

EU-Kapitalmarktunion

I. Hintergrund:

- Die EU-Kommission hat im Februar 2015 ein Grünbuch zur Schaffung einer europäischen Kapitalmarktunion vorgelegt. Ziele der Initiative sind mehr Wachstum und Beschäftigung, die durch eine verbesserte Unternehmensfinanzierung und eine Zunahme der Investitionen in der EU erreicht werden sollen. Die Kapitalmarktunion soll bis 2019 vollständig verwirklicht werden.
- Zahlreiche mit der Initiative verbundene Gesetzgebungsverfahren wurden schon angestoßen bzw. umgesetzt wie etwa die Regelungen zur Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes, die Reform der Risikokapitalfonds, die Revision der Prospektrichtlinie durch die neue Prospektverordnung (ProspektVO) oder der Vorschlag einer gemeinsamen konsolidierten Körperschaftssteuerbemessungsgrundlage (Common Consolidated Corporate Tax Base – CCCTB). Aktuell wird u.a. an einem Konzept eines europäischen Produkts der Altersvorsorge (Pan-European Pension Product – PEPP) sowie an einer Neudefinierung der Befugnisse der europäischen Aufsichtsbehörden (ESAs) gearbeitet. Besonderes Augenmerk der Kommission liegt auf einer Verbesserung der Finanzierungsbedingungen für Small and Medium-Sized Enterprises (SMEs). Für diesen Bereich sind Vorhaben geplant, die für SMEs die Kapitalbeschaffung über den öffentlichen Kapitalmarkt erleichtern sollen. Die Umsetzung dieser Vorhaben ist für Q2 / 2018 geplant.
- Die EU-Kommission möchte mit ihren Plänen im Wesentlichen auf eine stärkere Kapitalmarktorientierung der europäischen Volkswirtschaften hinarbeiten. Die Kapitalmarktfinanzierung soll gegenüber der Bankfinanzierung an Bedeutung gewinnen. Nach zahlreichen Stellungnahmen aus Wirtschaft und Politik, u.a. des EU-Parlamentes, betont auch die Kommission einen „balancierten Ansatz“ in der Unternehmensfinanzierung, der ein Nebeneinander der etablierten Bankfinanzierung und alternativer Finanzierungsformen des Kapitalmarkts vorsieht.

II. Position der fpmi:

- **Stringente Fortführung des Vorhabens der Kapitalmarktunion**

Die fpmi befürwortet das Ziel der EU-Kommission, die Bedingungen für Wachstum und Beschäftigung in Europa zu verbessern. Angesichts der Vielzahl der Einzelprojekte ist dabei darauf zu achten, den avisierten Zeitplan einzuhalten, um die Verwirklichung der Kapitalmarktunion in 2019 sicherzustellen.

- Diese Forderung erwächst zum einen aus dem Bedürfnis der Stakeholder und Normadressaten nach Rechtssicherheit als unabdingbare Voraussetzung des Erfolgs eines grenzüberschreitenden Kapitalmarktes. Unklarheiten und ausfüllungsbedürftige Regelungsmaterien bereits auf Level 1 umgesetzter Vorhaben,

wie beispielsweise das neue Prospektrecht¹, sind zügig zu beseitigen bzw. anzugehen.

- Eine Stärkung der europaweiten Kapitalmarktfinanzierung ist jedoch vor allem aufgrund der Folgewirkungen des Brexit notwendiger denn je. Denn durch den Austritt Großbritanniens aus der Union verlässt mit der City of London der europaweit bedeutendste Finanzstandort die EU. Viele internationale Banken, Vermögensverwalter und Fondsgesellschaften haben dort ihren Sitz, darunter auch Investoren, die für das Gelingen einer Kapitalmarktunion von erheblicher Bedeutung sind. Diese „Kapitalgeber“ gilt es weiterhin am Projekt der Kapitalmarktunion zu beteiligen und als Investoren zu erhalten. Das Ergebnis der Brexit-Verhandlungen wird die Gestaltung und den Erfolg der Kapitalmarktunion daher nachhaltig beeinflussen. Umso wichtiger ist eine zügige und klare Positionierung der Beteiligten der Brexit-Verhandlungen in Sachen Kapitalmarktunion.

