

Kapitalmarktunion – Aktionsplan der EU-Kommission mit guten Ideen, aber auch nicht so guten Vorschlägen

Executive Summary

- > Der Gedanke einer Europäischen Kapitalmarktunion (vgl. unseren GSK Update vom 11.02.2015 „Kapitalmarktunion – Was kommt da auf uns zu?“) kommt voran. Am 30. September hat die EU-Kommission ihren „Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion“ veröffentlicht.
- > Es geht darum, Finanzierungsalternativen zu fördern, Alternativen zur Bankfinanzierung von Unternehmen, gerade auch kleinen und mittleren Unternehmen und Start-ups, insbesondere eben die Kapitalmärkte, aber auch Venture Capital, Crowdfunding und die Vermögensverwaltungsbranche. Zugleich sollen Hindernisse für grenzüberschreitende Investitionen beseitigt werden.
- > Dabei verfolgt die Kommission einen „pragmatischen, schrittweisen Ansatz“: Viele einzelne Schritte dienen einem gemeinsamen Ziel, der Stärkung der Kapitalmarktorientierung der europäischen Unternehmensfinanzierung. Aber jeder Schritt macht – hoffentlich - auch unabhängig von den anderen Sinn. Jetzt ist es wichtig, die im Aktionsplan vorgeschlagenen Schritte und Maßnahmen auf ihre Tauglichkeit und Angemessenheit hin zu prüfen.
- > Was ist dabei für wen besonders interessant?
 - Für Banken: Neue Regeln über künftig regulatorisch (gerade auch bei der Eigenkapitalberechnung) privilegierte hochwertige Verbriefungen (Ziffer 2 unten), Pläne für einen europäischen Markt für gedeckte Schuldverschreibungen/Pfandbriefe (Ziffer 4 unten), die beabsichtigte Analyse der kumulativen Wirkungen des EU-Rechtsrahmens für Finanzdienstleistungen (Ziffer 6 unten), ein Grünbuch über Finanzdienstleistungen für Verbraucher (Ziffer 8 unten),
 - die Harmonisierung des Wertpapierrechts bei sammelverwahrten Wertpapieren sowie die Pläne zur Förderung von Kreditgenossenschaften (Ziffer 10 unten).
 - Für Versicherungen: Die Förderung von Infrastrukturinvestitionen durch Änderung der Regeln zur regulatorischen Eigenkapitalberechnung von Versicherern (Solvabilität 2) (Ziffer 3 unten).
 - Für Fonds: Überlegungen zur Überarbeitung der Regeln für Europäische Risikokapitalfonds (EuVECA) und Fonds für soziales Unternehmertum (EuSEF) (Ziffer 5 unten), ebenfalls die Pläne für kumulative Auswirkungsanalysen des EU-Finanzdienstleistungsrechts (Ziffer 6 unten) sowie zur Harmonisierung der Regeln für Kreditfonds (Ziffer 10 unten).
 - Für Fintechs: Prüfung der Unterstützung von Crowdfunding und Business Angels (Ziffer 9 unten).
 - Für KMU und Start-ups: Die Reform der Prospektrichtlinie (Ziffer 7 unten), die Crowdfunding und Business Angels-Überlegungen (Ziffer 9 unten) und die Pläne zur besonderen Unterstützung kapital-suchender KMU sowie zur Förderung von Privatplatzierungen (Ziffer 10 unten).
 - Für Verbraucher: Der Plan eines Grünbuchs der Kommission über Finanzierungsleistungen für Verbraucher (Ziffer 8 unten).
 - Und für alle: Die Gedanken zur Harmonisierung der europäischen Insolvenzrechte, zur Überprüfung und ggfs. Beseitigung der unterschiedlichen Behandlung von Fremd- und Eigenkapitalfinanzierung im Steuerrecht sowie allgemein zu mehr Harmonisierung im Finanzsektor (Ziffer 10 unten).

In der zweiten Hälfte des Jahres 2014 wurde bei der EU-Kommission der Gedanke einer Europäischen Kapitalmarktunion geboren (vgl. den GSK Update „Kapitalmarktunion – Was kommt da auf uns zu?“ vom 11. Februar 2014) und führte zu einem am 18. Februar 2015 veröffentlichten „Grünbuch“. Damit einher ging eine umfangreiche Konsultation interessierter Kreise, in deren ca. 700 Antworten die Idee der Kapitalmarktunion und eines schrittweisen Vorgehens bei deren Schaffung befürwortet wurde – und deren Ergebnisse genau diejenigen Hindernisse grenzüberschreitender Investitionen identifizierten, die von der Kommission im „Grünbuch“ nachgefragt worden waren. Im Februar war noch davon die Rede, dass im Sommer ein „Weißbuch“ mit konkreten Vorschlägen folgen solle. Dann wurde aus Sommer Ende September und aus dem „Weißbuch“ ein „Aktionsplan“. Und genau der wurde jetzt tatsächlich am 30. September 2015 von der EU-Kommission vorgelegt.

Der als „Mitteilung der Kommission“ ausgestaltete „Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion“ vom 30. September 2015 (COM (2015) 468 final) listet solche Maßnahmen auf, die in den nächsten Jahren ergriffen werden sollen, um bis 2019 die Grundlage für die Kapitalmarktunion zu legen. Zugleich schlägt die Kommission zwei neue Verordnungen vor, nämlich eine zur Schaffung eines Rechtsrahmens für einfache, transparente und standardisierte (*simple, transparent and standardised* – „**STS**“) Verbriefungen und eine zur Änderung der EU-Eigenmittelverordnung (*Capital Requirements Regulation* – „**CRR**“) zur Reflektion des Unterschieds zwischen STS- und anderen Verbriefungen bei der Berechnung des regulatorischen Eigenkapitals von Banken (siehe Ziffer 2 unten). Auch eine Anpassung der Vorschriften über das Eigenkapital von Versicherungsunternehmen in der Solvabilität 2-Richtlinie zur Erleichterung von Investitionen direkt in Infrastrukturprojekte oder indirekt über Europäische Langfristige Investmentfonds (ELTIF) wird vorgeschlagen (siehe Ziffer 3 unten). Darüber hinaus werden zwei „Konsultationen“ (bis zum 6. Januar 2016) eingeleitet, eine zum Aufbau eines europäischen Marktes für gedeckte Schuldverschreibungen (siehe Ziffer 4 unten) und eine zur Prüfung, ob Rechtsänderungen zu Risikokapitalfonds Investitionen im Wagniskapitalsektor (*venture capital*) beleben können (siehe Ziffer 5 unten), sowie eine

„Sondierung“ zu den kumulativen Auswirkungen der Finanzsektorreformen auf das Investitionsumfeld (siehe Ziffer 6 unten). Ferner wird die EU-Kommission bis zum Ende des Jahres die Prospektrichtlinie auf Erleichterungsmöglichkeiten hin überprüfen (siehe Ziffer 7 unten) und ein „Grünbuch über Finanzdienstleistungen für Verbraucher“ verfassen (siehe Ziffer 8 unten). Schließlich denkt sie auch an längerfristige Maßnahmen - mit Themen wie Entwicklung und Förderung von Informationssystemen für Investitionen in kleine und mittlere Unternehmen („**KMU**“), Förderung von *Crowdfunding* und *Business Angels*, Stärkung des Marktes für Unternehmensanleihen, „Auseinandersetzung“ mit dem steuerlichen Unterschied zwischen Fremd- und Eigenkapitalfinanzierung, Schaffung eines europäischen Marktes für Altersvorsorgeprodukte, *Securities Law Legislation* („**SLL**“)-Projekt, Beseitigung grenzüberschreitender steuerlicher Hindernisse, Annäherung der nationalen Insolvenzverfahren, Prüfung des makroprudentiellen Rahmens der EU, usw. (siehe Ziffer 9 unten). Der vorläufige Zeitplan der EU-Kommission ist als Anlage diesem Update beigefügt.

