



Brüssel, den 30.9.2015  
COM(2015) 468 final

**MITTEILUNG DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT, DEN  
RAT, DEN EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTS- UND SOZIALAUSSCHUSS UND  
DEN AUSSCHUSS DER REGIONEN**

**Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion**

{SWD(2015) 183 final}

{SWD(2015) 184 final}

## Inhalt

EINLEITUNG .....	3
1. DER WEG ZUM WACHSTUM – FINANZIERUNG FÜR INNOVATION, START-UPS UND NICHT BÖRSENNOTIERTE UNTERNEHMEN .....	7
1.1. Finanzierung der Start-up-Phase .....	8
1.2. Frühe Expansionsphase .....	9
1.3. Unterstützung kapitalsuchender KMU .....	10
1.4. Kreditfonds .....	11
1.5. Privatplatzierungen .....	12
2. KAPITALSUCHENDEN UNTERNEHMEN DEN GANG AN DIE ÖFFENTLICHEN MÄRKTE ERLEICHTERN .....	13
3. LANGFRISTIG INVESTIEREN: INFRASTRUKTURINVESTITIONEN UND NACHHALTIGE INVESTITIONEN .....	16
3.1. Über die regulatorischen Rahmenbedingungen das Investitionsumfeld verbessern .....	16
3.2. Langfristige und Infrastrukturfinanzierungen fördern .....	17
3.3. Finanzmittel für ökologische Nachhaltigkeit mobilisieren .....	18
3.4. Sondierung zum bestehenden regulatorischen Rahmen .....	18
4. DIE ANLAGETÄTIGKEIT VON KLEINANLEGERN UND INSTITUTIONELLEN ANLEGERN FÖRDERN .....	20
4.1. Kleinanleger .....	20
4.2. Institutionelle Anleger .....	22
5. BANKENKAPAZITÄT ZUR UNTERSTÜTZUNG DER GESAMTWIRTSCHAFT ERSCHLIESSEN .....	24
6. GRENZÜBERGREIFENDE INVESTITIONEN ERLEICHTERN .....	26
6.1. Rechtssicherheit und Marktinfrastruktur für grenzübergreifende Investitionen schaffen .....	26
6.2. Nationale Hindernisse für grenzübergreifende Investitionen beseitigen .....	27
6.3. Finanzstabilität und Aufsichtskonvergenz fördern .....	29
6.4. Internationale Investitionen erleichtern .....	31
7. NÄCHSTE SCHRITTE UND MONITORING .....	32

## EINLEITUNG

Oberste Priorität der Kommission ist es, die europäische Wirtschaft zu stärken und Investitionen anzukurbeln, damit Arbeitsplätze geschaffen werden. Die 315 Mrd. EUR schwere Investitionsoffensive, die von der Kommission vor knapp einem Jahr gestartet wurde, wird diesen Prozess anschieben helfen. Um das Investitionsniveau langfristig zu steigern, brauchen wir stärkere Kapitalmärkte. Diese würden neue Finanzierungsquellen für Unternehmen hervorbringen, Sparern mehr Wahlmöglichkeiten verschaffen und die Wirtschaft widerstandsfähiger machen. Aus diesem Grund hat Präsident Juncker die Schaffung eines echten Binnenmarkts für Kapital – einer Kapitalmarktunion für alle 28 Mitgliedstaaten – zu einer seiner zentralen Prioritäten erklärt.

Der freie Kapitalverkehr war eines der Grundprinzipien, auf denen die EU aufgebaut wurde. Trotz der in den letzten 50 Jahren erzielten Fortschritte sind die europäischen Kapitalmärkte nach wie vor vergleichsweise unterentwickelt und fragmentiert. Obwohl die europäische Wirtschaft so groß ist wie die amerikanische, erreichen die europäischen Aktienmärkte nicht einmal die Hälfte und die europäischen Anleihemärkte nicht einmal ein Drittel der US-amerikanischen Größenordnung. Die Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten sind sogar noch größer als zwischen Europa und den USA. Stärker integrierte Kapitalmärkte werden zu Effizienzgewinnen führen und die Fähigkeit Europas, Wachstum zu finanzieren, erhöhen.

Die Kapitalmarktunion wird die dritte Säule der Investitionsoffensive für Europa stärken. Sie wird für alle 28 Mitgliedstaaten von Vorteil sein und zugleich auch der Wirtschafts- und Währungsunion zugute kommen, indem sie die wirtschaftliche Konvergenz fördert und wirtschaftliche Schocks im Euro-Raum abzufedern hilft, wie auch im Bericht der fünf Präsidenten zur Vollendung der Wirtschafts- und Währungsunion erläutert wurde.

Stärkere Kapitalmärkte werden sich in die starke europäische Tradition der Bankenfinanzierung einfügen und

- **mehr Investitionen aus der EU und der übrigen Welt freisetzen:** Die Kapitalmarktunion wird helfen, Kapital in Europa zu mobilisieren und allen Unternehmen, insbesondere KMU, sowie Infrastrukturvorhaben und langfristigen nachhaltigen Projekten zuzuführen, die es braucht, um zu wachsen und Arbeitsplätze zu schaffen. Sie wird den privaten Haushalten bessere Möglichkeiten zur Verwirklichung ihrer Altersversorgungsziele bieten;
- **Finanzierung und Investitionsprojekte EU-weit besser verknüpfen:** Mitgliedstaaten mit kleinen Märkten und hohem Wachstumspotenzial können von einer besseren Kanalisierung von Kapital und Investitionen in ihre Projekte stark profitieren. Den Mitgliedstaaten mit weiter entwickelten Kapitalmärkten werden vermehrt grenzübergreifende Investitions- und Sparmöglichkeiten zugute kommen;
- **das Finanzsystem stabiler machen:** Integrierte Finanz- und Kapitalmärkte können den Mitgliedstaaten, insbesondere im Euro-Raum, helfen, die Auswirkungen von Schocks gemeinsam zu bewältigen. Durch Erschließung einer breiteren Palette an Finanzierungsquellen wird die Kapitalmarktunion dazu beitragen, dass finanzielle Risiken geteilt werden und die EU-Bürger und -Unternehmen bei Bankenschumpfungen künftig weniger verwundbar sind. Darüber hinaus ermöglichen weiter entwickelte Aktienmärkte im Gegensatz zu wachsender Kreditfinanzierung auf lange Sicht mehr Investitionen;
- **die Finanzintegration vertiefen und den Wettbewerb erhöhen:** Mehr grenzübergreifende Risikoteilung, tiefere und liquidere Märkte und diversifizierte

Finanzierungsquellen werden die Finanzintegration vertiefen, Kosten senken und die Wettbewerbsfähigkeit Europas erhöhen.

Kurzum wird die Kapitalmarktunion Ersparnis und Wachstum besser miteinander verknüpfen. Sie wird Sparern und Investoren zu mehr Wahlmöglichkeiten und besseren Renditen verhelfen. Sie wird Unternehmen in den verschiedenen Phasen ihrer Entwicklung mehr Finanzierungsmöglichkeiten eröffnen.