- **Nebeneinander von Banken- und Kapitalmarktfinanzierung**

Die fpmi begrüßt die Ziele der Kapitalmarktunion und unterstützt die Sicht der Kommission von einem sinnvollen Nebeneinander von Bank- und Kapitalmarktfinanzierung.

- Die Ziele der Kapitalmarktunion können nicht allein dadurch erreicht werden, dass Unternehmen der Weg an die Aktien- und Anleihenmärkte erleichtert wird. Denn Kapitalmarktfinanzierungen können an den Anforderungen kleiner Unternehmen vorbeigehen, sei es, dass die nachgefragten Volumina für eine solche Finanzierung zu klein, die Transaktionskosten zu hoch oder die Publizitätspflichten zu umfangreich sind. Für kleine und mittlere Unternehmen wird deshalb die Bankfinanzierung auch in der Kapitalmarktunion von zentraler Bedeutung bleiben. Mehr Wachstum und Beschäftigung kann es nur geben, wenn die Finanzierungs- und Investitionsbedingungen insgesamt, also sowohl bei der Kapitalmarkt- als auch der Bankenfinanzierung, verbessert werden. Denn übergeordnetes Ziel ist die Förderung der Realwirtschaft zur Schaffung von Wachstum und Jobs. *Conditio sine qua non* ist ein (insgesamt) starker EU-Finanzmarkt, bestehend aus banken- und bankenunabhängigen Finanzierungsformen.
- Die fpmi fordert daher die EU-Kommission dazu auf, die Bankenregulierung an die Ziele der Kapitalmarktunion anzupassen. Es ist widersprüchlich, wenn die EU-Kommission Kapitalmarktinstrumente zur Unternehmensfinanzierung fördern will, aber an anderer Stelle die regulatorischen Anforderungen für die Vergabe von Mittelstandskrediten durch die Banken erschwert werden². Dieser Widerspruch muss zugunsten der Realwirtschaft aufgelöst werden. Insbesondere weitere regulatorische Anforderungen an die Vergabe von Mittelstandskrediten sind kontraproduktiv. Maßnahmen, die der Unternehmensfinanzierung zuwiderlaufen, müssen vielmehr im Rahmen der Beratung zur Kapitalmarktunion kritisch hinterfragt werden.

¹ Die ProspektVO muss von ESMA in delegierte Rechtsakte (RTS, IST) überführt werden; die tatsächliche Umsetzungsfrist endet erst sechs (!) Monate vor Geltung des neuen Prospektrechts in 2019.

² Hierzu gehören eine Reihe von Vorhaben wie etwa die lange diskutierte Abschaffung des KMU-Korrekturfaktors in der europäischen Eigenkapitalverordnung, die Etablierung der strukturellen Liquiditätsquote („Net Stable Funding Ratio“, NSFR) und eine damit verbundene übermäßige Einschränkung der Fristentransformation der Banken, die Überarbeitung des Kreditrisiko-Standardansatzes (KSA), die zu erhöhten Eigenkapitalunterlegungspflichten bei den Banken führen wird oder die harmonisierte Kreditdatenbank AnaCredit.

- **Angemessenes regulatorisches Umfeld für SME**

Die fpmi unterstützt die Kommission, soweit sie ein verbessertes regulatorisches Umfeld für die Kapitalmarktfinanzierung von kleineren und mittleren Unternehmen fokussiert. Zur Schaffung attraktiver Rahmenbedingungen für Unternehmen wie auch Investoren sind bereits einige Vorhaben realisiert worden wie etwa die Reform der Risikokapitalfonds, durch die Investitionen in SMEs gefördert werden sollen, oder die Ersetzung der Prospektrichtlinie durch die neue ProspektVO, welche aufgrund ihrer unmittelbaren Geltung in den Mitgliedsstaaten zur Harmonisierung des Rechts beiträgt. Das neue Prospektrecht schafft für Kleinst- und Sekundäremissionen Ausnahmen zur Prospektpflicht und erleichtert damit die Mittelbeschaffung über die Kapitalmärkte bzw. senkt die Kapitalkosten. Die gleiche Zielsetzung hat der sog. EU-Wachstumsprospekt mit seinen Vereinfachungen für Emissionen von SME.