1. Ziele und Ansatz der Kapitalmarktunion

Die EU-Kommission nennt ihren Plan für eine Kapitalmarktunion einen „Aktionsplan für mehr Unternehmens- und Investitionsfinanzierung“. Es geht also zuvorderst um die Beseitigung von Hindernissen für grenzüberschreitende Investitionen in der EU, um es so Unternehmen, insbesondere auch KMU, ebenso wie Infrastrukturprojekten zu erleichtern, unabhängig von ihrem Sitz oder Standort die von ihnen benötigten Finanzierungen zu erhalten. Mit den Worten von EU-Kommissar Lord Hill sollen europäischen Unternehmen und insbesondere KMU mehr Finanzierungsquellen zur Verfügung stehen und KMU mehr Möglichkeiten haben, ihr Geld zu investieren. Dabei verfolgt die Kommission einen „pragmatischen, schrittweisen Ansatz“, dessen einzelne Schritte und Maßnahmen auf „sorgfältigen wirtschaftlichen Analysen“ beruhen. Und zugleich will man keinesfalls eventuelle Risiken für die Finanzstabilität aus den Augen verlieren.

Auf diese Weise wird die Kapitalmarktunion zwar, anders als z.B. die Bankenunion, kein zusammenfassendes Regelwerk zur umfassenden

Regulierung eines Wirtschaftszweiges oder einer Materie werden. Aber ihre einzelnen Schritte dienen einem gemeinsamen Ziel, nämlich die Kapitalmarktorientierung der Unternehmensfinanzierung in Europa zu stärken und dazu die Rahmenbedingungen auf verschiedenen in diesem Kontext relevanten Gebieten weiter zu harmonisieren. Jeder Schritt in die richtige Richtung ist gut und so könnte die EU-Kapitalmarktunion insgesamt selbst dann funktionieren, wenn einzelne Schritte oder die entsprechenden Maßnahmen einmal nicht, nicht vollständig, richtig oder rechtzeitig kommen oder funktionieren.

Die Schattenseite des vorgeschlagenen schrittweisen Ansatzes ist, dass die Kapitalmarktunion leicht als eine Art Gemischtwarenladen angesehen werden kann, deren Sortiment dem Prinzip „allen wohl und keinem weh“ folgt. So werden zum Beispiel in einem „Fragen und Antworten zum Aktionsplan“-Papier der EU-Kommission ausdrücklich und ausführlich die Vorteile für Privatanleger und Bürger, Startup-Unternehmen, kleine Unternehmen, mittlere und große Unternehmen, Banken, Infrastrukturprojekte, Versicherungsunternehmen, Pensionsfond und Investmentfonds sowie grenzüberschreitende Investoren beschrieben. Das erweckt den Eindruck einer eierlegenden Wollmilchsaue.

Die Kommission betont, dass alle vorgeschlagenen Schritte oder Maßnahmen auf sorgfältigen Analysen beruhen. Das ist gut. Aber gerade jetzt, wo alle Schritte und Maßnahmen noch (nicht endgültige) Vorschläge sind, ist es besonders wichtig, diese genau auf ihre Tauglichkeit und Angemessenheit zu prüfen sowie auch möglicherweise unbeabsichtigte Folgen zu erforschen. Der jetzt vorgelegte Aktionsplan mit den verschiedenen weiteren Vorschlägen und Maßnahmen gibt leider mehr Anlass zu solchen Prüfungen und der daraus folgenden Kritik, als der eine oder die andere von uns vielleicht gehofft haben. Aber noch ist es nicht zu spät. Optimistisch formuliert: Der schlimmste Feind des Guten ist nicht das Schlechte, sondern das Bessere. In diesem Sinne jetzt ein Blick auf die Einzelheiten der geplanten Kapitalmarktunion.

2. STS-Verbriefungen

Die EU-Kommission hat richtig erkannt, dass, auch wenn die Kapitalmarktunion ein voller Erfolg wird, die Bankenfinanzierung daneben für viele Unter-

nehmen, gerade auch KMU, weiterhin die wichtigste Finanzierungsquelle bleiben wird. Um dafür Kreditkapazitäten (die in vielen Fällen zur Zeit durch die immer höheren regulatorischen Eigenkapitalanforderungen verstopft sind) in den Bilanzen der Banken wieder frei zu machen, wird ein guter Gedanke in die Tat umgesetzt, nämlich eine Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes dadurch vorgeschlagen, dass ein neuer Rechtsrahmen speziell für solche Verbriefungen geschaffen wird, die STS-Anforderungen (einfach, transparent und standardisiert) entsprechen und einer angemessenen Aufsicht unterliegen. Dann können für sie auch erleichterte regulatorische Eigenkapitalanforderungen gelten. Dazu gibt es zwei ausformulierte Verordnungsentwürfe, einen 59-seitigen u.a. zur Schaffung eines Rahmens für STS-Verbriefungen und einen 55-seitigen zur Änderung der regulatorischen Eigenkapitalanforderungen.

2.1 STS-Verordnung-Entwurf („STS-VO-E“)

Die ersten Vorschriften des STS-VO-E enthalten Begriffsbestimmungen (Art. 2), Sorgfaltsanforderungen für Anleger (Art. 3), eine zusätzliche direkte Risikoselbstbehaltanforderung für Originatoren, Sponsoren oder ursprüngliche Kreditgeber, während bisher diese Anforderung nur indirekt dadurch bestand, dass Anleger dies zu prüfen hatten (Art. 4), und Informationsoffenlegungsanforderungen an Originatoren, Sponsoren und Verbriefungszweckgesellschaften (*Special Purpose Vehicle* – „**SPV**“ oder *Securitisation Special Purpose Entity* – „**SSPE**“) mittels standardisierter Muster für alle Arten von Verbriefungen, einschließlich *Asset Backed Commercial Paper* („**ABCP**“)-Programmen (Art. 5).

Die folgenden Vorschriften befassen sich konkret mit STS-Verbriefungen (Art. 6 bis 14), wobei längerfristige *Asset Backed Securities* („**ABS**“) und kurzfristige Verbriefungen (ABCP) erfasst sind. Die Einbeziehung von ABCP (Art. 11-13) ist sehr zu begrüßen. Umso bedauerlicher, dass die (uneingeschränkten) Informationsoffenlegungsanforderungen im Hinblick auf die unterliegenden Einzelforderungen gelten sollen (und auch andere Vorschläge wie die Laufzeitlimitierungen keinen Sinn machen), obgleich die Investoren eigentlich doppelt abgesichert sind, nämlich durch den möglichen Rückgriff auf die Sponsorenbank und auf die unterliegenden Forderungen. Die meisten ABCP-

Programme werden vermutlich nicht als STS eingestuft und daher unrentabel werden.

Leider von den STS-Vorschriften (noch) nicht erfasst werden die eigentlich für Anleger noch sichereren synthetischen Verbriefungen. Die EU-Kommission will deren Einbeziehung weiter prüfen, insbesondere auch, ob einige synthetische Verbriefungen, die sich in der Finanzmarktkrise „bewährt haben“ (gemeint könnten hier die Promise- und Provide-Transaktionen der KfW sein), den STS-Anforderungen genügen.

