere Möglichkeiten zur Finanzierung durch Akteure verwiesen wird, die nicht der Bankenregulierung unterliegen. Hier müssen gleiche Wettbewerbsbedingungen sichergestellt sein.

Zudem müssen Regeln für die im Einzelnen sehr unterschiedliche Tätigkeit von Schattenbanken zielgenau ausgestaltet werden. Auch Finanzintermediäre außerhalb des Geschäftsbankenwesens können wichtige Finanzierungsfunktionen für Unternehmen erfüllen. Der Fokus sollte auf den nicht beaufsichtigten Unternehmen und Aktivitäten liegen, die eine signifikante systemische Bedrohung für die Finanzstabilität darstellen.

Nach dem vorgeschlagenen Transparenzregime sollen alle Vertragsparteien eines Wertpapierleih- oder Repo-Geschäfts jede einzelne Transaktion melden. Dies würde unnötigerweise auch größere Industrieunternehmen betreffen, die im Rahmen des Cash-Management Repo-Geschäfte abschließen. In jedem Fall sollten die Meldepflichten schlank gehalten werden, eine Delegation der Meldepflichten an die Kreditwirtschaft als Vertragspartner sollte möglich sein.

Die vorgesehenen Regelungen für Geldmarktfonds sind nicht praxisgerecht: Der dreiprozentige Kapitalpuffer für Geldmarktfonds mit festem Anteilswert (Constant Net Asset Value Fonds, CNAV Fonds) macht die betroffenen Fonds unwirtschaftlich. Damit würde eine der wichtigsten faktischen Alternativen für die Anlage liquider Mittel realwirtschaftlicher Unternehmen nicht mehr bestehen. Diese bevorzugen aus verschiedenen Gründen in der Regel Geldmarktfonds mit festem Anteilswert. Eine stärkere Konzentration der Kassenhaltung bei Banken mit entsprechend höheren Konzentrations- und Gegenparteirisiken wäre die Folge. Auf diesen Kapitalpuffer sollte daher verzichtet werden. Die Auflagen für die Investmentpolitik (insbesondere mit Blick auf verbrieft Instrumente wie ABCP) lassen Geldmarktfonds als Investorengruppe für die betroffenen Papiere ausfallen. In ähnliche Richtung wirkt das Gesamtpaket, das vermutlich darauf hinausläuft, dass das in Geldmarktfonds angelegte Volumen sinkt. Mindestens die Anlagebestimmungen in Bezug auf ABCP sollten daher überarbeitet werden, da es sich dabei um ein wichtiges Finanzierungsinstrument für die Realwirtschaft handelt.

Auch muss bei zukünftigen Maßnahmen zur Schattenbankenregulierung klar zwischen den Akteuren unterschieden werden, die bereits einer ausreichenden Aufsicht und Kontrolle nach anderen Normen unterliegen, und tatsächlich unregulierten Bereichen. So unterliegen Leasingunternehmen bereits einer risikoadäquaten nationalen Regulierung, die nicht durch weitere pauschale Vorgaben in Bezug auf vermeintliche Schattenbanken überfrachtet werden sollte.