

Stellungnahme

**zum Konsultationsdokument der Europäischen Kommission
„Capital Markets Union Mid-Term Review 2017“**

Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI) e.V.
Deutscher Industrie- und Handelskammertag (DIHK) e.V.

17. März 2017

Bundesverband der
Deutschen Industrie e. V.

Deutscher Industrie-
und Handelskammertag e. V.

im Haus der
Deutschen Wirtschaft
Breite Straße 29
10178 Berlin

Allgemeine Anmerkungen

Der Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI)¹ und der Deutsche Industrie- und Handelskammertag (DIHK)² unterstützen mit Nachdruck die politischen Bemühungen zur Schaffung einer Kapitalmarktunion. Ein echter „Kapitalbinnenmarkt“, der die Fragmentierung der europäischen Finanzmärkte verringert, kann den Finanzierungszugang der gewerblichen Wirtschaft verbessern, neue Quellen der Unternehmensfinanzierung erschließen sowie die Effizienz und Stabilität des integrierten europäischen Kapitalmarkts erhöhen. Insbesondere die Wiederbelebung des Vertriebsmarktes, ein erleichterter Zugang zu den Anleihe- und Aktienmärkten, die Finanzierung von Infrastrukturinvestitionen sowie die Förderung der Risikokapital- und Beteiligungsfinanzierung sind wichtige Handlungsfelder, die aus Sicht der Realwirtschaft einen hohen Stellenwert haben.

BDI und DIHK erkennen ausdrücklich die bereits erzielten Fortschritte auf dem Weg zur Kapitalmarktunion an. Die weiteren Bemühungen sollten jedoch mit Augenmaß und ohne Illusionen erfolgen. Die EU-Mitgliedstaaten haben ihre eigenen Finanztraditionen, Unternehmensstrukturen und Finanzierungsbedürfnisse. Es kommt daher vor allem darauf an, solche Instrumente zu stärken, die die in Europa bislang sehr erfolgreich praktizierte Bankfinanzierung mit der Kapitalmarktfinanzierung vernetzen. Der Digitalisierungsschub in der Finanzwirtschaft – Stichwort: Fintech – eröffnet zudem neue Wege bei der Kapitalmarktfinanzierung. Die klassische, bankbasierte Finanzierung für Unternehmen lässt sich mit den neuen, vielseitigen Möglichkeiten digitalisierter Finanzierungsangebote kombinieren und optimieren. Die Kapitalmarktunion sollte deshalb diese Möglichkeiten in ihrer ganzen Breite vorurteilsfrei nutzen und einen praxisgerechten Rechtsrahmen für die digitale Finanzwirtschaft bereitstellen.

Im Zentrum der geplanten Kapitalmarktunion müssen immer auch die Finanzierungsbelange der Realwirtschaft stehen. Durch den technologischen Wandel steht die Unternehmensfinanzierung vor folgenreichen Veränderungen: Neue und komplexere Geschäftsmodelle sowie die stärkere Vernetzung der Unternehmen erschweren die Risikobewertung durch die Finanzwirtschaft und zeigen die Grenzen einer standardisierten Ratingsetzung durch Dritte auf, die überwiegend die Eintrittskarte für einen Kapitalmarktzugang definiert. Die Organisation eines effektiven Risikotransfers an die Kapitalmärkte wird somit das Schlüsselement einer reibungslosen Unternehmensfinanzierung. Das bankbasierte europäische Finanzsystem braucht eine stärkere Kapitalmarktflankierung. Eine klug geplante Kapitalmarktunion würde die klassische Bankkreditvergabe an die Realwirtschaft auf eine solidere Basis stellen. Auf diese Weise könnte die Kapitalmarktunion einen positiven Beitrag zu mehr Investitionen, Wachstum und Beschäftigung in Europa leisten. All dies sollte Anliegen einer funktionierenden Kapitalmarktunion sein. Leider relativiert sich in diesem Lichte die innere Logik der Kommissionsinitiative gegenüber dem Aktionsplan vom 30. September 2015.

¹ Der Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI) ist die Spitzenorganisation der deutschen Industrie und industrienahen Dienstleister. Er spricht für 40 Branchenverbände und repräsentiert über 100.000 große, mittlere und kleine Unternehmen mit gut acht Millionen Beschäftigten.

² Der Deutsche Industrie- und Handelskammertag (DIHK) ist die Spitzenorganisation der 79 Industrie- und Handelskammern (IHKs) in Deutschland und vertritt damit 3,6 Mio. Unternehmen aus Industrie, Handel und Dienstleistungen. Alle deutschen Unternehmen im Inland – ausgenommen Handwerksbetriebe, freie Berufe und landwirtschaftliche Betriebe – sind per Gesetz Mitglied einer Industrie- und Handelskammer. Der DIHK koordiniert ferner das Netzwerk der 130 Auslandshandelskammern, Delegationen und Repräsentanzen der Deutschen Wirtschaft in 90 Ländern weltweit.