Die konkreten Anforderungen, was als STS gelten soll (Art. 6-13), beruhen ausdrücklich auch auf denen in den delegierten Rechtsakten zur Liquiditätsdeckungsquote („**LCR**“) und zu Solvabilität 2, einem gemeinsamen Papier des Baseler Ausschusses (BCBS) und der internationalen Wertpapieraufsicht (IOSCO) sowie der Stellungnahme der Europäischen Bankaufsichtsbehörde („**EBA**“). Für die Einhaltung dieser STS-Anforderungen – ebenso wie für die Meldung dieser Einhaltung an die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde („**ESMA**“) mittels eines (noch von den europäischen Aufsichtsbehörden zu schaffenden) Formulars (was dann auch auf der ESMA-Website veröffentlicht werden wird) – sollen Originatoren, Sponsoren und SPVs gemeinsam verantwortlich sein (Art. 14), d.h. es soll eine Art „Selbstklassifizierung“ stattfinden. Bedauerlich in diesem Zusammenhang ist auch, dass man es nicht stattdessen einer unabhängigen Stelle übertragen hat, die STS-Konformitätsprüfung vorzunehmen; man hätte da an die Gütesiegel für Verbriefungstransaktionen vergebenden Institutionen denken können, also die deutsche TSI (True Sale International) und die europäische PCS (Prime Collateral Securities).

Weiterhin regeln die Art. 15 bis 22 STS-VO-E u.a., dass die Mitgliedstaaten für die Beaufsichtigung der Verbriefungsmärkte zuständige nationale Behörden benennen (in Deutschland vermutlich die BaFin) werden. In der Praxis dürfte es problematisch werden, wenn sich 28 nationale und 3 europäische Aufsichtsbehörden bei zahlreichen noch offenen Fragen abzustimmen haben. Da drohen sowohl Zeitverzögerungen als auch unterschiedliche Interpretationen.

Unerfreulich auch die geplanten extrem harten Sanktionen bei Verstößen gegen die STS-Regeln

(Art. 17), einschließlich z.B. maximale Geldbußen von mindestens EUR 5 Mio. oder bis zu 10 % des Jahresgesamtumsatzes.

Schließlich enthalten die Art. 23 bis 27 STS-VO-E Vorschläge für Folgeänderungen in anderen Rechtsakten, z.B. OGAW-Richtlinie, Solvabilität 2-Richtlinie, CRA3-Verordnung, AIFMD und EMIR. Bei letzterer ist erwähnenswert, dass nicht-börsliche („**OTC**“) Derivatkontrakte, die von den Emittenten gedeckter Schuldverschreibungen (z.B. Pfandbriefen) und von SPV eingegangen werden, von der EMIR-Clearingpflicht via zentraler Gegenparteien („**CCP**“) dann ausgenommen werden, wenn bestimmte Voraussetzungen erfüllt sind (z.B. Absicherung gegen Zins- und Währungsrisiken oder das Gegenparteiausfallrisiko).

Noch folgen müssen spätere Entwürfe zur Änderung des delegierten Rechtsakts zur LCR, u.a. um die Kriterien für die Anerkennung von Verbriefungen als Aktiva der Stufe 2B in Einklang mit der STS-VO zu bringen, und der delegierten Verordnung zur Solvabilität 2 für die Versicherer.

2.2 Verordnungsentwurf zur Änderung der CRR („**CRR-VO-E**“)

War die EU bislang eher in der Rolle des braven Umsetzers möglichst aller Regulierungsvorschläge des Baseler Ausschusses, versucht die Kommission mit diesem Entwurf selbst eine „Vorreiterrolle“ gegenüber den Baseler Aufsehern einzunehmen. Deren Regeln für das regulatorische Eigenkapital von Banken enthalten derzeit keine gesonderten Vorschriften zu STS-Verbriefungen. Daran wird gearbeitet; das wird aber vermutlich bis mindestens Mitte 2016 dauern. Unter Berücksichtigung der EBA-Empfehlung vom 7. Juli 2015, die regulatorischen Eigenkapitalanforderungen für STS-Verbriefungen auf ein vernünftiges Maß zu senken, schlägt die EU-Kommission jetzt den CRR-VO-E vor. Durch diesen wird das komplette Kapitel 5 (Verbriefung) in Teil 3 Titel II (Eigenmittelanforderungen für das Kreditrisiko) der CRR neu gefasst. Die wichtigsten Änderungen sind:

- Schaffung einer neuen **Reihenfolge der** für die Berechnung der regulatorischen Eigenkapitalanforderungen für die Kreditrisiken aus Verbriefungen von den Banken **zu verwendenden „Ansätze“** (Art. 254 bis 270a CRR-neu).

Neue Hierarchie der Ansätze

1. **SEC-IRBA:** Eine Bank berechnet ihre regulatorischen Eigenkapitalanforderungen mittels eigenem Risikoberechnungsmodell (Interner Rating-basierter Ansatz – „IRBA“) und kann dabei den Parameter „ K_{IRB} “, d.h. die Eigenmittelanforderung für die der Verbriefung zugrunde liegenden Risikopositionen/ Forderungen, schätzen. Dabei ist die Tranchenfälligkeit zu berücksichtigen, entweder auf der Basis der gewichteten durchschnittlichen Zahlungsströme der Tranche oder auf der deren rechtlichen Endfälligkeit plus Sicherheitsabschlag, aber immer mit einer Untergrenze von 1 Jahr und einer Obergrenze von 5 Jahren. Kann eine Bank das K_{IRB} nicht berechnen:
 2. **SEC-ERBA:** Dabei muss sie statt auf den K_{IRB} auf externe Ratings zurückgreifen. Mittels (i) dieser Kreditbeurteilungen (oder abgeleiteten Ratings), (ii) dem Rang der Risikoposition/ Forderung und (iii) der Granularität (d.h. der Anzahl von Einzelforderungen) des verbrieften Pools ist dann das Risikogewicht einer bestimmten Verbriefungsposition zu bestimmen. Kann die Bank auch das nicht:
 3. **SEC-SA:** Der Standardansatz für Verbriefungen beruht auf einer aufsichtlich festgelegten Formel, bei der ein Parameter die regulatorische Eigenkapitalanforderung nach dem Standardansatz für das Kreditrisiko der der Verbriefung zugrunde liegenden Risikopositionen, wenn diese nicht verbrieft wären („ K_{SA} “), ist und ein anderer Parameter, der Faktor „ W “, einer der das Verhältnis der Summe des Nominalbetrags der ausfallenden zu dem aller der Verbriefung zugrunde liegenden Risikopositionen beschreibt. Kann eine Bank weder SEC-IRBA noch SEC-ERBA oder SEC-SA anwenden:
 4. **Voller Eigenkapitalabzug:** Die Verbriefungsposition muss mit einem Risikogewicht von 1.250 % belegt werden, d.h. bei Anwendung der mit 8 % vorgegebenen Eigenkapitalquote werden daraus 100 % der Risikoposition/ Forderung, d.h. deren gesamter Betrag ist vollständig mit regulatorischem Eigenkapital zu unterlegen.
- Eine **risikogerechtere Behandlung von STS-Verbriefungen** (Art. 260, 262 und 264 CRR-neu) mittels Neukalibrierung aller drei Ansätze für alle Tranchen, um geringere regulatorische Eigenkapitalanforderungen für STS-Verbriefungen zu erreichen. Zusätzlich soll vorrangigen (senior) Positionen aus STS-Verbriefungen eine niedrigere Untergrenze von 10 % (statt sonst 15 %) zugutekommen.
 - In Art. 267 CRR-neu wird vorgeschlagen, die derzeitige Obergrenze für Verbriefungspositionen nur noch für vorrangige Verbriefungspositionen beizubehalten und auch das nur noch dann, wenn die Bank den K_{IRB} oder K_{SA} bestimmen kann. Die derzeitige Regelung ist der sogenannte **Transparenzansatz** (oder „*look through-approach*“), bei dem das maximale Risikogewicht dem durchschnittlichen auf die der Verbriefung zugrundeliegenden Risikopositionen anwendbaren Risikogewicht entspricht. Ein solches maximales Risikogewicht soll es also für andere als die K_{IRB} - oder K_{SA} -versehenen, vorrangigen (senior) Risikopositionen nicht mehr geben. Das ist eine deutliche Verschlechterung gegenüber der derzeitigen Regelung. Die gegenwärtige **Gesamtobergrenze** („maximale Eigenmittelanforderungen“) für K_{IRB} -berechnende Banken soll nach Art. 268 CRR-neu für SEC-IRBA-nutzende Banken beibehalten und auf solche Originatoren und Sponsoren ausgedehnt werden, die SEC-ERBA oder SEC-SA verwenden.
 - Verschiedene **Sonderbehandlungen** sollen **beseitigt** werden, namentlich die von Zweitverlust- oder höherrangigen Tranchen in ABCP-Programmen (nach Art. 254 CRR), unbeurteilten Liquiditätsfazilitäten (nach Art. 255 CRR) sowie die zusätzlichen regulatorischen Eigenkapitalanforderungen für Verbriefungen revolvingender Risikopositionen mit Klauseln für die vorzeitige Rückzahlung (nach Art. 256 CRR).
 - Aber es wird auch eine neue Sonderregelung vorgeschlagen und zwar für vorrangige (senior) Positionen in KMU-Verbriefungen (Art. 270 CRR-neu) bei sogenanntem „tranchet cover“.