### **Warum lohnt sie sich?**

Der potenzielle Nutzen wird schon an wenigen Beispielen deutlich. Verglichen mit den USA erhalten europäische KMU nur ein Fünftel so viel Finanzierung über die Kapitalmärkte. Wiesen die Risikokapitalmärkte in Europa eine ähnliche Tiefe auf, hätten zwischen 2009 und 2014 über 90 Mrd. EUR für die Unternehmensfinanzierung zur Verfügung gestanden. Könnten EU-Verbriefungen auf sichere Weise wieder auf das Emissionsniveau von vor der Krise gebracht werden, wären die Banken in der Lage, zusätzliche Kredite von mehr als 100 Mrd. EUR an den Privatsektor zu vergeben. Könnte die KMU-Verbriefung auch nur auf die Hälfte des Niveaus zum Höhepunkt der Krise zurückgeführt werden, würden zusätzliche Finanzierungsmittel in Höhe von 20 Mrd. EUR generiert. Auch der Investitionsbedarf ist groß – so wird beispielsweise der Übergang der EU zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft jährlich Investitionen in Höhe von schätzungsweise 200 Mrd. EUR erfordern.<sup>1</sup>

Die Kapitalmarktunion sollte dazu beitragen, dass sich KMU in der EU genauso leicht Kapital beschaffen können wie Großunternehmen, die Investitionskosten und der Zugang zu Anlageprodukten EU-weit konvergieren, die Mittelbeschaffung über die Kapitalmärkte immer geradliniger wird und der Kapitalbeschaffung in anderen Mitgliedstaaten keine unnötigen rechtlichen oder aufsichtlichen Hürden mehr im Wege stehen.

### **Aktionsplan für eine Kapitalmarktunion**

Im Rahmen der im Februar eingeleiteten Konsultationen erhielt die Kommission über 700 Beiträge. Diese bestätigten durchweg die Bedeutung einer Kapitalmarktunion, und sowohl das Europäische Parlament<sup>2</sup> als auch der Rat<sup>3</sup> bekräftigten ihre nachdrückliche Unterstützung für ein schrittweises Vorgehen und die Relevanz der bei der Konsultation ermittelten Arbeitsschwerpunkte.

Die Kapitalmarktunion kann nicht mithilfe einer einzelnen Maßnahme erreicht werden. Stattdessen werden viele Schritte nötig sein, die in der Summe große Wirkung entfalten werden. Die Kommission wird Maßnahmen vorantreiben, um Hindernisse, die den Kapitalfluss von Investoren zu Investitionsmöglichkeiten behindern, zu erkennen und zu beseitigen und um die Hürden, die es Unternehmen erschweren, Investoren zu erreichen, zu überwinden. Die Investitionskette zur Kanalisierung dieser Mittel wird sowohl national als auch grenzüberschreitend so effizient wie möglich gestaltet.

Da durch die engere Integration der Kapitalmärkte und die allmähliche Beseitigung der verbleibenden nationalen Beschränkungen neue Risiken für die Finanzstabilität entstehen könnten, werden wir Maßnahmen zur Verstärkung der Aufsichtskonvergenz unterstützen, damit die Kapitalmarktregulierer einheitlich handeln und die bestehenden Instrumente für den

---

<sup>1</sup> PRIMES, 2030 Impact Assessment.

<sup>2</sup> Entschließung des Europäischen Parlaments zu der Schaffung einer Kapitalmarktunion (2015/2634(RSP)).

<sup>3</sup> [Schlussfolgerungen des Rates der Europäischen Union](#) zu einer Kapitalmarktunion vom 19. Juni.

vorsichtigen Umgang mit Systemrisiken gestärkt werden. Ausgehend von den Rückmeldungen und unserer eigenen Analyse wird die Kommission Maßnahmen in folgenden prioritären Bereichen vorantreiben:

### **Den europäischen Unternehmen und insbesondere KMU mehr Finanzierungsoptionen bieten**

Hindernisse für die Kapitalmarktfinanzierung europäischer Unternehmen gibt es auf allen Stufen der Finanzierungsleiter und auf den öffentlichen Märkten. Diese Hindernisse schränken die Möglichkeiten kleinerer Unternehmen, sich Eigen- und Fremdkapital zu beschaffen, ein. Die Kommission wird

- die Prospektrichtlinie modernisieren, damit die öffentliche Kapitalbeschaffung für Unternehmen billiger wird, regulatorische Hindernisse für die Notierung von Kleinunternehmen an den Aktien- und Anleihemärkten unter die Lupe nehmen und Börsengänge von Kleinunternehmen über europäische Beratungsstrukturen unterstützen;
- ein Maßnahmenpaket zur Förderung der Risikokapital- und Beteiligungsfinanzierung in der EU auf den Weg bringen, das unter anderem die Katalysierung privater Investitionen durch Einsatz von EU-Mitteln über europaweite Dachfonds, Regulierungsreformen und die Förderung bewährter Verfahren im Bereich der Steueranreize umfasst;
- innovative Formen der Unternehmensfinanzierung wie Crowdfunding, Privatplatzierungen und Kreditfonds unter gleichzeitiger Wahrung des Anlegerschutzes und der Finanzstabilität fördern; und
- Wege ausloten, wie KMU im Rahmen eines gesamteuropäischen Ansatzes besserer Zugang zu einer Reihe von Finanzierungsquellen verschafft werden kann.

### **Einen angemessenen Rechtsrahmen für langfristige und nachhaltige Investitionen und die Finanzierung der europäischen Infrastruktur sicherstellen**

Um seine Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten und zu erhöhen, benötigt Europa neue langfristige nachhaltige Investitionen in erheblichem Umfang. Die öffentliche Unterstützung durch Maßnahmen wie die 315 Mrd. EUR schwere Investitionsoffensive für Europa können helfen, doch sind weitere Maßnahmen erforderlich, um längerfristig private Investitionen zu mobilisieren. Die Kommission wird

- die Solvabilität II-Kalibrierungen zügig anpassen, um das wirkliche Risiko von Infrastrukturinvestitionen besser abzubilden, und anschließend die Behandlung der Infrastrukturpositionen von Banken im Rahmen der Eigenkapitalverordnung überprüfen; und
- im Rahmen der Kommissionsinitiative zur Verbesserung der Rechtsetzung und aufbauend auf der 2013 aufgenommenen Arbeit des Europäischen Parlaments zur Kohärenz des Rechtsrahmens für Finanzdienstleistungen die kumulativen Auswirkungen der bisherigen Regulierungsreformen bewerten, um Kohärenz und Konsistenz zu gewährleisten.