Anspruch der Europäischen Kommission und Wirklichkeit der sich abzeichnenden Kapitalmarktunion klaffen auseinander. Real- und Finanzwirtschaft haben eine erhebliche Regulierungslast zu tragen, die den Finanzierungszugang der gewerblichen Wirtschaft beeinträchtigt. Auch Regulierungen, die zunächst scheinbar nur die Finanzwirtschaft treffen, können langfristig deren Fähigkeit zur Finanzierung der Realwirtschaft einschränken. Verschärfte regulatorische Vorgaben haben nachweislich z. B. auf den Anleihemärkten zu einer Einschränkung der Marktliquidität geführt. Es gibt Anzeichen, dass sich Banken als Market Maker zurückziehen. Insbesondere zunehmende Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen, aufsichtliche Anforderungen an das Risikomanagement sowie Informations- und Meldepflichten für Banken haben hier ihre Spuren hinterlassen. Dies steht in Gegensatz zum erklärten Anspruch der Kapitalmarktunion, in Europa neue und mehr Kapitalmarktfinanzierungen zu erschließen.

Entscheidend für den Erfolg der Kapitalmarktunion wird ein widerspruchsfreier, konsistenter Regulierungsrahmen sein. Überlappungen, Widersprüche und Dopplungen in der Regulierungsagenda sollten korrigiert und künftig vermieden werden. Dabei kommen der Rechtsetzung auf den nachgelagerten Ebenen – Stichworte: Level 2 und Level 3 – besondere Bedeutung zu. Um deren Qualität zu verbessern, sollten die Prinzipien der von der Europäischen Kommission initiierten „Besseren Rechtsetzung“ auch hier gelten. Dies gilt vor allem mit Blick auf die wichtige Rolle, die den Europäischen Finanzaufsichtsbehörden (European Supervisory Agencies, ESAs) bei der Definition technischer Regulierungsstandards und der Veröffentlichung von Leitlinien zu diversen Handlungsfeldern der Kapitalmarktunion zukommt. Die diesbezügliche Praxis ist für die Unternehmensfinanzierung dann problematisch, wenn sie Gesetzgebungsvorhaben vorgreift, abweichende Regulierungen festlegt oder Ermächtigungen überschreitet.

Angesichts der Vielzahl regulatorischer Vorschriften, die als Antwort auf die globale Banken- und Finanzkrise ergriffen wurden, hatte die Europäische Kommission im Herbst 2015 eine kritische Überprüfung des vorhandenen Rechtsbestands in Gang gesetzt. Zur Unterstützung eines kohärenten und zielgerichteten Regelwerks wurde seinerzeit eine Konsultation („Call for Evidence“) durchgeführt, an der sich auch der BDI und der DIHK beteiligt hatten. Die Ergebnisse der Sondierung sollten zum Ausgangspunkt einer systematischen Überarbeitung des gesamten EU-Regulierungsrahmens für Finanzdienstleistungen genommen werden. Dabei muss stärker als bisher Rücksicht auf die Finanzierungsbelange der Unternehmen genommen werden. Je mehr die zahlreichen und überaus komplexen Regulierungsmaßnahmen eine schlüssige Einheit bilden, umso größer ist letztlich der Mehrwert der Kapitalmarktunion für die gesamte gewerbliche Wirtschaft.

Unsere nachfolgende Kommentierung beschränkt sich auf ausgewählte Handlungsfelder, die für die Realwirtschaft von besonderer Bedeutung sind. Dabei nehmen wir – dem Aufbau der Konsultation folgend – zum Beratungsstand einzelner Vorhaben Stellung. Ergänzende Vorschläge zu den jeweiligen Handlungsfeldern runden unsere Anmerkungen ab.

(1) Marktbasierte Wachstumsfinanzierung für Startups und KMU

Eine erfolgreiche Kapitalmarktunion sollte die Finanzierungsmöglichkeiten für junge Wachstumsunternehmen erweitern. Um das Gründen und das Wachstum der nächsten Unternehmensgeneration an europäischen Standorten attraktiver und aus-

sichtreicher zu machen und so die digitale Transformation der Realwirtschaft zu unterstützen, sollten insbesondere die spezifischen Anforderungen an eine erfolgreiche Gründung, Finanzierung und Skalierung von Startups und KMU Unternehmen stärker in den Blick genommen werden.

Noch immer scheitern etliche Startups an mangelndem **Wagnis- und Beteiligungskapital**, insbesondere in der Wachstumsphase. Ein verstärktes Engagement privater Investoren, die bereit sind, höhere Risiken einzugehen und größere Beträge zu investieren, könnte die Gründungsdynamik bei KMU und größeren Industrieunternehmen nachhaltig steigern. Zu Recht hat daher das Thema Risikokapital (Venture Capital) im Kontext der Kapitalmarktunion einen hohen Stellenwert. Zersplitterte Märkte und ein kleinteiliges Beteiligungsgeschäft verhindern einen leistungsfähigen integrierten Markt für Wagnis- bzw. Beteiligungskapital in Europa. Grundsätzlich weisen die von der Europäischen Kommission auf den Weg gebrachten Maßnahmen zur Stimulierung des Risikokapitalmarktes den richtigen Weg. Doch wird dies nicht reichen, dem Markt für Beteiligungskapital für Unternehmen in der Wachstumsphase die dringend nötigen Impulse zu geben. Dieses Problem wird im Konsultationspapier leider nicht ausreichend adressiert. Zur Mobilisierung von deutlich mehr privatem Risikokapital auf breiter Front müssen zahlreiche steuerliche, rechtliche und regulatorische Hemmnisse beseitigt werden.