TRANCHED COVER

Für solche KMU-Verbriefungen, bei denen das Kreditrisiko der Forderungen in der Mezzanine- (und z.T. auch in der Junior-) Tranche von einer begrenzten Liste von Dritten, insbesondere von einem EU-Mitgliedstaat oder seiner Zentralbank, garantiert oder von ihnen rückgedeckt werden (das sind die Strukturen, die von der Kommission als „tranchet cover“ bezeichnet werden), wird vorgeschlagen, für die erstrangige (senior), beim Originator verbleibende Tranche eine Behandlung wie bei STS-Verbriefungen zu gestatten. Jedenfalls dann, wenn verschiedene operationelle Anforderungen (einschließlich der STS-Kriterien) erfüllt werden und die Vorschriften über staatliche Beihilfen dem nicht entgegenstehen.

- Schließlich ist erwähnenswert, dass die Kommission nach Art. 519a CRR-neu Rat und Europaparlament innerhalb von 3 Jahren ab Inkrafttreten der CRR-VO einen Bericht über die Auswirkungen der Neuregelung auf die EU-Verbriefungsmärkte geben und dann weitere CRR-Änderungen vorschlagen können soll.

2.3 Fazit

All das klingt nicht nur sehr technisch, sondern ist es auch. Aber diese Technik wird entscheidend dafür sein, ob es gelingt, die europäischen Verbriefungsmärkte signifikant zu stimulieren und damit auch den europäischen Bankensektor als Kreditversorger und Transmissionsriemen der Wirtschaft, gerade auch der KMU. Das aber wird nur mit der einen und der anderen Änderung in STS-VO-E und CRR-VO-E zu schaffen sein.

3. Infrastrukturinvestitionen durch Versicherungen

Auf EUR 2 Bio. schätzt die Europäische Investitionsbank den Bedarf für Infrastrukturinvestitionen in der EU bis zum Jahr 2020. Laut EU-Kommission haben die europäischen Versicherer z.Zt. ca. EUR 22 Mrd. in Infrastrukturprojekte investiert, weniger als 0,3 % ihrer Aktiva. Ein Anstieg auf nur 0,5 % würde mit EUR 20 Mrd. an Investitionen eine enorme Ankurbelung der europäischen Wirtschaft verursachen.

Vor diesem Hintergrund schlägt die EU-Kommission vor, die Regeln für die regulatorische Eigenkapitalberechnung von Versicherern, die Solvabi-

lität 2-Regeln, so zu ändern, dass diese zu mehr Investitionen im Infrastruktur-Sektor angeregt werden.

Im Aktionsplan und dem MEMO/15/5734 der Kommission vom 30. September 2015 kündigt sie die Schaffung einer eigenen Vermögenswertklasse (Anlageklasse) für qualifizierte Infrastrukturinvestitionen im Rahmen einer Ergänzung der Solvabilität 2-Richtlinie an. Qualifizierte Infrastrukturinvestitionen sollen solche sein, die einen vorhersehbaren Cash-Flow generieren und Stress-Bedingungen widerstehen können. Sie können die Form von Eigenkapital- oder Anleiheinvestitionen oder von Darlehen haben und sollen Vertragsklauseln zum Schutz von Investoren beinhalten. Und die Versicherer müssen in der Lage sein, Anleiheinvestitionen bis deren Endfälligkeit halten zu können. Eine Beschränkung auf bestimmte Infrastrukturmärkte wie Telekommunikation, IT, Energie oder Transport soll es nicht geben.

Im Falle solcher qualifizierten Infrastrukturinvestitionen sollen im Rahmen der eigenen Anlageklasse Neukalibrierungen dazu führen, dass die regulatorischen Eigenkapitalanforderungen für diese Investitionen tätigen Versicherungsgesellschaften von 49 % (bei nicht börsennotiertem *Equity*) auf 30 % gesenkt werden. Auch dann, wenn die Investitionen indirekt über ELTIFs erfolgen, soll es zu einer niedrigeren regulatorischen Eigenkapitalanforderung kommen: 30 %, wenn ein „look through“ auf die Infrastrukturinvestition möglich ist, und 39 %, wenn nicht. Die Risikokalibrierung für Aktien/*equities*, die über multilaterale Handelsfazilitäten („MTF“) gehandelt werden, soll die gleiche sein wie für börsennotierte: 39 %. Auch Anleihen und Darlehen als Infrastrukturinvestitionen sollen, abhängig von den einschlägigen Laufzeiten und Ratings, deutlich günstigere regulatorische Eigenkapitalanforderungen haben (z.B. 20 statt 30 % oder 30 statt 40 %). EIOPA prüft zur Zeit, ob dies auch für Investments in „*infrastructure corporates*“ gelten soll, also in Unternehmen, die verschiedene Aktivitäten ausführen (also keine Infrastruktur-SPV sind) und auf die z.B. ein Projekt nach Errichtung der Infrastruktur zur Durchführung seiner operationellen Phase übertragen wird.

Insgesamt schlägt die EU-Kommission also ein ganzes Bündel von Regulierungen vor, die tatsächlich geeignet sind, die Investitionen von Versicherungsgesellschaften in Infrastrukturprojekte deutlich zu fördern. Ausgerechnet die BaFin ist

damit nicht glücklich. Der neue Exekutivdirektor des Versicherungsaufsichtsbereichs, Frank Grund, äußerte sich jüngst sehr skeptisch gegenüber den Plänen der EU-Kommission; so langfristige Projekte wie die im Infrastrukturbereich hätten „wenig belastbare Daten“, weshalb er gegenüber den geplanten Absenkungen der regulatorischen Eigenkapitalanforderungen reserviert sei.