### **Investitionen und Wahlmöglichkeiten für private und institutionelle Anleger vermehren**

Den Spareinlagen von Kleinanlegern, die direkt oder indirekt von Vermögensverwaltern, Lebensversicherungen und Pensionsfonds gehalten werden, kommt bei der Erschließung der Kapitalmärkte eine Schlüsselrolle zu. Wie die Konsultation gezeigt hat, können mehr

Anlegervertrauen, Transparenz, Sicherheit und Wahlmöglichkeiten dazu beitragen, dass Kleinanleger, die für die Zukunft sparen, die richtige Anlageentscheidung treffen. Die europäische Vermögensverwaltungsbranche funktioniert im Allgemeinen gut, doch muss in Sachen Europäischer Pass und grenzübergreifender Wettbewerb noch mehr getan werden. Die Kommission wird

- im Rahmen eines Grünbuchs im späteren Verlauf dieses Jahres Wege prüfen, die Auswahl und den Wettbewerb bei grenzübergreifenden Finanzdienstleistungen für Privatkunden und Versicherungen zu erhöhen. Sie wird auch den Rechtsrahmen für Retail-Anlagen bewerten, wobei sie ihr Augenmerk vor dem Hintergrund des wachsenden Angebots an Online-Diensten insbesondere auf die Verbesserung der Transparenz sowie der Qualität und Verfügbarkeit von Anlageberatung richten wird;
- Wege ausloten, die Möglichkeiten für die Altersvorsorge zu erweitern und einen EU-Markt für die private Altersvorsorge zu schaffen, den Rentenversicherer EU-weit für private Altersversorgungsangebote nutzen könnten; und
- einen wirksamen Europäischen Pass für Fonds einführen, mit dem grenzübergreifende Gebühren und Hürden abgeschafft werden, damit der Wettbewerb zunimmt und die Verbraucher mehr Auswahl erhalten.

### **Die Kreditvergabekapazitäten der Banken erhöhen**

Als Kreditgeber für einen erheblichen Teil der Wirtschaft und Intermediäre an den Kapitalmärkten werden die Banken in der Kapitalmarktunion eine zentrale Rolle spielen. Die Banken verfügen über ausgeprägte lokale Bindungen und Kenntnisse: Die Bankfinanzierung wird für viele Unternehmen neben den Kapitalmärkten weiterhin die wichtigste Finanzierungsquelle bleiben. Die Kommission wird

- einfache, transparente und standardisierte europäische Verbriefungen wiederbeleben, um Kapazitäten in den Bilanzen der Banken frei zu machen und langfristigen Anlegern Zugang zu Investitionsmöglichkeiten zu verschaffen;
- die Möglichkeit prüfen, dass alle Mitgliedstaaten von lokalen Kreditgenossenschaften profitieren, die außerhalb der für Banken geltenden EU-Eigenkapitalvorschriften tätig sind;
- bewerten, ob und wie ein europaweiter Rahmen für gedeckte Schuldverschreibungen geschaffen werden könnte, der auf gut funktionierenden nationalen Regelungen aufbaut, und die Durchführbarkeit ähnlicher Finanzierungsinstrumente für KMU-Kredite prüfen.

### **Grenzübergreifende Hindernisse beseitigen und Kapitalmärkte für alle 28 Mitgliedstaaten entwickeln**

Trotz der in den letzten Jahrzehnten erzielten Fortschritte bei der Entwicklung eines Kapitalbinnenmarkts stehen grenzübergreifenden Investitionen immer noch zahlreiche Hindernisse im Wege. Sie reichen von Hindernissen, die ihren Ursprung im nationalen Recht haben, etwa dem Insolvenz-, Steuer- und Wertpapierrecht, bis hin zu Hindernissen, die aus fragmentierter Marktinfrastruktur erwachsen. Deshalb werden wir

- Konsultationen zu den wichtigsten Hemmnissen für Insolvenzen durchführen und einen Rechtsakt zu Unternehmensinsolvenzen vorantreiben, der die größten Hindernisse angehen soll, die dem freien Kapitalverkehr entgegenstehen und auf gut funktionierenden nationalen Regelungen aufbaut;

- Unsicherheiten in Bezug auf Eigentumsrechte an Wertpapieren beseitigen und weiter auf eine Verbesserung der Regelungen für das Clearing und die Abwicklung grenzüberschreitender Wertpapiergeschäfte hinwirken;
- die Entwicklung der Kapitalmärkte in allen 28 Mitgliedstaaten im Rahmen des Europäischen Semesters und durch das Angebot einer maßgeschneiderten Unterstützung der Mitgliedstaaten bei der Stärkung der Verwaltungskapazitäten durch den Dienst zur Unterstützung der Strukturreform (SRSS) der Kommission fördern;
- in Zusammenarbeit mit den europäischen Aufsichtsbehörden (ESA) eine Strategie zur Stärkung der aufsichtlichen Konvergenz entwickeln und umsetzen und Bereiche ermitteln, in denen ein kollektiveres Vorgehen die Funktionsweise des Kapitalbinnenmarkts verbessern kann;
- gestützt auf die bevorstehende Überprüfung des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB) und die Arbeiten auf internationaler Ebene sicherstellen, dass die für die Makroaufsicht zuständigen nationalen und europäischen Behörden über die nötigen Instrumente verfügen, um angemessen auf Entwicklungen an den Kapitalmärkten reagieren zu können.

In diesem Aktionsplan werden die Bausteine für den Aufbau einer gut funktionierenden integrierten Kapitalmarktunion aller Mitgliedstaaten bis zum Jahr 2019 dargelegt. Das Projekt ist langfristig, doch werden wir zügig voranschreiten. 2017 wird die Kommission das Erreichte bewerten und die Prioritäten überprüfen.

Die Richtung ist klar: Es gilt, die Kapitalmarktunion von Grund auf aufzubauen, Hindernisse zu erkennen und nacheinander zu beseitigen, eine Dynamik zu erzeugen und wachsendes Vertrauen für Investitionen in Europas Zukunft zu schaffen. Der freie Kapitalverkehr war eines der Grundprinzipien, auf denen die EU aufgebaut wurde. Lassen Sie uns nun, mehr als 50 Jahre nach der Unterzeichnung der Römischen Verträge, die Gelegenheit ergreifen und dafür sorgen, dass diese Vision Wirklichkeit wird.

## **1. DER WEG ZUM WACHSTUM – FINANZIERUNG FÜR INNOVATION, START-UPS UND NICHT BÖRSENNOTIERTE UNTERNEHMEN**

Neue Start-up-Unternehmen sind als Wachstumstreiber der Wirtschaft von entscheidender Bedeutung. Kleine und mittlere Unternehmen (KMU) beschäftigen EU-weit zwei von drei Arbeitnehmern und erwirtschaften 58 Cent von jedem Euro an Wertschöpfung.<sup>4</sup> Unternehmer mit vielversprechenden Geschäftsplänen müssen sich Finanzierung beschaffen können, um ihre Ideen zu verwirklichen. Erfolgreiche Firmen brauchen Finanzierungszugang zu attraktiven Bedingungen, um ihre Expansion zu finanzieren. In Europa sind die Wege, über die sich Wachstumsunternehmen Eigenkapital beschaffen oder außerhalb des Bankensystems andere Arten von Krediten aufnehmen können, jedoch immer noch unterentwickelt. Dies gilt insbesondere für europäische KMU, deren Außenfinanzierung zu über 75 % aus Bankkrediten besteht. Eine erfolgreiche Kapitalmarktunion sollte die Finanzierungsmöglichkeiten für Wachstumsunternehmen erweitern. Diese Möglichkeiten sollten Unternehmern in allen 28 EU-Mitgliedstaaten auf allen Stufen der Finanzierungsleiter offen stehen.