Die Kommission sieht weiteren Handlungsbedarf und hat für Q2 / 2018 einige „priority actions“ angekündigt, die dem Gedanken der Proportionalität und Regionalität bei der Regulierung von SME Rechnung tragen soll und Hürden bei Listings bzw. Börsengängen von SME beseitigen will³.

Die fpmi vertritt hierzu folgende Positionen:

- Ziel jedweder Verbesserung der Rahmenbedingungen bei der Mittelbeschaffung über die Kapitalmärkte muss eine Reduzierung des bürokratischen Aufwandes für SME-Emittenten bei gleichzeitig angemessener Berücksichtigung des Investorenschutzes sein. Dies gilt für den Marktzugang wie auch die Folgepflichten am Kapitalmarkt.
- Dabei ist besonderes Augenmerk auf die Konsistenz der europäischen Finanzmarktregulierung insgesamt zu legen. Durch einen ausgewogenen Anlegerschutz dürfen keine übermäßigen Belastungen für die kapitalsuchenden Unternehmen entstehen. Insoweit ist das Zusammenwirken verschiedener Regelwerke zu analysieren, insbesondere mit den Regelungen der Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II) und der Marktmissbrauchsverordnung (Market Abuse Regulation - MAR). Dabei ergibt sich folgender Befund:
- Die Erfüllung der Anforderungen der MAR⁴ ist bereits heute mit erheblichem Verwaltungsaufwand bei den Emittenten verbunden. Der Verwaltungsaufwand besteht u.a. deshalb, weil die Rechtsanwendung wegen bestehender (Auslegungs-) Fragen in Teilen unklar ist, bei Verstoß gegen die Vorschriften der MAR erhebliche Sanktionen drohen und gleichzeitig die Erleichterungen für spezielle SME (die an einem SME Growth Market notiert sind) nur marginaler Natur sind⁵. Weitere Belastungen sind jedenfalls zu vermeiden bzw. Erleichterungen für SME so zu gestalten, dass sie sich tatsächlich als Entlastungen darstellen.
- Die Regelungen der MiFID II dürfen den Zielen der Kapitalmarktunion nicht zuwiderlaufen. Beispielhaft können die Regeln zum Wertpapier-Research genannt werden: Da Kosten für Research künftig separat auszuweisen sind (Fondsmana-

³ Vgl. Factsheet: Mid-term review of the capital markets union action plan (08.06.2017), abrufbar unter https://ec.europa.eu/info/publications/mid-term-review-capital-markets-union-action-plan_en

⁴ Hierzu zählen die Ad-hoc-Meldepflicht, die Pflicht zur Meldung von Directors' Dealings und zur Führung von Insiderlisten.

⁵ So vor allem bei der Veröffentlichungsart der meldepflichtigen Ereignisse.

ger und Vermögensverwalter dürfen Research-Berichte nicht mehr kostenlos annehmen), ist mit einer geringeren Nachfrage nach Firmenanalysen insbesondere von SME mit geringer Marktkapitalisierung zu rechnen. Damit dürfte gerade bei kleineren Titeln weniger Material verfügbar sein, mit der Folge, dass Investoren das Segment nicht mehr so leicht bewerten können und das Interesse der Anleger abnimmt. Damit wird jedoch auch ein Börsengang für Unternehmen weniger attraktiv. Derartige Wechselwirkungen sind bei der Fortführung der Kapitalmarktunion zwingend zu beachten.

- Dies gilt gleichermaßen für die Regulierung der Anlageberatung generell und der Aktienberatung kleinerer und mittlerer Unternehmen im Speziellen, die dazu geführt hat, dass eine Beratung in Wertpapiere von SME faktisch kaum mehr stattfindet. Retail-Investoren sind als Investoren in SME essentiell für das Gelingen der Kapitalmarktunion. Daher darf ihre Beratung nicht unmöglich gemacht werden.