4. Europäischer Markt für gedeckte Schuldverschreibungen

Eine jetzt eingeleitete Konsultation versucht die Zweckmäßigkeit eines integrierten europäischen Gesetzesrahmens für gedeckte Schuldverschreibungen (*covered bonds*), das sind in Deutschland die Pfandbriefe, zu ergründen. Deutsche Pfandbriefe zum Beispiel bieten gerade durch ihre gesetzlich zwingend geregelte Struktur hohe Sicherheit, insbesondere größtmögliche Insolvenzfestigkeit, nachvollziehbare Bewertungen ihrer Deckungswerte, stabile Erträge und liquide Handelsmärkte mit geringen Kursvolatilitäten. In den fast 250 Jahren ihrer Geschichte ist es nie zu Ausfällen gekommen, weder in den Weltkriegen noch in der globalen Finanzmarktkrise oder der z.T. daraus folgenden europäischen Staatsschuldenkrise.

In Europa sind die Kapitalmärkte, besonders aber die für gedeckte Schuldverschreibungen, nach wie vor durch nationale Gesetze und Regeln fragmentiert. Die Kommission fragt nun, ob der Europäische Markt für gedeckte Schuldverschreibungen als einer der größten privaten Kapitalmärkte in Europa und Grundpfeiler der für die Immobilienmärkte wie für die Staatsfinanzierung so wichtigen Langfristfinanzierung nicht von einer stärkeren Integration, sprich Harmonisierung, profitieren könnte. Dabei schwebt ihr ein paneuropäischer Rahmen für gedeckte Schuldverschreibungen vor, der auf den gut funktionierenden nationalen Rechtssystemen aufbaut, ohne diese zu beeinträchtigen, und hohe Qualitätsstandards und bewährte Marktpraktiken sicherstellt.

Vor diesem Hintergrund gliedert sich die Konstruktion in einen (i) Teil I mit ökonomischen Analysen der Märkte für gedeckte Schuldverschreibungen, wozu auch (ii) ein zusätzlicher ausführlicher Appendix gehört, (iii) den Teil II mit Fragen zur Marktfragmentierung durch rechtliche Rahmenbedingungen und aufsichtliche Praxis, aber auch zur „*asset encumbrance*“ oder zur Behandlung solcher Produkte im Rahmen der Mindestanforde-

rungen und berücksichtigungsfähigen Verbindlichkeiten von Banken (MREL) bei den neuen Banksanierungs- und –abwicklungsregeln (BRRD) sowie (iv) ein sehr ausführlicher Teil III zu möglichen Elementen eines stärker integrierten Rechtsrahmens für gedeckte Schuldverschreibungen.

Aber nur wenn ein solches Integrationsprojekt nicht (bloß um der europaweiten Vereinheitlichung willen) zu einer Verwässerung des Pfandbriefrechts, nicht zu einer qualitativen Verschlechterung des Produkts Pfandbrief führt, kann es aus deutscher Sicht Sinn machen. Alle, denen die Qualität der deutschen Pfandbriefe auch in der Zukunft wichtig ist, sollten diese Konsultation nicht nur sorgfältig lesen, sondern der EU-Kommission die darin gestellten Fragen (bis spätestens 6. Januar 2016) beantworten.

5. Europäische Risikokapitalfonds und Fonds für soziales Unternehmertum

Eine weitere Konsultation der EU-Kommission befasst sich mit der Frage, wie die seit 2015 verfügbaren, aber in der Praxis kaum verwendeten Europäischen Risikokapitalfonds („**EuVECA**“) und Europäische Fonds für soziales Unternehmertum („**EuSEF**“) durch das Aktionspaket zur Kapitalmarktunion besser genutzt werden könnten. Diese Fonds sind dazu gedacht, „*venture capital*“, d.h. Risikokapital, insbesondere von Unternehmern, Family Offices, Managern, wohlhabenden Privatleuten, Marktexperten u.v.a. einzusammeln, um damit Unternehmen, die grundsätzlich recht klein und/oder neu sind, z.B. innovative Start-ups mit starkem Wachstumspotential zu finanzieren. Dazu enthalten die für diese Fondstypen geschaffenen EU-Verordnungen Regeln zu ihrer EU-weiten Vermarktung durch autorisierte Manager („**EU-Pass**“). Letzteres kann aber nur sein, wer als Fondsmanager ein Gesamtportfolio im Wert von unter EUR 500 Mio. verwaltet.

Nunmehr führt die EU-Kommission aus, sie habe sechs potentielle Hindernisse für eine stärkere Nutzung von EuVECAs und EuSEFs identifiziert und nennt dann die folgenden sieben: (i) die Beschränkung des EU-Passes für EuVECAs und EuSEFs auf kleine Fondsmanager, (ii) die ebenfalls nur noch beschränkte Nutzungsmöglichkeit eines solchen EU-Passes, wenn ein ursprünglich kleiner Fondsmanager zu groß wird, (iii) die Beschränkung der Vermarktung solcher Fonds auf nicht-professionelle Investoren, die ein Minimum von EUR 100.000

investieren können, (iv) zu hohe Registrierungsgebühren für solche Fonds, (v) der Ausschluss von Fondsmanagern von Drittstaaten (d.h. Nicht-EU/EWR-Ländern), (vi) ein zu kleiner Kreis erlaubter Anlageobjekte und (vii) andere Beschränkungen grenzüberschreitender Tätigkeit wie z.B. Steuerregeln.

Auch in diesem Kontext gilt: Jeder, der sich für *venture capital*-Themen interessiert, sollte diese Konsultation nicht nur sorgfältig lesen, sondern auch die Fragen der Kommission (bis spätestens 6. Januar 2016) beantworten.

6. Kumulative Wirkungen des EU-Rechtsrahmens für Finanzdienstleistungen

Eine letzte, als „Sondierung“ bezeichnete Konsultation der EU-Kommission sucht nach „empirischen Befunden“, ob der mittlerweile geschaffene Rechtsrahmen der EU für Finanzdienstleistungen (d.h. der regulatorische Tsunami der letzten Jahre in diesem Bereich) negative Auswirkungen auf die Finanzierungs- und Wachstumsmöglichkeiten der Wirtschaft hat, unnötige regulatorische Belastungen schafft, Wechselwirkungen, Widersprüchlichkeiten und Lücken enthält oder Regeln mit unbeabsichtigten Konsequenzen (d.h. neue Risiken oder prozyklische Effekte) für die Wirtschaft hervorgerufen hat.

Was für eine großartige Gelegenheit für alle Banken, Finanzdienstleister, Fondsmanager, Handelsplattformen, Finanzintermediäre, deren Verbände und Berater, schlicht für die gesamte Finanzindustrie, dem europäischen Gesetzgeber klarzumachen, wie sehr und wo genau er wie weit über das Ziel hinausgeschossen ist, und den gegenwärtigen Eindruck vieler Gesetzgeber, Regulatoren und Aufseher zu korrigieren, dass man in der Folge der Finanzmarktkrise schon alles richtig gemacht habe und am besten so weiter mache! Hoffentlich wird diese Gelegenheit von sehr vielen genutzt!