---

<sup>4</sup> Europäische Kommission (2014), Annual Report on European SMEs: A Partial and Fragile Recovery, S. 24.

## 1.1. Finanzierung der Start-up-Phase

Aufgrund der starken lokalen Vernetzung und Bindungen der Banken können diese den größten Teil der externen Finanzierungen für europäische KMU stellen. Ergänzend dazu hat sich in den letzten Jahren eine zunehmende Vielfalt bankfremder Finanzierungsmöglichkeiten für Unternehmen herausgebildet. Diese reichen von Kredit- und Geberplattformen über den Weiterverkauf von Unternehmensrechnungen und Peer-to-Peer-Krediten bis hin zu investitionsbasiertem Crowdfunding oder der Unterstützung durch „Business Angels“.

So hat sich beispielsweise das Crowdfunding in einigen Mitgliedstaaten rasch entwickelt. In der EU gibt es inzwischen über 500 Plattformen, die eine Reihe von Dienstleistungen anbieten.<sup>5</sup> Angesichts der vorwiegend lokalen Dimension dieser Tätigkeiten unternehmen die Mitgliedstaaten, die das meiste Crowdfunding beheimaten, inzwischen Schritte, um die Bedingungen für dieses neue Geschäftsmodell zu klären. Auf Wertpapieranlagen basierende Crowdfunding-Plattformen können schon heute im Rahmen der Richtlinie über Märkte für Finanzdienstleistungen (MiFID) eine Zulassung erhalten und mit dem Europäischen Pass geregelte Dienstleistungen erbringen bzw. Tätigkeiten ausüben.<sup>6</sup> Kreditbasiertes Crowdfunding ist gegenwärtig in keinem EU-Rahmen ausdrücklich vorgesehen. Die EU sollte die Ziele Anlegerschutz und Weiterentwicklung des Crowdfunding sorgfältig gegeneinander abwägen. Eine übereilte Regulierung könnte das Wachstum dieses rasch wachsenden, innovativen Finanzierungswegs eher hemmen denn fördern. Zur Unterstützung der Politikentwicklung in diesem Bereich hat die Kommission ein Crowdfunding Stakeholder Forum eingerichtet und eine Untersuchung in Auftrag gegeben, um Daten über die Crowdfunding-Märkte in der EU zusammenzutragen und auszuwerten und die Auswirkungen nationaler Rechtsvorschriften zu bewerten. Aufbauend auf den bestehenden Arbeiten<sup>7</sup> wird die Kommission einen Bericht über die Entwicklung des europäischen Crowdfunding veröffentlichen.

**Die Kommission wird die nationalen Regelungen und bewährten Praktiken bewerten und die Entwicklung des Crowdfunding-Sektors beobachten. Auf der Grundlage dieser Bewertung wird die Kommission entscheiden, mit welchen Mitteln die Entwicklung dieses neuen Finanzierungswegs unionsweit am besten unterstützt werden kann.**

Business Angels sind meist erfahrene Unternehmer, die bereit sind, Start-ups finanziell und anderweitig zu unterstützen. Als Quelle für Beteiligungskapital in der Gründungs- und Anfangsphase spielen sie für Unternehmen eine immer wichtigere Rolle. Die von europäischen Business Angels investierten Summen sind nach wie vor gering<sup>8</sup> – 357 Mio. EUR im Jahr 2013, davon über die Hälfte in nur drei Mitgliedstaaten (Vereinigtes Königreich, Spanien und Frankreich).<sup>9</sup> Europa braucht ein stärkeres Netz von Business

---

<sup>5</sup> Schätzung aufgrund von Daten aus 22 EU-Mitgliedstaaten aus dem Jahr 2014. Quelle: Crowdsurfer Ltd and Ernst & Young LLP, „Crowdfunding: Mapping EU markets and events study“, 2015.

<sup>6</sup> Wenn die Crowdfunding-Plattform als Wertpapierfirma zugelassen ist und die einschlägigen MiFID-Anforderungen erfüllt.

<sup>7</sup> Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, Opinion and Advice on investment-based crowdfunding, ESMA/2014/1378 und ESMA/1560, 18.12.2014; Europäische Bankenaufsichtsbehörde, Opinion on lending-based crowdfunding, EBA/Op/2015/03 vom 26.3.2015.

<sup>8</sup> Die Investitionen von Business Angels lassen sich nicht immer direkt bemessen. Manche Schätzungen gehen davon aus, dass die Investitionen von Business Angels in einigen europäischen Ländern mit gut entwickelten Business-Angel-Märkten die Risikokapitalinvestitionen übersteigen – siehe OECD (2011), Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors.

<sup>9</sup> Quelle: EBAN Statistics Compendium 2014. Daten für 21 EU-Mitgliedstaaten.

Angels, das in der EU über Ländergrenzen hinweg funktioniert. Die Kommission wird die grenzübergreifende Vernetzung und den Kapazitätenaufbau von Business Angels, mit besonderem Augenmerk auf Mittel- und Osteuropa, weiterhin unterstützen, um grenzübergreifende Plattformen zu entwickeln, die Business Angels mit innovativen KMU zusammenbringen und die Ergänzungsfinanzierung erleichtern.

## 1.2. Frühe Expansionsphase

Schnell expandierende Unternehmen mit hohem Wachstumspotenzial, aber nur begrenztem Betriebskapital, können sich in kritischen Phasen ihrer Expansion mit Finanzierungslücken konfrontiert sehen, die sich mit Überziehungskrediten oder kurzfristigen Krediten allein oft nicht schließen lassen. Die Konsultation ergab, dass das EU-Finanzsystem vor allem in der Phase der Expansionsfinanzierung nicht leistungsfähig genug ist. Da aus den betreffenden Firmen künftig einmal große Arbeitgeber werden könnten, entgeht der EU-Gesellschaft unter Umständen so ein erheblicher Nutzen.<sup>10</sup>

Wenn es darum geht, Wachstum zu fördern und Unternehmern eine Möglichkeit zu bieten, sich in Europa sowie in Übersee zu finanzieren, kommt dem Risikokapital eine zentrale Rolle zu. Bei Risikokapital handelt es sich in aller Regel um langfristiges (Beteiligungs-)Kapital aus Fonds, die Investoreninteressen bündeln und Risiken streuen. Die EU-Risikokapitalfonds sind jedoch nach wie vor relativ klein. Mit rund 60 Millionen EUR ist der durchschnittliche europäische Risikokapitalfonds nur halb so groß wie in den USA, und rund 90 % der EU-Risikokapitalinvestitionen konzentrieren sich auf nur acht Mitgliedstaaten.<sup>11</sup> Eine Risikoteilung mit dem öffentlichen Sektor kann dazu beitragen, dass die Risikokapitalfonds in Europa wachsen und die Branche in allen 28 Mitgliedstaaten an Bedeutung gewinnt; auch kann sie als Katalysator für Privatsektorinvestitionen wirken und Umfang, Diversifizierung und geografische Reichweite erweitern helfen. So könnte insbesondere die Förderung von Dachfonds dazu beitragen, die Basis für private Investitionen in Risikokapital zu verbreitern, indem institutionelle Anleger gewonnen werden.