Fintechs und Crowdfunding können perspektivisch einen wertvollen Beitrag zur Finanzierung von jungen und innovativen Unternehmen leisten. Gleichwohl sollten diese neuen Finanzierungsformen nicht überschätzt werden. So mangelt es den Investoren häufig noch an ausreichender Bewertungskompetenz. Auch sind finanz- und produktregulatorisch die Weichen für eine breite Expansion des Marktes noch nicht optimal gestellt. Hilfreich wäre ein attraktiver europäischer Rechtsrahmen für Crowdfunding-Aktivitäten, der neue Impulse für Investments auch breiterer Anlegerschichten setzt. Für Fintechs müsste vor allem auch die Frage geklärt werden, wie diese sich ihrerseits zukünftig refinanzieren sollen. Bisher geschieht dies z. B. über Verbriefungstransaktionen, die aber künftig wohl nicht dem geplanten europäischen Rahmen für einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen (Simple, Transparent and Standardised Securitisations, STS-) genügen.

Eine reibungslose Finanzierung des digitalen Wandels verlangt neue Antworten auch von der nationalen und europäischen **Förderpolitik**, die einen Teil der zweifellos steigenden Risiken abfängt. Eine passgenaue finanzielle Flankierung der Digitalisierung macht die Weiterentwicklung bestehender Förderprogramme notwendig. Ansatzpunkte dafür wären z. B. die Erweiterung der förderfähigen Kosten, die Länge der Finanzierungslaufzeiten, die finanzielle Unterstützung von Unternehmenskooperationen sowie der vermehrte Einsatz von Instrumenten zur Risikoteilung. Der förderbare Investitionsbegriff sollte möglichst Software, Patente, Design, Schulungskosten sowie Weiterbildungsmaßnahmen umfassen, um die Innovationsfinanzierung optimal zu unterstützen.

Die europäischen Märkte für **Privatplatzierungen** weisen hohes Potenzial auf. Die erfolgreiche Praxis des Schuldscheindarlehnens in Deutschland könnte Vorbild für Europa sein. Im Zusammenspiel von Bank- und Kapitalmarktfinanzierung ist das Schuldscheindarlehen ein Best-Practice-Modell, um die Ziele der Kapitalmarktunion zu unterstützen. Gerade für uneingeschränkt kapitalmarktfähige mittelständische Unternehmen ohne externes Rating ist das Schuldscheindarlehen eine unbürokratische, kostengünstige und relativ einfach umsetzbare Finanzierungsalternative. Um diese

Finanzierungsform in ganz Europa zu etablieren, bedarf es anstelle einheitlicher regulatorischer Vorgaben von Gläubigern und Emittenten selbst festgelegter Standards über Marktpraktiken und Dokumentationspflichten. Der erfolgreiche deutsche Standard bringt den Emittenten handfeste Vorteile. Dazu gehören der sichere Rechtsrahmen, weniger restriktive Sicherheitenregelungen, keine Abhängigkeit von externen Ratings wie bei Anleihen, die schnelle und flexible Dokumentation, moderate Strukturierungskosten sowie der Zugang zu langfristigen Fremdkapitalgebern jenseits des Hausbankkreises. Diese Vorteile sollten im Zuge einer Europäisierung des regulatorischen Rahmens für Privatplatzierungen unbedingt bewahrt werden. Eine Erhöhung der Transaktionskosten etwa durch erweiterte Transparenzanforderungen würde den Zugang zu diesem Finanzierungsinstrument z. B. für Mittelständler erschweren. Der Schuldscheinmarkt war bislang ein Qualitätsmarkt mit in der Regel börsennotierten Unternehmen hoher Bonität (Investmentgrade). Dieses hohe Bonitätsniveau muss erhalten bleiben. Mit einem breiteren Bonitätsspektrum stellen sich ansonsten neue Fragen hinsichtlich der Markttransparenz. So ist für Gläubiger von Schuldscheinen das Unternehmen weit weniger transparent als für die Bank, die den Schuldschein weitergibt.