7. Reform der Prospektrichtlinie

Eines der wichtigsten Elemente der künftigen Kapitalmarktunion kündigt die EU-Kommission nur an, ohne bereits konkret zu werden: die Reform der europäischen Prospektrichtlinie und die damit verbundene Prüfung regulatorischer Hindernisse für die Notierung von KMU an den Aktien- und Anleihemärkten. Und das, obgleich sie gerade dieses von Anfang an als zentrale und kurzfristig realisierbare

Maßnahme identifiziert hatte. Jetzt soll ein Vorschlag zur Modernisierung der Prospektrichtlinie im vierten Quartal 2015 vorgelegt und die weiteren Überprüfungen des regulatorischen Umfelds bis 2017 durchgeführt werden.

Die Reform der Prospektrichtlinie soll im Rahmen des REFIT-Kommissionsprogramms für weitere Vereinfachungs- und Bürokratieabbauinitiativen erfolgen. Ziel sei es dabei, die Vorschriften, wann ein Prospekt erforderlich ist, zu aktualisieren, die Angabepflichten (weil Prospekte für Investoren häufig zu komplex und ausführlich seien) und das Genehmigungsverfahren zu straffen und eine „wahrhaft verhältnismäßige Regelung zu schaffen, nach der KMU einen Prospekt erstellen und an die Kapitalmärkte gehen können“.



Nachdem man auf europäischer (wie nationaler) Ebene jahrzehntelang unter dem – falsch verstandenen – Motto des Verbraucher- bzw. Investorenschutzes Anforderungen an Prospekte weit ausgedehnt und verkompliziert hat, sind das nunmehr hehre Ziele. Jetzt bleibt abzuwarten, welche konkreten Vorschläge folgen werden. Wir werden Sie auf dem Laufenden halten!

8. Grünbuch über Finanzdienstleistungen für Verbraucher

Auch an die Kleinanleger denkt die EU-Kommission. Sie seien zu wenig an den Kapitalmärkten engagiert. Um Hindernisse für solche Kleinanleger, Ersparnisse über die Kapitalmärkte zu bilden, zu beseitigen, bedürfe es wettbewerbsfähiger Finanzmärkte mit besseren Wahlmöglichkeiten, „sodass Kunden Produkte vergleichen und die geeignetsten Sparformen zu wettbewerbsfähigen Preisen auswählen können“.

Daher will die Kommission bis Ende 2015 ein „Grünbuch über Retail-Finanzdienstleistungen und Versicherungen“ vorlegen und eine entsprechende

Konsultation dazu durchführen, wie der Wettbewerb und das grenzüberschreitende Angebot an Retail-Finanzprodukten verbessert werden kann, wie die Auswirkungen der Digitalisierung auf Retail-Finanzdienstleistungen vermehrt werden können, und sie will bis 2018 weitere Bewertungen in diesem Zusammenhang vornehmen. Ebenso gedenkt sie die Europäischen Aufsichtsbehörden („**ESA**“) aufzufordern, die Transparenz langfristiger Retail- und Altersvorsorgeprodukte in den Blick zu nehmen und zu analysieren.

Ferner beabsichtigt die Kommission bis zum vierten Quartal 2016 den Nutzen eines Rechtsrahmens zur Schaffung eines erfolgreichen europäischen Marktes für „einfache, effiziente und wettbewerbsfähige private Altersvorsorgeprodukte“ zu prüfen und auch der Frage nachzugehen, ob diesem Markt EU-Rechtsvorschriften gegeben werden sollten.

9. Förderung von Crowdfunding und Business Angels

Im Zusammenhang mit der Finanzierung von Unternehmen, insbesondere KMU, gerade in deren Start-up-Phase, misst die EU-Kommission neben der traditionellen Bankfinanzierung einer zunehmenden Vielfalt bankfremder Finanzierungsmöglichkeiten ergänzende und wachsende Bedeutung zu. Das betrifft z.B. Kredit- und Geberplattformen, Peer-to-Peer-Kredite, investitionsbasiertes Crowdfunding oder die - noch immer sehr geringen - Aktivitäten von „Business Angels“, also von erfahrenen Unternehmern, die bereit sind, Start-ups finanziell und anderweitig zu unterstützen. Gerade Letztere wolle man bei ihrer grenzüberschreitenden Vernetzung und beim Kapazitätsaufbau weiterhin unterstützen.

Crowdfunding-Plattformen gebe es mittlerweile über 500 in der EU. Die dabei auf Wertpapieranlagen abstellenden Crowdfunding-Plattformen können, so stellt die Kommission fest, schon heute im Rahmen der europäischen Finanzdienstleistungsmärkterichtlinie MiFID Zulassung und EU-Pass erhalten und so geregelt Dienstleistungen, gerade auch grenzüberschreitend, erbringen. Kreditbasiertes Crowdfunding hingegen tauche gegenwärtig in keinem EU-Regelwerk auf. Die Kommission hat bereits „zur Unterstützung der Politikentwicklung in diesem Bereich“ ein Crowdfunding Stakeholder Forum eingerichtet und lässt z.Zt. diese Märkte untersuchen, um Daten zu erhalten, auswerten und die Auswirkungen nationaler

Regelungen besser bewerten zu können. Ein Bericht soll im ersten Quartal 2016 veröffentlicht werden. Auf dieser Grundlage will die Kommission später entscheiden, wie die Entwicklung dieses Sektors unionsweit am besten unterstützt werden kann.

Einerseits ist es sicherlich zu begrüßen, dass die Kommission den Crowdfunding-Sektor ausdrücklich unterstützen will, andererseits ist eine Unterstützung durch europaweite Regulierung – man denke nur an die im Rahmen der MiFID/MiFIR-Gesetzgebung entstandenen regulatorischen Exzesse, gerade auf Ebene der europäischen Aufsichtsbehörden – ein zweischneidiges Schwert, das im Einzelfall auch zu nicht unerheblichen Verschlechterungen für die betreffenden Unternehmen führen kann. Die Analysen wie die kommenden Schritte der Kommission sollten daher genau beobachtet und ggfs. hinterfragt werden.

10. Weitere längerfristige Maßnahmen

Aber der Aktionsplan der EU-Kommission zur Schaffung einer Kapitalmarktunion enthält noch sehr viel mehr als das oben Erläuterte, sehr viel mehr Ideen und längerfristige Planungen, u.a. Folgendes:

- **Insolvenzrecht:** Es sind Konsultationen zu den wichtigsten Hemmnissen für Insolvenzen ebenso geplant wie der Entwurf eines EU-Rechtsaktes über Unternehmensinsolvenzen, der harmonisierende Bestimmungen zu einer Insolvenz-vorausgehenden Umstrukturierung und zur „zweiten Chance“ für insolvente Unternehmen enthalten soll.
- **Grenzüberschreitende Wertpapiergeschäfte:** Angebliche Unsicherheiten in Bezug auf die Eigentumsrechte an Wertpapieren, namentlich an girosammelverwahrten Wertpapieren bei grenzüberschreitenden Transaktionen, sollen beseitigt und deren Clearing und Abwicklung (Settlement) verbessert werden. Gemeint ist damit die Wiederbelebung des sogenannten *Securities Law Legislation* („**SLL**“) Projekts der Kommission. Es geht um die Schaffung eines harmonisierten materiellen Wertpapierrechts bei sammelverwahrten Wertpapieren, einschließlich der Regelung des Rechtserwerbs durch Depotgutschrift.