Ziel der EU-Gesetzgebung war und ist es, die notwendigen rechtlichen Rahmenbedingungen für einen erfolgreichen EU-Risikokapitalsektor herzustellen. So legen insbesondere die Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds (EuVECA-Verordnung)<sup>12</sup> und die Verordnung über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum (EuSEF-Verordnung)<sup>13</sup> fest, unter welchen Voraussetzungen entsprechende Fonds EU-weit an institutionelle Anleger und vermögende Privatpersonen vertrieben werden dürfen. Gegenwärtig sind der EuVECA- und der EuSEF-Pass jedoch nur für Betreiber kleinerer Fonds erhältlich, die Portfolios von weniger als 500 Mio. EUR verwalten. Durch Änderungen an diesen Verordnungen könnte die Wirksamkeit der Pässe erhöht werden, z. B. indem größeren Fondsverwaltern die Möglichkeit zur Auflage und Vermarktung von EuVECA- und EuSEF-Fonds gegeben würde, wobei die Anlageschwelle abgesenkt und so mehr Anleger gewonnen und die grenzübergreifende Vermarktung und Anlagetätigkeit vorangetrieben würden.

---

<sup>10</sup> Daten aus 15 OECD-Ländern für den Zeitraum 2001-2011 zeigen, dass Jungunternehmen bei der Schaffung von Arbeitsplätzen eine maßgebliche Rolle spielen. Jungunternehmen schaffen systematisch mehr Arbeitsplätze, als sie abbauen. Insbesondere stellen junge Unternehmen mit weniger als 50 Beschäftigten rund 11 % der Beschäftigung und schaffen in der Privatwirtschaft insgesamt über 33 % aller Arbeitsplätze, während sich ihr Anteil an den Arbeitsplatzverlusten nur auf rund 17 % beläuft. (Quelle: OECD (2013), Science, Technology and Industry Scoreboard).

<sup>11</sup> Quelle: European Private Equity & Venture Capital Association.

<sup>12</sup> Verordnung (EU) Nr. 345/2013.

<sup>13</sup> Verordnung (EU) Nr. 346/2013.

Steuerliche Anreize können ebenfalls eingesetzt werden, um die Beteiligungsfinanzierung zu unterstützen, insbesondere für Innovations- und Start-up-Unternehmen.<sup>14</sup> Die Kommission wird prüfen, wie Investitionen in KMU und Start-ups durch nationale Steueranreize für Risikokapital und Business Angels gefördert werden könnten, und bewährte Praktiken unter den Mitgliedstaaten verbreiten.

**Ergänzend zur Risikokapital- und KMU-Finanzierung im Rahmen der Investitionsoffensive wird die Kommission ein umfassendes Maßnahmenpaket zur Förderung der Risiko- und Wagniskapitalfinanzierung in der EU vorlegen. Dieses wird eine Änderung der EuVECA- und der EuSEF-Verordnung sowie Vorschläge für verschiedene europaweite Risikokapital-Dachfonds sowie länderübergreifende Fonds mit Unterstützung aus dem EU-Haushalt beinhalten, um privates Kapital zu mobilisieren. Dieses umfassende Paket wird auch die Förderung bewährter Verfahren für Steueranreize beinhalten.**

Die öffentliche Hand kann Finanzinstitute ebenfalls dabei unterstützen, Wachstumsfonds für die Eigenkapitalfinanzierung von KMU einzurichten. Damit mehr KMU in den Genuss solcher Fonds kommen können, sollten die Mitgliedstaaten bewährte Praktiken für die Einrichtung solcher Wachstumsfonds austauschen. In Zusammenarbeit mit den Mitgliedstaaten und den Aufsichtsbehörden wird die Kommission die Entwicklung von industriegeführten Fonds für Wachstumsunternehmen unterstützen, um Beteiligungsinvestitionen in KMU zu fördern.

### **1.3. Unterstützung kapitalsuchender KMU**

Ein Hindernis für bankfremde Finanzierungen kann die Informationslücke zwischen KMU und Investoren sein. Vor allem die Suchkosten halten potenzielle Investoren davon ab, attraktive Unternehmen als Anlagemöglichkeit zu erkennen und zu bewerten. Zum einen müssen Kleinunternehmen, die Finanzierungsmittel benötigen, besser darüber informiert werden, welche marktbasierenden Finanzierungsmöglichkeiten ihnen zur Verfügung stehen; zum anderen muss die Sichtbarkeit der Firmen für potenzielle lokale und europäische Investoren erhöht werden.

Über staatliche und markteigene Wege auf die Verfügbarkeit marktbasierter Finanzierungsmöglichkeiten für KMU aufmerksam zu machen, ist der erste Schritt. Ein Anfang könnte es sein, dass Banken KMU gegebenenfalls über die Gründe für eine Kreditverweigerung<sup>15</sup> aufklären, die mitunter darin liegen können, dass geeignetere Finanzierungsalternativen zur Verfügung stehen.

In einigen Mitgliedstaaten wird über eine Reihe privater und öffentlicher Einrichtungen in zunehmendem Maße Beratung angeboten.<sup>16</sup> Die Kommission wird den Austausch bewährter Praktiken erleichtern, damit KMU, die sich über die Märkte finanzieren wollen, in allen Mitgliedstaaten auf effektive Informationsquellen und Unterstützung zurückgreifen können.

---

<sup>14</sup> In den Leitlinien der Kommission für staatliche Beihilfen für die Risikofinanzierung werden die Bedingungen präzisiert, nach denen die Mitgliedstaaten Programme zur Förderung von Risikokapitalfinanzierungen auflegen können. 2014/C 19/04.

<sup>15</sup> Wie in Artikel 431 Absatz 4 der Eigenkapitalverordnung vorgesehen.

<sup>16</sup> Beispiele sind unter anderem Aktiespararna (Schweden), Médiateur du Credit (Frankreich), Better Business Finance (UK), Investomierz (Polen), die Industrie- und Handelskammern (Deutschland).