(2) Vereinfachung des Kapitalmarktzugangs für KMU

Mittelständische Unternehmen in Europa finanzieren sich, anders als etwa ihre Konkurrenten in den USA, traditionell stark über Bankkredite. Die Möglichkeiten des Kapitalmarktes bei der Aktien- und Anleihefinanzierung werden nach wie vor überwiegend von Großunternehmen genutzt. Die Vorstellung, dass auch mehr kleinere Unternehmen direkt vom Kapitalmarkt profitieren und sich dabei von den Banken unabhängig machen könnten, stößt in der Realität an Grenzen. So weisen KMU oft weniger transparente Organisationsstrukturen und Geschäftsstrategien auf als börsennotierte Unternehmen. KMU haben häufig spezielle Finanzierungsbedürfnisse, die eine Inanspruchnahme standardisierter Börsenhandelsplätze für Fremd- und Eigenkapital erschweren. Oft meiden KMU den Kapitalmarkt aber auch, weil sie die damit verbundenen Publizitäts- und Transparenzanforderungen vor besondere Herausforderungen stellen. Gleichwohl ist das Ziel, dem Kapitalmarkt künftig mehr Gewicht beizumessen, sinnvoll. Dies gilt umso mehr im Lichte verschärfter regulatorischer Anforderungen im Kreditgeschäft der Banken und der damit einhergehenden Verringerung der Finanzierungskapazitäten sowie dem Angebot an mittel- und langfristigen Finanzierungslaufzeiten.

Um mittelständischen Unternehmen den Zugang zum Kapitalmarkt zu erleichtern, werden die **Prospektvorschriften** modernisiert. Tatsächlich führen die Regelungen des Wertpapierrechts oft zu außerordentlichen Belastungen für Emittenten. Die Publizitätsregeln sollten hinsichtlich Anlegerschutz und Vermeidung bürokratischer Lasten der Emittenten besser ausbalanciert werden. Wir unterstützen deshalb die Neufassung des Prospektrechts. Erweiterte und neue Ausnahmen von der Prospektspflicht sowie weniger komplexe Anforderungen an die Erstellung eines Prospekts – wie z. B. dem sogenannten EU-Wachstumsprospekt – könnten insbesondere mittelgroßen Unternehmen den Zugang zum Kapitalmarkt vereinfachen. Zu berücksichtigen ist dabei, dass die Ratingstruktur von KMU und insbesondere Anlagevorschriften für Fonds und Versicherungen den Erwerb entsprechender Wertpapiere möglicherweise verhindern. Ohne diese Investoren ist eine ausschließliche Platzierung bei Privatanlegern allerdings nicht realistisch, weil dann ein angemessenes Market Making nicht gewährleistet werden kann. Zu den offenen Fragen des zuletzt im Trilog gefundenen Kompromisses gehört auch die Umsetzung der Vorgaben zur Darstellung von Risikofaktoren bei der Prospekterstellung. Die genaue Ausgestaltung muss rechtssicher

im Rahmen der Level 2-Maßnahmen geklärt werden. Um die intendierte Förderung der Kapitalaufnahme zu erreichen, dürfen die geplanten Änderungen nicht zu mehr Verwaltungsaufwand in den Unternehmen führen. Dies könnte den Emissionsprozess verlangsamen und dem Ziel der Kapitalmarktunion zuwiderlaufen.

In den letzten Jahren gab es in verschiedenen **EU-Mitgliedstaaten zahlreiche Initiativen**, KMU den Zugang zum Kapitalmarkt zu erleichtern. So führten z. B. Italien und Deutschland Mittelstandsanleihen ein und die Deutsche Börse startete Anfang März 2017 ein neues Segment für Wachstumsunternehmen. Gleichwohl sollten hinsichtlich der Nutzung der EU-Märkte für Unternehmensanleihen durch KMU keine Illusionen aufkommen. Die kumulierten Ausfallraten bei den deutschen Mittelstandsanleihen von aktuell rund 40 Prozent mahnen zur Vorsicht. Ein „High Yield-Bondmarkt“ für den Mittelstand wäre das falsche Signal für die Kapitalmarktunion. Die Realwirtschaft benötigt gleichwohl Fremdfinanzierungsalternativen am Kapitalmarkt jenseits von Unternehmens- und Mittelstandsanleihen. Dazu braucht es institutionelle Investoren, die bereit und in der Lage sind, auch riskantere Teile der Kapitalstruktur zu finanzieren. Leider wird dies – unabhängig von der eigentlichen Ertrags-Risiko-Relation solcher Produkte – regulatorisch erschwert.

Die Kapitalmarktunion sollte sich darauf konzentrieren, dass die Marktteilnehmer von sich aus praxistaugliche Lösungen entwickeln können. Während aus Sicht von Investoren einheitliche Rechnungslegungsstandards und hohe Offenlegungspflichten eine Grundvoraussetzung für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes darstellen, bedeuten dieselben Anforderungen aus Sicht der Emittenten, insbesondere der KMU, hohe Fixkosten, die dem Anspruch eines vereinfachten Kapitalmarktzugangs zuwiderlaufen. Angesichts heterogener Finanztraditionen in der EU wird es nationale Unterschiede im jeweils angemessenen Ausmaß einheitlicher Rechnungslegungsstandards und Offenlegungspflichten geben. Die Kapitalmarktunion sollte die gesetzlichen Rahmenbedingungen dafür schaffen, dass Best-Practice-Lösungen gefunden werden können. Ein gleichwertiger – aber nicht zwingend gleicher – Zugang zu Informationen für alle Marktteilnehmer ist eine Voraussetzung für breitere und tiefere Kapitalmärkte.