Nach Auffassung der fpmi stellen die geltenden Transparenz- und Publizitätsregelungen bereits heute einen weitgehenden und ausreichenden Anlegerschutz sicher. Eine weitere „Vertiefung“ des Anlegerschutzes ginge zu Lasten der Unternehmen und würde den Zielen der Kapitalmarktunion zuwiderlaufen. Die fpmi spricht sich deshalb dafür aus, den gebotenen Anlegerschutz auch durch die ökonomische Bildung der Bürger auszubauen, damit diese in die Lage versetzt werden können, Finanzinstrumente einzuschätzen bzw. zu vergleichen und auf dieser Grundlage eine informierte Investitionsentscheidung treffen können.

- Das Vorhaben eines vereinfachten Kapitalmarktzuganges für SME verfolgt auch der sog. EU-Wachstumsprospekt. Soweit in diesem Zusammenhang die Einführung eines einheitlichen Rechnungslegungsstandards „IFRS light“ diskutiert wird, würde dies für viele kleine und mittlere Unternehmen jedoch einen erhöhten Aufwand ohne Mehrwert für die Investoren bedeuten. Die Anwendung nationaler Rechnungslegungsstandards ist aus Investorensicht regelmäßig völlig ausreichend und kann regionale/nationale Besonderheiten berücksichtigen.
- Ein grenzüberschreitender Kapitalmarkt benötigt stabile Rahmenbedingungen und nachhaltige Rechtssicherheit. Zu prüfen bleibt daher eine Harmonisierung „flankierender“ Rechtsordnungen wie etwa des Gesellschafts- und des Insolvenzrechts sowie insbesondere des Steuerrechts. Die derzeitige steuerliche Benachteiligung von Eigenkapital ist zu hinterfragen, da Anlegern einen Anreiz für die Bereitstellung von risikotragendem Eigenkapital als alternative Finanzierungsquelle für Unternehmen geboten werden muss. Abgesehen davon kann eine gemeinsame Körperschaftssteuerbemessungsgrundlage in die richtige Richtung weisen.
- Um die Ziele der Kapitalmarktunion zu erreichen, ist eine effiziente Aufsichtsstruktur unerlässlich. Hierzu plant die Kommission die Befugnisse der European Securities and Markets Authority (ESMA) auszuweiten. Zwar ist richtig, dass die Schaffung eines „einzigen Finanzraums“ nach einer effektiven und einheitlichen Aufsichtspraxis verlangt. Die primäre Verantwortung sollte jedoch bei den bislang zuständigen nationalen Behörden verbleiben, um Verantwortungsbereiche klar abzugrenzen und nationale Eigenheiten der jeweiligen Kapitalmärkte angemessen zu berücksichtigen (getreu nach dem EU-Motto „In Vielfalt geeint“). Es ist daher darauf zu achten, dass eine „direkte“ Aufsicht der Marktteilnehmer

durch ESMA unter Beachtung des Subsidiaritätsprinzips nur dort etabliert wird, wo die nationale Aufsicht keine einheitliche Rechtsanwendung gewährleistet und eine Beaufsichtigung der ESMA ausnahmsweise berechtigt („warranted“ im Sinne der Diktion der Kommission⁶) ist.

- Mit Rücksicht auf die Erfahrungen mit Bankenunion und MiFID II spricht sich die fpmi im Übrigen generell dafür aus, dass wesentliche politische Entscheidungen bei der Kapitalmarktunion im EU-Parlament getroffen werden und nicht auf nachgelagerter Ebene (Level 2 und 3) durch die Aufsichtsbehörden ESMA, EBA und EIOPA. Hierdurch wird die demokratische Legitimation des Reformprojekts und dessen Annahme durch die Marktteilnehmer gefördert⁷. Die von der EU-Kommission im September 2017 vorgeschlagenen Kontrollmechanismen für die Level 3-Aktivitäten der ESAs sind unzureichend und müssen im weiteren Gesetzgebungsverfahren nachgebessert werden.