Diese lokale oder nationale Infrastruktur für die Kommunikation über neue Finanzierungsmöglichkeiten könnte als Baustein für ein Informationssystem dienen, das in ganz Europa potenzielle externe Geldgeber und kapitalsuchende KMU zusammenbringt. Die bestehenden nationalen Systeme könnten grenzübergreifend verlinkt werden und so Investoren und KMU aus ganz Europa zusammenführen. Ein System, das die nationalen Strukturen verlinkt, würde für den KMU-Sektor wichtiges lokales Wissen erhalten und den KMU gleichzeitig die Möglichkeit geben, Investoren auf europäischer Ebene zentrale Finanz- und Kreditdaten zur Verfügung zu stellen. Voraussetzung dafür, dass ein solches System einen Mehrwert brächte, wäre die hinreichende Vergleichbarkeit der maßgeblichen Daten, so dass sich potenzielle Investoren EU-weit einen zutreffenden und verlässlichen Überblick über die finanzielle Leistungsfähigkeit von KMU verschaffen könnten. Die Beteiligung der KMU an diesem System und die Bereitstellung von Daten wären freiwillig. Eine aktuelle Bestandsaufnahme<sup>17</sup> der Kreditinformationen über KMU durch die Kommission hat ergeben, dass in der EU immer noch große Unterschiede darin bestehen, welche Informationen ausgetauscht werden, von wem und auf welche Weise dies geschieht und wer darauf zugreifen kann. Die neue EZB-Datenbank für Unternehmenskredite AnaCredit, die 2018 online gestellt werden soll, wird die Standardisierung von Kreditdaten erleichtern.

**Die Kommission wird eine umfassende Strategie vorlegen, um die Hindernisse, die der Information von KMU und potenziellen Investoren über Finanzierungs- bzw. Anlagemöglichkeiten im Wege stehen, zu beseitigen, 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 oder nationalen Förder- und Beratungsstrukturen durchgeführt wird, um bewährte Praktiken bei der Unterstützung von KMU, die Finanzierungsalternativen nutzen könnten, zu ermitteln;**
- **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.**

#### **1.4. Kreditfonds**

Institutionelle Großanleger oder Investmentfonds können in Kredite an mittlere Unternehmen investieren oder solche Kredite (mitunter im Verbund mit Banken) direkt vergeben und so eine Möglichkeit zur weiteren Diversifizierung der Kreditvermittlung und der Finanzierungsmöglichkeiten bieten. Schätzungen zufolge waren zum Jahresende 2014 innerhalb von gut zwei Jahren von 36 alternativen Kreditgebern mehr als 350 solcher Transaktionen abgeschlossen worden. Das Volumen der von Kreditfonds direkt vergebenen Kredite ist in Europa von 2013 bis 2014 um 43 % gewachsen. Inzwischen gibt es auf dem Markt 40 aktive Fonds für direkte Kreditvergabe (nach nur 18 im Jahr 2012) und 81 weitere

---

<sup>17</sup> Siehe European Financial Stability and Integration Report, April 2015, Kapitel 7.

neue Fonds, die rund 70 Mrd. EUR mobilisieren wollen.<sup>18</sup> Damit könnte in Zukunft eine potenziell bedeutsame Kreditquelle außerhalb des Bankensektors zur Verfügung stehen.

EuVECA-Fonds und Europäische langfristige Investmentfonds (ELTIF)<sup>19</sup> können in begrenztem Umfang selbst Kredite ausreichen. Einige Mitgliedstaaten haben in ihrem jeweiligen nationalen Rechtssystem auch spezielle Regelungen eingeführt, um den Rahmen dafür abzustecken, unter welchen Bedingungen alternative Investmentfonds Kredite vergeben dürfen. Dies führt dazu, dass grenzübergreifend tätige Fonds bei ihrer Kreditvergabebetätigung unterschiedliche nationale Anforderungen erfüllen müssen. Indem geklärt würde, wie Kreditfonds innerhalb des Rechtsrahmens gestellt werden, könnte deren grenzübergreifende Entwicklung erleichtert und gleichzeitig dafür gesorgt werden, dass sie im Hinblick auf Anlegerschutz und Finanzstabilität angemessen reguliert werden.

**In Zusammenarbeit mit den Mitgliedstaaten und den ESA wird die Kommission die Notwendigkeit eines koordinierten Ansatzes für die Kreditvergabe durch Fonds und die Zweckmäßigkeit künftiger EU-Rahmenvorschriften bewerten.**

## 1.5. Privatplatzierungen

Europäische Unternehmen zeigen zunehmend Interesse an den Märkten für Privatplatzierungen, um sich Kapital (typischerweise mehr als 20 Mio. EUR) zu beschaffen, indem Anleihen direkt bei institutionellen oder sonstigen ausgesuchten Großanlegern platziert werden. Da Zahl und Art der Anleger begrenzt sind, sind die regulatorischen Anforderungen bei dieser Finanzierungsform weniger beschwerlich.<sup>20</sup> Im Jahr 2014 war bei Privatplatzierungen in Europa ein Zuwachs von annähernd 30 % zu verzeichnen – von 13 Mrd. EUR im Jahr 2013 auf 17 Mrd. EUR im Jahr 2014.<sup>21</sup> Ein noch größeres Mittelvolumen beschafften sich europäische Unternehmen allerdings durch Privatplatzierungen auf den US-Märkten. Die europäischen Privatplatzierungen beschränken sich außerdem auf eine kleine Anzahl von Ländern. Zusammengenommen legen diese Erwägungen nahe, dass diese Finanzierungsform in Europa durchaus noch ausbaufähig ist. Die Kommission hat früher schon festgestellt, dass die begrenzte Verfügbarkeit standardisierter Prozesse und Dokumentationen ein Hindernis für die Weiterentwicklung darstellt. Die Kommission unterstützt daher in dieser Hinsicht die Arbeiten der ICMA<sup>22</sup> und das deutsche Schuldschein-Format<sup>23</sup> in vollem Umfang und wird sich dafür einsetzen, bewährte Praktiken auszuwerten und durch geeignete Initiativen EU-weit zu verbreiten.

---

<sup>18</sup> Quelle: AIMA, Financing the Economy: The role of alternative asset managers in the non-bank lending environment, Mai 2015.

<sup>19</sup> Verordnung über europäische langfristige Investmentfonds, PE-CONS 97/14 vom 20.3.2015.

<sup>20</sup> 52 % der Privatplatzierungen (ohne Privatplatzierungen am deutschen Schuldscheinmarkt) sind gelistet. Quelle: S&P First European Private Placement League Table, 2015.

<sup>21</sup> Quelle: S&P.

<sup>22</sup> Im Februar 2015 veröffentlichte die ICMA einen Leitfaden für Privatplatzierungen (Pan-European Corporate Private Placement Guide). Dieser Leitfaden fördert die Verwendung der standardisierten Dokumentation der Loan Market Association (die englischem Recht unterliegt) und der Euro-PP Working Group (die französischem Recht unterliegt). Diese Initiative konzentriert sich ausschließlich auf Unternehmensschulden.