(3) Förderung von Langfrist-, Infrastruktur- und nachhaltigen Investitionen

Bei der Finanzierung des mittel- bis langfristig steigenden Infrastrukturbedarfs könnten institutionelle Investoren eine deutlich stärkere Rolle als bisher spielen. Investoren mit langfristigem Anlagehorizont wie Versicherungen, Investmentfonds und Pensionseinrichtungen benötigen vor allem ein stabiles Investitionsumfeld und einen attraktiven regulatorischen Rechtsrahmen. **Einengende regulatorische Vorschriften**, z. B. verschärfte Kapital- und restriktive Liquiditätsanforderungen für Banken, hohe Kapitalunterlegungspflichten für Versicherer, die regulatorische Diskriminierung privater Anleihefinanzierung gegenüber staatlicher Mittelaufnahme und Hemmnisse bei Verbriefungen blockieren die Allokation von privatem Kapital in Infrastrukturprojekte. Die Kommissionsvorschläge zur Überarbeitung von Solvency II und zur Revision der Kapitaladäquanzverordnung (Capital Requirements Regulation, CRR), die deutlich gesenkte Eigenkapitalanforderungen für Versicherungen und Banken vorsehen, könnten Infrastrukturfinanzierungen in Europa wirksam unterstützen.

Um die Breitenwirkung des Kapitalmarktes für langfristige Infrastrukturfinanzierungen zu nutzen, sollten bewährte **öffentlich-private Kooperationsmodelle** ausgebaut werden. Über die **Emission regionaler Projektanleihen** und deren Bündelung

durch nationale oder europäische Förderbanken und den Einsatz von **Verbriefungen** könnten auch kleinvolumige Infrastrukturprojekte Kapitalmarktinvestoren zugänglich gemacht werden.

Mit der Auflage des **European Long-Term Investment Funds (ELTIF)** wurde ein Schritt gemacht, um Investments in langfristige Anlagen, insbesondere auch Infrastrukturprojekte und Immobilien, zu erleichtern. Ob und wie weit sich ELTIF am Markt durchsetzt, muss sich zeigen. Die regulatorische Behandlung von Infrastrukturinvestitionen als eigene Forderungsklasse könnte ELTIF, aber auch andere Vehikel zur Langfristfinanzierung, für Investoren attraktiver machen.

Der vor zwei Jahren implementierte **Europäische Fonds für strategische Investitionen (EFSI)** als zentraler Baustein des Juncker-Plans könnte dazu beitragen, die Investitionslücke in Europa zu schließen. Erste Evaluierungen des EFSI zeigen einen bisher planmäßigen Verlauf der Investitionsoffensive. Der Fonds sollte nur solche Investitionsprojekte finanzieren, die einen wirklichen Mehrwert für die europäische Wirtschaft haben und nicht auch auf anderen Wegen realisiert werden können. In dieser Hinsicht bleibt EFSI hinter unseren Erwartungen zurück. Nicht alle Projekte weisen das Kriterium der Additionalität auf, manche wären auch ohne EFSI über den Markt finanzierungsfähig. Wir begrüßen, dass diese Schwachpunkte jetzt im Gesetzesvorschlag zur EFSI-Verlängerung adressiert werden. Allerdings halten wir eine Koppelung von 40 Prozent der EFSI-Investitionen an internationale Klimaziele nicht für nachvollziehbar und beliebig, da die EU ebenso Zielsetzungen in Bezug auf den Digitalen Binnenmarkt, die Energieunion, die Industriequote, etc. verfolgt. EFSI und ELTIF werden im Übrigen nur dann private Investitionen im gewünschten Ausmaß mobilisieren, wenn das Investitionsumfeld insgesamt stimmig ist. Dieser wichtige Baustein des Juncker-Plans, der nicht zuletzt in der Verantwortung der EU-Mitgliedstaaten liegt, lässt noch zu wünschen übrig.

Die Kapitalmarktunion darf sich nicht auf die Beseitigung von Finanzierungshemmnissen im engeren Sinne beschränken. Ebenso wichtig ist, dass die Finanz- und Realwirtschaft über erprobte Instrumente zur **Absicherung von Wechselkurs-, Zins- und Rohstoffpreisrisiken** verfügen, die die wirtschaftlichen Voraussetzungen für langfristige Investitionen unterstützt. Eine effektive Absicherung von Risiken aus dem operativen Geschäft ist häufig nur mit Einsatz maßgeschneiderter außerbörslicher Derivate möglich, der jedoch durch diverse regulatorische Eingriffe erschwert und verteuert wird. Insbesondere die regulatorischen Anforderungen an Derivategeschäfte durch die sog. European Market Infrastructure Regulation (EMIR), die strukturelle Liquiditätsquote (Net Stable Funding Ratio, NSFR) sowie die frühzeitigere und höhere Risikovorsorge im Zuge der anstehenden Einführung der neuen International Financial Reporting Standards (IFRS) 9 unterminieren die Grundlagen für eine reibungslose Langfristfinanzierung im Bereich von Energieversorgung, Verkehr, Kommunikation, Immobilienwirtschaft, Digitalisierung u. v. m.