VORSICHT BEIM SLL

Beim SLL soll sich zwar einerseits an dem (noch nicht ratifizierten) Genfer Wertpapierübereinkommen orientiert werden, allerdings andererseits ohne dessen Verweise auf nationales Recht, das jeweils bestimmt, wann eine Buchung wirksam ist. Ohne einen solchen Verweis auf nationales Recht wird es für das Funktionieren des Wertpapierhandels von fundamentaler Bedeutung sein, dass die neuen EU-Harmonisierungsregeln die Gefahren von „Wertpapierinflation“ oder „herrenlosen Wertpapieren“, die in schuldrechtlich geprägten nationalen Verwahrsystemen regelmäßig große Probleme verursachen, in den Griff bekommen. In sachenrechtlich geprägten Verwahrsystemen wie dem deutschen unter dem Depotgesetz bestehen solche Gefahren nicht, da jede Zubuchung eines Wertpapiers auf einem Depotkonto nur bei gleichzeitiger Abbuchung dieses Papiers von einem anderen Depotkonto möglich ist. Besagtes deutsches System mag dogmatisch überkomplex sein, führt aber in der täglichen Praxis buchstäblich zu keinerlei Problemen und ist vielen anderen Wertpapierverwahrsystemen damit weit überlegen.

Die EU-Kommission wäre mithin gut beraten, bei ihrem SLL-Projekt entweder ein solches sachenrechtlich geprägtes Verwahrsystem europaweit zwingend einzuführen oder, wie auch das Genfer Wertpapierübereinkommen, einen funktionalen Ansatz zu wählen, d.h. EU-rechtlich nur die den jeweiligen Anlegern zu vermittelnden Rechtspositionen festzulegen, nicht aber die durch Depotkontogeschäft erreichte Rechtsposition selbst (d.h. nicht den rechtlichen Weg, wie diese Rechtsposition zu erreichen ist). Dann könnte der deutsche Gesetzgeber z.B. über eine Ergänzung des Bürgerlichen Gesetzbuchs durch Schaffung eines Eigentumsübertragungstatbestandes „Einigung und Buchung“ nachdenken. Für einen Schnellschuss, das hat wohl auch die Kommission erkannt, eignet sich dieses Projekt schon wegen der ggfs. drohenden enormen Schäden auf den bislang national vollkommen reibungslos funktionierenden Wertpapierhandelsmärkten nicht.

- **Unterstützung kapitalsuchender KMU:** Die Kommission will eine „umfassende Strategie“ zur Beseitigung von Hindernissen vorlegen, die der Information einerseits von KMU und andererseits von potentiellen Investoren über

Finanzierungs- bzw. Anlagemöglichkeiten im Wege stehen, indem

- in Zusammenarbeit mit den europäischen Kredit- und Wirtschaftsverbänden eine Struktur für das Feedback der Banken bei Ablehnung von KMU-Kreditanträgen vorgegeben wird;
 - in Zusammenarbeit mit dem Enterprise Europe Network eine Bestandsaufnahme der bestehenden lokalen und nationalen Förder- und Beratungsstrukturen durchgeführt wird, um bewährte Praktiken bei der Unterstützung von KMU, die Finanzierungsalternativen nutzen könnten, zu ermitteln; und
 - aufbauend auf den Arbeiten der EZB und der Mitgliedstaaten geprüft wird, wie europaweite Informationssysteme entwickelt oder unterstützt werden können, die die nationalen Systeme verlinken, um kapitalsuchende KMU und Kapitalgeber zusammenzubringen, und gegebenenfalls weitere Maßnahmen getroffen werden können.
- **Kreditfonds:** Gemeinsam mit den EU-Mitgliedstaaten und den europäischen Finanzaufsichtsbehörden will die Kommission einen gemeinsamen Ansatz für die Kreditvergabe durch Investmentfonds finden. Soweit z.Zt. alternative Investmentfonds (AIF) Kredit vergeben dürfen, müssen sie, wenn sie grenzüberschreitend tätig werden, unterschiedliche nationale Anforderungen erfüllen. Hier bestehe Harmonisierungsbedarf.
 - **Privatplatzierungen:** Die Kommission betont die wachsende Bedeutung von Privatplatzierungen auf den europäischen Kapitalmärkten und stellt sogleich fest, dass europäische Unternehmen in noch größerem Umfang den US-Privatplatzierungsmarkt in Anspruch nehmen. Daher unterstütze sie Initiativen zur Erleichterung solcher Privatplatzierungen in Europa, z.B. den ICMA (*International Capital Markets Association*) Leitfaden für Privatplatzierungen („*Pan-European Corporate Private Placement Guide*“), der die Verwendung standardisierter Dokumentationen unter englischem oder französischem Recht fördert; ebenso das von der deutschen Versicherungswirtschaft entwickelte

Modell für bestimmte Privatplatzierungen/Schuldscheine.

- **Steuerrecht:** Im Zusammenhang mit dem für 2016 geplanten Vorschlag für einen gemeinsamen konsolidierten Körperschaftsteuer-Bemessungsplan will die Kommission prüfen, wie dabei die unterschiedliche Behandlung von Fremd- und Eigenkapitalfinanzierung angegangen werden kann.

Außerdem will sie die Mitgliedstaaten dazu bewegen, Systeme der Quellensteuerbefreiung sowie schnelle und standardisierte Erstattungsverfahren einzurichten, dazu bewährte Verfahren fördern und mit den Mitgliedstaaten einen Verhaltenskodex ausarbeiten.

Darüber hinaus will die Kommission diskriminierende steuerliche Hindernisse für grenzübergreifende Investitionen von Lebensversicherungen und Pensionsfonds untersuchen und gegebenenfalls Vertragsverletzungsgefahren einleiten.

- **Kreditgenossenschaften:** Einerseits sind Kreditgenossenschaften in einigen Mitgliedstaaten von den regulatorischen Anforderungen der Eigenkapitalrichtlinie (CRD4) ausgenommen. Andererseits aber gibt es gar nicht in allen Mitgliedstaaten Kreditgenossenschaften. Hier gedenkt die Kommission gleiche Ausgangsbedingungen in Europa zu schaffen und insbesondere ihre Ausnahme von den für sie zu komplexen und unverhältnismäßigen Bankenregulierungsvorschriften zu prüfen.
- **Mehr Harmonisierung:** Schließlich will sie stärker als bisher daran gehen, nationale Hindernisse für grenzüberschreitende Investitionen zu beseitigen. Zahlreiche EU-Finanzmarktbestimmungen zur Erleichterung grenzüberschreitender Investitionen seien bereits erlassen worden, müssten aber jetzt auch wirksamer, d.h. einheitlicher, um- und durchgesetzt werden. Dem stünden z.T. (i) unterschiedliches nationales Recht und

Verwaltungspraxis, (ii) zulässige nationale Zusatzvorschriften (das sogenannte „gold plating“), (iii) eine unterschiedliche Anwendung von EU-Vorschriften in den Mitgliedstaaten sowie (iv) nationale Regeln in Bereichen, in denen es kein EU-Recht gibt, entgegen. Bis Ende 2016 wird die Kommission dazu einen Bericht vorlegen.

11. Und jetzt?

All dies vor Augen, mag man an die Worte aus dem Vorspiel zu Goethes Faust 1 denken: „Der Worte sind genug gewechselt, lasst mich auch endlich Taten sehen!“ Doch man muss fair sein: Die Kommission kann Recht und Regeln nur in einem komplexen legislativen System und gemeinsam mit den Mitgliedstaaten, dem Parlament und z.T. den Aufsichtsbehörden schaffen. Das ist ein mühsamer Prozess, der sorgfältige Planung und Begründung – wie z.B. im Rahmen eines solchen Aktionsplans – voraussetzt (in diesem Zusammenhang sei noch einmal an den detaillierten Zeitplan der Kommission (Anlage) erinnert). Dennoch wird die eine oder andere mehr oder weniger gute Idee in diesem Prozess auf der Strecke bleiben. Aber anders als die Vorschriften zur Bankenunion werden die zur Kapitalmarktunion kein zusammenhängendes Regelwerk zur umfassenden Regulierung eines Wirtschaftszweigs oder Materie bilden. Es wird bei vielen einzelnen Schritten bleiben, die einem gemeinsamen Ziel dienen: Nämlich die Kapitalmarktfinanzierung in Europa zu stärken. So könnten Schritt für Schritt Hindernisse beseitigt oder verkleinert und Anreize gesetzt werden. Am Ende könnte das – überwiegend – funktionieren.