<sup>23</sup> Die deutsche Versicherungswirtschaft hat beispielsweise ein von der BaFin anerkanntes einfaches Modell entwickelt, das Versicherern für bestimmte Privatplatzierungen eine einfache Berechnung fester Finanzindikatoren zur Bewertung der Bonität und Einhaltung der Kapitalanforderungen ermöglicht.

## 2. KAPITALSUCHENDEN UNTERNEHMEN DEN GANG AN DIE ÖFFENTLICHEN MÄRKTE ERLEICHTERN

Für mittlere und große Unternehmen, die mehr als 50 Mio. EUR einsammeln wollen, ist der Gang an die öffentlichen Anleihe- oder Aktienmärkte die primäre Finanzierungsform. Sie bieten Zugang zum breitesten Spektrum von Kapitalgebern und verschaffen Private-Equity-Gebern und Business Angels eine Ausstiegsmöglichkeit. Bei der Entwicklung von mittleren Wachstumsunternehmen hin zu etablierten Global Players sind die öffentlichen Märkte unumgänglich. So hatten beispielsweise die am AIM<sup>24</sup> notierten Unternehmen im Jahr nach dem Börsengang<sup>25</sup> im Schnitt eine Umsatzsteigerung von 37 % und einen Beschäftigungszuwachs von 20 % zu verzeichnen. Effiziente öffentliche Märkte sind daher ein entscheidendes Glied in der Finanzierungskette.

Auch wenn sich die europäischen öffentlichen Aktien- und Anleihemärkte in den letzten Jahrzehnten signifikant weiterentwickelt haben, können sie mit anderen entwickelten Volkswirtschaften doch noch nicht Schritt halten. Außerdem stellt sich die Lage in den einzelnen Mitgliedstaaten sehr unterschiedlich dar. Dies liegt zum Teil an Unterschieden in der Größe und den Finanzierungsbedürfnissen der Unternehmen, aber auch an Präferenzen für den Fortbestand von Familienunternehmen und die fortgesetzte Kontrolle von Kapitalgesellschaften.<sup>26</sup> Bei der Konsultation zur Kapitalmarktunion wurde allerdings auch die verbreitete Sorge deutlich, dass die regulatorischen Rahmenbedingungen in der EU die Weiterentwicklung dieser Finanzierungsformen möglicherweise nicht gerade begünstigen. Nach dem jüngsten Bericht der europäischen IPO Task Force schlagen allein die Notierungsgebühren bei Börsengängen in der Größenordnung von unter 6 Mio. EUR mit 10-15 % des Emissionswerts zu Buche. Bei größeren Börsengängen (50-100 Mio. EUR) hingegen liegen diese Gebühren bei etwa 5-8 %.<sup>27</sup> Aus Sicht vieler KMU werden diese anfänglichen (und laufenden) Notierungskosten durch die Vorteile eines Börsengangs zurzeit nicht aufgewogen.<sup>28</sup> Niedrigere Börseneinführungskosten würden mehr Unternehmen den Gang an die öffentlichen Märkte ermöglichen.<sup>29</sup>

Der Weg zu den öffentlichen Märkten führt für kapitalsuchende Unternehmen über den Prospekt. Prospekte sind gesetzlich vorgeschriebene Dokumente mit allen Unternehmensinformationen, die ein Investor braucht, um eine fundierte Entscheidung für oder gegen eine Anlage treffen zu können. Damit Anlagemöglichkeiten EU-weit miteinander verglichen werden können, wurden die Prospektanforderungen harmonisiert. Prospekte sind jedoch teuer und aufwändig, insbesondere für KMU, und umfassen in der Regel mehrere Hundert Seiten. Für Investoren sind sie unter Umständen zu komplex und ausführlich, während die für eine Anlageentscheidung relevanten Informationen schwer herauszulesen sind.

---

<sup>24</sup> Multilaterales Handelssystem (MTF) für KMU der Londoner Börse.

<sup>25</sup> Improving the market performance of business information regarding SMEs, ECSIP Consortium 2013.

<sup>26</sup> Im Jahr 2009 waren über 60 % aller europäischen Firmen Familienunternehmen. Quelle: Europäische Kommission, Final Report of Expert Group – overview of Family-Business Relevant Issues: Research, Networks, Policy Measures and Existing Studies.

<sup>27</sup> EU IPO Report issued by the European IPO Task Force (European Issuers, EVCA and FESE), 23. März 2015.

<sup>28</sup> Demarigny Report, An EU-listing Small Business Act, März 2010.

<sup>29</sup> Nach einer aktuellen Oxera-Studie liegen die durchschnittlichen Kosten für Investoren, die sich über eine Anlage informieren wollen, in den Vereinigten Staaten bei 58 USD, in der EU hingegen bei 430 EUR.

**Die Kommission wird die Prospektrichtlinie modernisieren.<sup>30</sup> Ziel ist es, die Vorschriften, wann ein Prospekt erforderlich ist, zu aktualisieren, die Angabepflichten und das Genehmigungsverfahren zu straffen und eine wahrhaft verhältnismäßige Regelung zu schaffen, nach der KMU einen Prospekt erstellen und an die Kapitalmärkte gehen können. Die Kommission wird auch der Frage nachgehen, wie KMU durch europäische Beratungsstrukturen wie die europäische Plattform für Investitionsberatung bei Börsengängen unterstützt werden könnten.**

Über den Prospekt hinaus gibt es eine Reihe weiterer Herausforderungen für die öffentliche Kapitalbeschaffung. Ab 2017 werden die mit der MiFID II eingeführten KMU-Wachstumsmärkte neuen Unternehmen ein Sprungbrett für die spätere Notierung an einer größeren Börse bieten. Die Schaffung dieses speziellen Markts könnte insbesondere für aufstrebende lokale Märkte oder Jungemittenten relevant sein. Damit sich die Vorteile dieser speziellen Plattformen für die Kapitalmarktunion voll entfalten können, wird die Kommission über die Umsetzung der MiFID II dafür sorgen, dass bei den für diese Plattformen geltenden Anforderungen die Sicherung eines ausreichenden Anlegerschutzes und die Vermeidung unnötigen Verwaltungsaufwands im richtigen Verhältnis zueinander stehen.

Angesichts der zu erzielenden Renditen und der Diversifizierungsvorteile kann es für Investoren interessant sein, an öffentlichen Handelsplätzen Zugang zu wachstumsstarken KMU zu erhalten. Die weniger ergiebigen Informationsquellen und die geringere Liquidität können hingegen abschreckend wirken.<sup>31</sup> Bei der Konsultation wurde deutlich, dass vor allem ein Mangel an KMU-bezogenen Finanzmarktanalysen<sup>32</sup> und zusätzliche Berichtspflichten die KMU, die eine Notierung an einem öffentlichen Markt anstreben, vor Herausforderungen stellen. Viele zu multilateralen Handelssystemen (MTF) zugelassene KMU führen ihre Rechnungslegung nur anhand nationaler Rechnungslegungsstandards durch, was internationalen Investoren möglicherweise wegen mangelnder Vergleichbarkeit nicht reicht. Zusammen mit dem International Accounting Standards Board (IASB) wird die Kommission außerdem die Möglichkeit prüfen, eine freiwillige maßgeschneiderte Rechnungslegungslösung zu entwickeln, die für die zum Handel auf KMU-Wachstumsmärkten zugelassenen Unternehmen genutzt werden könnte.