(4) Stärkung von Privatanlegern und institutionellen Investoren

Versicherungen, Pensionseinrichtungen und Investmentfonds könnten auch als Investoren in Aktien und Beteiligungskapital eine noch größere Rolle spielen. Der Aktienanteil von Versicherungen ist in den vergangenen Jahren kontinuierlich zurückgegangen, so dass Versicherer ihre gesetzlich zulässige Aktienquote bei weitem nicht ausschöpfen. Um diesen Trend umzukehren, gehören auch einengende regulatorische Vorgaben, insbesondere die höhere Unterlegung der Aktienanlage mit Eigenkapital gemäß Solvency II, auf den Prüfstand.

Vor dem Hintergrund einer Kosten-Nutzen-Abwägung werden institutionelle Investoren voraussichtlich keine Analysekapazitäten aufbauen, die es ihnen erlauben, Aktien von KMU zu erwerben. Zudem verfügen diese nur über ein eingeschränktes Market Making, so dass aufgrund der geringen Umsatztiefe externe Analysen nicht „compliance-sicher“ am Markt zu erhalten sind.

Im Hinblick auf die Breite und Tiefe der Kapitalmärkte für die Unternehmensfinanzierung ist daher auch ein größeres Engagement von **Kleinanlegern** wünschenswert. Die wachsenden Informationspflichten, vor allem auch aus Gründen eines zunehmenden Verbraucherschutzes, machen die Wertpapierberatung für Finanzinstitute immer aufwendiger und damit kostenintensiver. Es besteht daher das Risiko, dass sich viele Banken aus diesem Segment zurückziehen und nur noch vergleichsweise kostengünstige, automatisierte Dienste anbieten. Damit wird letztlich ein Ziel der Kapitalmarktunion, die Produktvielfalt auch im sog. Retailbereich zu erhöhen, konkurrenzlos. Die bestehenden Produktregulierungsanforderungen sollten auf ihre faktische Zweckmäßigkeit und Praxistauglichkeit überprüft werden.

(5) Unterstützung der Banken bei ihrer Finanzierungsaufgabe

Leistungs- und wettbewerbsfähige Banken haben Schlüsselfunktion in Kapitalmärkten und damit für eine funktionierende Kapitalmarktunion. Deshalb muss die Initiative zur Schaffung einer Kapitalmarktunion mit dem Bestreben, die Funktionsfähigkeit eines leistungsfähigen Bankensystems zu erhalten und auszubauen, Hand in Hand gehen.

Einen entscheidenden Ansatzpunkt für die Verzahnung von Bank- und Kapitalmarktfinanzierung stellt die **Weiterentwicklung des Verbriefungsmarktes in Europa** dar. Diese kann substanziell zur Eigenkapitalentlastung bei Banken beitragen. Auf diese Weise könnten letztlich KMU, die eine bankbasierte Finanzierung besonders stark nachfragen, von zusätzlichen Krediten der Banken profitieren. Wegen der Vielzahl unternehmensspezifischer Finanzierungsbedürfnisse weisen Unternehmenskredite sehr viele voneinander abweichende Merkmale (z. B. bei der Sicherheitenunterlegung) auf. Aufgrund mangelnder Standardisierung der Kreditbeziehungen sind diese Transaktionen ein natürlicher Kandidat für sogenannte synthetische Verbriefungen. Bei stärker standardisierten Transaktionen im Bereich von Handelsforderungen sowie bei Leasing- und Konsumentenkrediten kommen auch die vergleichsweise aufwendigen True-Sale-Verbriefungen in Betracht. Hier sind Fragen der Eigentumsübertragung, des Servicing etc. einfacher zu lösen als bei der stärker individuell zugeschnittenen Unternehmensfinanzierung.

Deshalb geht es bei der Weiterentwicklung des Verbriefungsmarktes in Europa nicht allein um die Entlastung von Bankbilanzen zur Unterstützung von Mittelstandskrediten. Forderungsbesicherte Wertpapiere (Asset-backed Securities, ABS) wie z. B. „Auto ABS“ stabilisieren weite Teile der automobilen Wertschöpfungskette in Europa. Immer mehr Unternehmen nutzen den Markt für Asset-backed Commercial Papers (ABCP) zur Mobilisierung von Handelsforderungen. Durch solche bonitätsunabhängigen Finanzierungen können bestehende Kreditlinien geschont werden, was gerade vor dem Hintergrund der krisenbedingt erzwungenen Tendenz zur Bilanzkonsolidierung der Banken für die Unternehmen ein unschätzbare Vorteil ist. Die Verbriefung von Leasingforderungen über ABCP könnte mithelfen, die Refinanzierung des Leasinggeschäfts, das als Finanzierungsinstrument für Unternehmen immer

wichtiger wird, zu unterstützen. Verbriefungsinstrumente könnten auch einen wichtigen Beitrag zur Finanzierung des hohen Infrastrukturbedarfs in Europa leisten. Der Ansatz der Europäischen Kommission, für Verbriefungen nachweisbar hoher Qualität Erleichterungen vorzusehen, ist daher grundsätzlich richtig.