Peter Scherer

Rechtsanwalt

Standort Frankfurt am Main

peter.scherer@gsk.de

Anlage

Liste der Maßnahmen und vorläufiger Zeitplan

(Quelle: EU-Kommission, Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, 30. September 2015 (COM (2015) 468 final))

Finanzierung für Innovation, Start-ups und nicht börsennotierte Unternehmen		
Unterstützung von Risikokapital- und Beteiligungsfinanzierungen	Vorschlag für europaweite Risikokapital-Dachfonds und länderübergreifende Fonds	2. Quartal 2016
	Überarbeitung der EuVECA- und EuSEF-Verordnungen	3. Quartal 2016
	Studie über steuerliche Anreize für Risikokapital und „Business Angels“	2017
Überwindung von Informationsbarrieren für Investitionen in KMU	Verbesserung des Feedbacks von Banken bei Ablehnung von KMU-Kreditanträgen	2. Quartal 2016
	Bestandsaufnahme der EU-weit bestehenden lokalen oder nationalen Förder- und Beratungsstrukturen, um bewährte Praktiken zu fördern	2017
	Ermittlung von Möglichkeiten, wie europaweite Informationssysteme entwickelt bzw. gefördert werden können	2017
Förderung innovativer Formen der Unternehmensfinanzierung	Bericht über Crowdfunding	1. Quartal 2016
	Entwicklung eines koordinierten Ansatzes für die Kreditvergabe durch Fonds und Bewertung der Zweckmäßigkeit künftiger EU-Rahmenvorschriften	4. Quartal 2016
Erleichterung des Gangs an die öffentlichen Märkte für kapitalsuchende Unternehmen		
Verbesserung des Zugangs zu den öffentlichen Märkten	Vorschlag zur Modernisierung der Prospekttrichtlinie	4. Quartal 2015
	Prüfung der regulatorischen Hemmnisse für die Zulassung von KMU zum Handel an öffentlichen Märkten und KMU-Wachstumsmärkten	2017
	Überprüfung der EU-Märkte für Unternehmensanleihen mit Schwerpunkt auf der Verbesserung der Marktliquidität.	2017
Förderung von Beteiligungsfinanzierungen	Auseinandersetzung mit dem steuerlichen Unterschied zwischen Fremd- und Eigenkapitalfinanzierung im Rahmen des Legislativvorschlags für eine gemeinsame konsolidierte Körperschaftsteuer-Bemessungsgrundlage	4. Quartal 2016
Langfristige Investitionen: Infrastrukturinvestitionen und nachhaltige Investitionen		
Förderung von Infrastrukturinvestitionen	Anpassung der Solvabilität II-Kalibrierungen für Investitionen von Versicherern in Infrastrukturprojekte und europäische langfristige Investmentfonds	3. Quartal 2015
	Überprüfung der CRR für Banken und erforderlichenfalls Änderung der Infrastrukturkalibrierungen	gegenwärtig
Gewährleistung der Kohärenz des EU-Regelwerks für Finanzdienstleistungen	Sondierung zu den kumulativen Auswirkungen der Finanzsektorreform	3. Quartal 2015

Erleichterung grenzübergreifender Investitionen		
Beseitigung nationaler Hindernisse für grenzübergreifende Investitionen	Bericht über nationale Hindernisse für den freien Kapitalverkehr	4. Quartal 2016
Verbesserung der Marktinfrastruktur für grenzübergreifende Investitionen	Gezielte Maßnahmen in den Bereichen Eigentumsrechte an Wertpapieren und Auswirkungen von Forderungsübertragungen auf Dritte	2017
	Überprüfung der Fortschritte bei der Beseitigung der verbleibenden Giovannini-Hindernisse	2017
Förderung der Konvergenz der Insolvenzverfahren	Legislativentwurf über Unternehmensinsolvenzen zur Beseitigung der wichtigsten Hindernisse für den freien Kapitalverkehr	4. Quartal 2016
Beseitigung grenzübergreifender steuerlicher Hindernisse	Bewährte Verfahren und Verhaltenskodex zu Systemen der Quellensteuerbefreiung	2017
	Studie über diskriminierende steuerliche Hindernisse für grenzüberschreitende Investitionen von Pensionsfonds und Lebensversicherern	2017
Stärkung der aufsichtlichen Konvergenz und des Kapazitätenaufbaus auf den Kapitalmärkten	Strategie zur Stärkung der aufsichtlichen Konvergenz im Hinblick auf die Verbesserung der Funktionsweise des Kapital-Binnenmarkts	gegenwärtig
	Weißbuch über die Steuerung und Finanzierung der Europäischen Aufsichtsbehörden.	2. Quartal 2016
	Entwicklung einer Strategie für die technische Unterstützung von Mitgliedstaaten im Hinblick auf die Stärkung der Kapazität der Kapitalmärkte	3. Quartal 2016
Stärkung der Kapazität zur Wahrung der Finanzstabilität	Überprüfung des makroprudenziellen Rahmens der EU	2017

Förderung der Anlagetätigkeit von Kleinanlegern und institutionellen Anlegern		
Erhöhung von Auswahl und Wettbewerb für Kleinanleger	Grünbuch über Retail-Finanzdienstleistungen und Versicherungen	4. Quartal 2015
Verbesserung der Angebote auf den Kleinanlegermärkten	Bewertung der EU-Märkte für Kleinanlegerprodukte	2018
Förderung der privaten Altersvorsorge	Bewertung der Zweckmäßigkeit eines Rechtsrahmens zur Schaffung eines europäischen Markts für Altersvorsorgeprodukte	4. Quartal 2016
Ausweitung der Möglichkeiten für institutionelle Anleger und Fondsverwalter	Bewertung der aufsichtlichen Behandlung von privatem Beteiligungskapital und privat platzierten Schuldverschreibungen im Rahmen von Solvabilität II	2018
	Konsultation zu den wichtigsten Hindernissen für den grenzübergreifenden Vertrieb von Investmentfonds	2. Quartal 2016
Hebelung der Bankenkapazität zur Unterstützung der Gesamtwirtschaft		
Stärkung der lokalen Finanzierungsnetze	Prüfung der Möglichkeit für alle Mitgliedstaaten, außerhalb der EU-Eigenkapitalvorschriften für Banken Kreditgenossenschaften zuzulassen	gegenwärtig
Aufbau europäischer Verbriefungsmärkte	Vorschlag für einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen (STS-Verbriefungen) und Überarbeitung der Eigenkapitalkalibrierungen für Banken	3. Quartal 2015
Unterstützung der Finanzierung der Gesamtwirtschaft durch Banken	Konsultation über einen EU-weiten Rahmen für gedeckte Schuldverschreibungen und ähnliche Strukturen für KMU-Darlehen	3. Quartal 2015

Urheberrecht

GSK Stockmann + Kollegen - Alle Rechte vorbehalten. Die Wiedergabe,ervielfältigung, 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