- **Position zu versicherungswirtschaftlichen Aspekten der Kapitalmarktunion**

- Das Ziel der EU-Kommission, mittels der Kapitalmarktunion Wachstum und Beschäftigung innerhalb der gesamten EU zu stärken, soll maßgeblich durch die Förderung langfristiger Infrastrukturinvestitionen erreicht werden. Die in der fpmi mitwirkenden Versicherungsunternehmen unterstützen dieses Kernstück des im September 2015 publizierten KMU Aktionsplans nachdrücklich. Um das Ziel zu erreichen, muss die Kapitalmarktunion aus Sicht der Versicherungswirtschaft allerdings zu einer deutlichen Verbesserung der regulatorischen Rahmenbedingungen für institutionelle Investoren führen.
- Besonders bedeutend ist eine EU-weite Erhöhung der Rechtssicherheit im Falle grenzüberschreitender Investitionen. Nach wie vor stellen die großen Unterschiede in den nationalen Insolvenzregeln ein zentrales Hindernis für internationale Investments dar. Ein EU-weites Insolvenzrecht mit einem harmonisierten Investorenschutz auf hohem Niveau könnte hier zu konstruktiven Lösungen beitragen. Das in Deutschland bewährte hohe Schutzniveau für Gläubiger darf dabei allerdings nicht abgesenkt werden.
- Weiterhin wäre es aus Sicht der Assekuranz von Bedeutung, den regulatorischen Rahmen für Private-Public-Partnerships (PPP) innerhalb der EU zu harmonisieren. Aus Investorensicht ist das regulatorische Gefälle (z.B. zentral organisierte Zuständigkeit in Frankreich versus dezentrale Zuständigkeiten in Deutschland) stark. Die in einigen EU-Staaten gegebenen langwierigen bürokratischen Prozesse stellen vielerorts einen Hinderungsgrund für PPP-Projekte dar. Entbürokratisierte Vergabeverfahren und eine größere Offenheit der Politik gegenüber privaten Investoren könnten dazu beitragen, die öffentlichen Haushalte zu entlasten und zugleich Arbeitsmarkt und Wirtschaftswachstum zu beleben.

- **Fazit**

- Das Ziel der EU-Kommission mithilfe der Kapitalmarktunion mehr Wachstum und Beschäftigung zu schaffen, wird von der fpmi weiterhin unterstützt. Die Stärkung

⁶ Siehe COM (2017) 292 final, p. 11

⁷ Siehe dazu auch die Studie des Centrums für Europäische Politik – cep, Die Europäischen Finanzaufsichtsbehörden - Raum für Verbesserung auf Level 2 und Level 3 (Oktober 2016), abrufbar unter www.fpmi.de

der Finanz- und Realwirtschaft in der EU ist nicht zuletzt mit Blick auf die Brexit-Verhandlungen vorrangiges Ziel und die Kapitalmarktunion zügig zu verwirklichen.

- Für den Erfolg der Kapitalmarktunion ist ein Nebeneinander der Bank- und Kapitalmarktfinanzierung in Europa notwendig. Die Bankenfinanzierung als eine der Säulen der Unternehmensfinanzierung muss bei der Konzeption der Kapitalmarktunion angemessen berücksichtigt werden. In Bereichen, in denen die Kreditfinanzierung aktuell gut funktioniert, sind regulatorische Hemmnisse zu vermeiden. Dort, wo dies nicht der Fall ist, müssen alternative Formen der Unternehmensfinanzierung zur Verfügung stehen wie die der Kapitalmarktfinanzierung mit attraktiven Rahmenbedingungen für (SME-) Emittenten und Investoren.
- Gleichzeitig sind Inkonsistenzen im neuen Ordnungsrahmen zu vermeiden. Kapitalmarktbezogene Regelwerke und Vorhaben sind nicht isoliert, sondern in ihrem Zusammenspiel und ihrer Wirkung für Unternehmen und Investoren zu betrachten. Nur dann wird eine Kapitalmarktunion einen Mehrwert für europäische Unternehmen bringen und damit wirtschaftliches Wachstum und Beschäftigung fördern.