Leider ist der aktuelle Verhandlungsstand des Vorhabens nicht ermutigend. Definitionen und Begriffe gehen immer noch an den Erfordernissen der Praxis vorbei. Der Prozess der regulatorischen Anerkennung als STS-Verbriefung ist mit hoher Rechtsunsicherheit verbunden. Die unverhältnismäßige Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen selbst für künftige STS-Verbriefungen gegenüber dem jetzigen Status Quo trägt ihrer anerkannten Qualität nicht ausreichend Rechnung. Es fehlt zudem ein Level Playing Field zu vergleichbaren Anlageformen, z. B. Covered Bonds oder Staatsanleihen, was ein großer Wettbewerbsnachteil für Verbriefungen ist. Die Änderungsvorschläge des Europäischen Parlaments bringen keine wirklichen Fortschritte, im Gegenteil. Eine Aufstockung des Selbstbehalts und Vorgaben, dass nur institutionelle Investoren in Verbriefungen investieren dürfen, sind hohe Hürden für einen funktionierenden Verbriefungsmarkt. So würden etwa Industrieunternehmen als Käufer von ABCP ausgeschlossen.

Im Hinblick auf eine effiziente Vernetzung der Wirtschaftsfinanzierung über Banken mit dem Kapitalmarkt greift die STS-Verbriefungsverordnung zu kurz, wenn das Regelwerk nicht auch synthetischen Verbriefungen angemessen Rechnung trägt. Gerade bei Mittelstandskrediten bietet sich die synthetische Verbriefung an. Hierbei ist zwischen Arbitrage- und Bilanztransaktionen zu unterscheiden. Erstere haben zu dem schlechten Image des Begriffs beigetragen, haben aber nichts mit der Absicherung von Kreditportfolien auf den Bankbilanzen zu tun. Synthetische Bilanztransaktionen wurden dagegen in Deutschland in den letzten fünfzehn Jahren insbesondere bei der Verbriefung von Unternehmenskrediten erfolgreich praktiziert. Sie sind einfacher und effizienter durchzuführen als True-Sale-Transaktionen, da keine Übertragung von Krediten und Sicherheiten notwendig ist. In ihrer Umsetzung ähneln sie Ausfallgarantien, in der Regel sind sie bargedeckt, d. h., das über die Ausgabe von Credit Linked Notes vereinnahmte Kapital steht dem Sicherheitennehmer zur Befriedigung seiner Verluste zur Verfügung. Gerade die synthetische Verbriefung wäre somit ein ideales Instrument, um Bank- und Kapitalmarktfinanzierung intelligent zu vernetzen und gegebenenfalls dabei auch die nationalen öffentlichen Förderbanken sowie den Europäischen Investitionsfonds einzubeziehen.

Der aktuelle Stand der Reform der CRR scheint die Weiterentwicklung dieses besonders wichtigen Teilaspekts der Kapitalmarktunion jedoch entscheidend zu hemmen. Insbesondere Banken als Investoren kommen nicht in den Genuss geringerer Eigenkapitalanforderungen, die STS-Verbriefungen bieten. Sie könnten synthetische Verbriefungen von Unternehmenskrediten halten, aber eben keine STS-Verbriefungen, die besonders zur Eigenkapitalentlastung beitragen könnten. Als Originatoren könnten Banken theoretisch in den Genuss der niedrigeren Eigenkapitalunterlegungen bei STS-Verbriefungen kommen. Jedoch verhindern die hohen Anforderungen an einen KMU-Schwellenwert im Verbriefungsportfolio von 70 bzw. 80 Prozent in Bezug auf den Anteil von Unternehmen mit einem Umsatz unter 50 Mio. Euro, dass deutsche Banken das Instrument nutzen können. KMU in dieser Größenklasse werden dagegen in der Regel von kleineren Banken finanziert, die wiederum keinen direkten Zugang zum Verbriefungsmarkt haben. Die aktuellen Vorschläge stehen mithin dem breiten Einsatz von synthetischen Verbriefungen und damit dem Risikotransfer von Mittelstandskrediten in den Kapitalmarkt entgegen.

Die Niedrigzinsen in Kombination mit verschärften regulatorischen Anforderungen sowie der zunehmende Wettbewerbsdruck durch die Digitalisierung drücken auf die Margen im Kreditgeschäft der Finanzinstitute. In diesem Umfeld werfen auch Wertpapiergeschäfte wie das Emissionsgeschäft und der Eigenhandel immer weniger Erträge ab. Sinkende Ertragsaussichten erschweren den Finanzinstituten, ihre Eigenkapitalausstattung zu verbessern. Dies schränkt den Spielraum der Finanzinstitute für Unternehmensfinanzierungen ein. Dass die Kreditfähigkeit in einigen EU-Mitgliedstaaten nur allmählich in Gang kommt, liegt auch daran, dass dort **notleidende Kredite in den Bankbilanzen** den Spielraum für Neuausleihungen einengen. Hier liegen große Risiken für die Finanzstabilität und den konjunkturellen Erholungsprozess in Europa. Die betroffenen EU-Mitgliedstaaten sollten die Probleme ihrer Banken entschlossen anpacken. Eine stringente Lösung des Problems müsste auch die Kapitalmärkte, angemessene Abwicklungs- und Sanierungsregeln sowie einen wettbewerbspolitischen Rahmen umfassen, der die Bereinigung der Bankbilanzen ermöglicht. Dringend notwendig ist auch eine EU-weite Vereinfachung und Vereinheitlichung der fragmentierten Standards für notleidende Kredite hinsichtlich der Feststellung eines Ausfalls und Zahlungsverzugs.

Der europäische Bankensektor wird seine Finanzierungsaufgabe auch nur erfüllen können, wenn ein **Level Playing Field** zu internationalen Konkurrenten besteht. Die vom Baseler Ausschuss aktuell diskutierten Vorschläge (Stichwort: „Basel IV“) berücksichtigen die Spezifika der europäischen Finanzierungslandschaft nicht in angemessenem Umfang. Die geringen Risiken bewährter Mittelstandskredite könnten eventuell nicht adäquat abgebildet werden. Die neuen Regeln würden die Eigenkapitalanforderungen und damit die regulatorischen Kosten europäischer Banken weiter in die Höhe treiben und eine Angebotsverknappung in Volumen und Laufzeitenprofil forcieren. Interne Risikomodelle sollten daher integrale Bestandteile einer ausbalancierten globalen Finanzordnung bleiben.

(6) Vereinfachung von grenzüberschreitenden Investitionen

Zahlreiche **steuerliche Regelungen** in den EU-Mitgliedstaaten stehen der Entwicklung eines integrierten und tiefen Kapitalmarktes im Wege. Insbesondere die Praxis der Kapitalertragssteuer auf Dividendenzahlungen für grenzüberschreitende Portfolioinvestitionen stellt ein Hemmnis für die Kapitalmarktunion in der EU dar. Zudem unterliegen Eigenkapitalinvestitionen in der Regel der Doppelbesteuerung auf Ebene der Unternehmen und der Gesellschafter. Das Steuersystem in den EU-Mitgliedstaaten sollte die Anreize für langfristiges Sparen und Unternehmensinvestitionen erhöhen. Ein großes Hindernis für eine funktionierende Kapitalmarktunion stellt die geplante Einführung einer Finanztransaktionssteuer dar, wie sie im Rahmen der sogenannten „Verstärkten Zusammenarbeit“ diskutiert wird. Eine solche Steuer würde den europäischen Kapitalmarkt letztlich weniger effizient und wettbewerbsfähig machen, zum Nachteil für Finanz- und Realwirtschaft. Die Finanztransaktionssteuer steht im Widerspruch zu den Zielen der Kapitalmarktunion.

Eine zentrale Rolle bei der europäischen Integration der Kapitalmärkte spielt das **Rechts-, Regulierungs- und Aufsichtssystem**. Kapital-, Liquiditäts- und Rechtsstrukturen sind in zu vielen Fällen an einzelstaatlichen Wahlrechten ausgerichtet. Dadurch wird auch die Entfaltung eines „Kapitalbinnenmarktes“ behindert. Wünschenswert wäre ein einheitlicher Regulierungsrahmen, der die Weiterentwicklung gesamteuropäischer Finanzinstitute, die über die ausreichende Größe, Diversifizierung und Kapitalisierung verfügen, unterstützt. Dies erfordert Rechtsanpassungen z.

B. zur Bildung einer EU-Bankencharta, zur Errichtung einer zentralen Bankenaufsicht auf einer Ebene sowie gemeinsame Regeln und Standards für solche Institutionen. Von zentraler Bedeutung zur Rückgewinnung des Marktvertrauens und zur Weiterentwicklung der Kapitalmarktunion sind einheitliche EU-Aufsichtsstrukturen, die die Möglichkeiten und Ermessensspielräume der zuständigen Behörden klar eingrenzen. Der als Folge des Brexit erforderliche Umzug der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) bietet die Gelegenheit, das System der Europäischen Aufsichtsbehörden zu überprüfen und anzupassen.

Kontakt:

Dr. Reinhard Kudiß
Bundesverband der Deutschen Industrie e.V.
Breite Straße 29
10178 Berlin
Phone +49 30 2028 1422
Fax +49 30 2028 2422
r.kudiss@bdi.eu

Dr. Wolfgang Eichert
Bundesverband der Deutschen Industrie e.V.
Rue Marie de Bourgogne 58
B-1000 Brussels
Phone +32 2792 1014
w.eichert@bdi.eu

Dr. Christian Fahrholz
Deutscher Industrie- und Handelskammertag e.V.
Breite Straße 29
10178 Berlin
Phone +49 30 20308 1507
Fax + 49 30 20308 1555
fahrholz.christian@dihk.de