**Die Kommission wird die regulatorischen Hemmnisse für die Zulassung kleiner Unternehmen zum Handel an öffentlichen Märkten überprüfen und in enger Zusammenarbeit mit den neuen KMU-Wachstumsmärkten im Rahmen der MiFID II dafür Sorge tragen, dass die regulatorischen Rahmenbedingungen für diese „Inkubatorenmärkte“ ihrem Zweck dienen.**

Wollen sich größere Firmen in höherem Umfang Fremdmittel beschaffen, nutzen sie vor allem Unternehmensanleihen. Unterstützt durch historisch niedrige Zinssätze, hat sich das

---

<sup>30</sup> Im Rahmen des REFIT-Programms der Kommission für weitere Vereinfachungs- und Bürokratieabbauinitiativen,

<sup>31</sup> Siehe Studie der Kommission: [http://ec.europa.eu/growth/tools-databases/newsroom/cf/itemdetail.cfm?item\\_id=7562&lang=en&title=Improving-the-market-performance-of-business-information-services-regarding-listed-SMEs](http://ec.europa.eu/growth/tools-databases/newsroom/cf/itemdetail.cfm?item_id=7562&lang=en&title=Improving-the-market-performance-of-business-information-services-regarding-listed-SMEs).

<sup>32</sup> So gab beispielsweise APG im Rahmen der Konsultation an, dass 50 % der von Euronext Amsterdam, Brüssel, Paris und Lissabon notierten KMU von keinem Finanzanalysten und 16 % von nur einer Finanzanalyse abgedeckt werden.

Emissionsvolumen an auf Euro lautenden Unternehmensanleihen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften von 2008 bis 2014 auf 340 Mrd. EUR fast verdoppelt.<sup>33</sup>

Trotz Neuemissionen in Rekordhöhe haben einige Marktteilnehmer Besorgnis über die begrenzte Liquidität der Sekundärmärkte geäußert, die den Handel mit diesen Instrumenten erschwere. Die begrenzte Liquidität könnte sich in höheren Illiquiditätsprämien und höheren Kreditkosten niederschlagen. Sollten sich die Kreditbedingungen verschlechtern, könnte sich der Zugang zu den Anleihemärkten für einige Unternehmen rasch schwieriger gestalten.

**Die Kommission wird die Funktionsweise der EU-Märkte für Unternehmensanleihen überprüfen und ihr Augenmerk dabei insbesondere auf Möglichkeiten zur Verbesserung der Marktliquidität, die potenziellen Auswirkungen von Regulierungsreformen, die Marktentwicklungen und die freiwillige Standardisierung von Angebotsunterlagen richten.**

Die durch die MiFID II vorgeschriebene Einführung eines konsolidierten Datentickers für Aktien ab 2017 und für aktienähnliche Finanzinstrumente ab 2018 wird es den Regulierungsbehörden und Marktteilnehmern erleichtern, sich einen besseren Überblick über den Markt zu verschaffen, womit die Anziehungskraft der EU-Kapitalmärkte für Investitionen zunehmen dürfte. Die Kommission wird die Entwicklungen in diesem Bereich weiter verfolgen.

Unterschiede in der steuerlichen Behandlung der verschiedenen Finanzinstrumente können einer effizienten Kapitalmarktfinanzierung im Wege stehen. Die aus der Abzugsfähigkeit von Zinszahlungen resultierende steuerliche Begünstigung der Fremdfinanzierung geht auf Kosten anderer Finanzierungsinstrumente, insbesondere der Aktienfinanzierung. Die Behebung dieses steuerlichen Unterschieds würde zu mehr Aktieninvestitionen anregen und die Eigenkapitalbasis der Unternehmen stärken. Außerdem wäre dies eindeutig von Vorteil für die Finanzstabilität, da Unternehmen mit einer stärkeren Eigenkapitalbasis schockresistenter wären. Dies gilt insbesondere für Banken.

**Im Rahmen der umfassenderen Arbeiten an der gemeinsamen konsolidierten Körperschaftsteuer-Bemessungsgrundlage, für die 2016 ein neuer Vorschlag vorgelegt werden wird, wird die Kommission prüfen, wie die unterschiedliche Behandlung von Fremd- und Eigenkapitalfinanzierung angegangen werden kann.**

---

<sup>33</sup> Quelle: Bloomberg.

### **3. LANGFRISTIG INVESTIEREN: INFRASTRUKTURINVESTITIONEN UND NACHHALTIGE INVESTITIONEN**

Zur Erhaltung und Steigerung seiner Wettbewerbsfähigkeit und für die Umstellung auf eine CO<sub>2</sub>-arme, ressourceneffiziente Wirtschaft braucht Europa erhebliche langfristige und nachhaltige Neuinvestitionen. Die Kapitalmarktunion wird Anleger dabei unterstützen, fundierte Anlageentscheidungen zu treffen, und einschlägige Risiken zu überwachen

#### **3.1. Über die regulatorischen Rahmenbedingungen das Investitionsumfeld verbessern**

Die regulatorischen Rahmenbedingungen sind ein wesentlicher Faktor im Entscheidungsprozess von Anlegern, insbesondere im Hinblick auf langfristige Investitionen. Üblicherweise werden solche Mittel von institutionellen Großanlegern bereitgestellt. Versicherungsgesellschaften, Pensionsfonds und neu gegründete Kreditfonds können von den stabilen Einnahmeströmen aus Infrastrukturkrediten, die längerfristigen Verbindlichkeiten entsprechen, profitieren. Auch einige Banken beteiligen sich gemeinsam mit nationalen Förderbanken aktiv an der Infrastrukturfinanzierung.

Bislang wurden grenzübergreifende Infrastrukturinvestitionen durch das Fehlen allgemein anerkannter Vehikel für die Kapitalbeschaffung und -investition behindert. Die kürzlich verabschiedete Verordnung über europäische langfristige Investmentfonds (ELTIF), die ab Dezember 2015 anwendbar ist, schafft neue grenzübergreifende Fonds für langfristige Vorhaben (wie Energie-, Verkehrs- und Kommunikationsinfrastruktur, Industrie- und Dienstleistungseinrichtungen sowie Wohnraum). Die ELTIF-Verordnung kombiniert die Vorteile eines grenzübergreifenden Passes mit der Möglichkeit, langfristiges Kapital bei kleineren Anlegern (lokalen Pensionsplänen, Gemeinden, betrieblichen Altersvorsorgeeinrichtungen usw.) und Kleinanlegern zu beschaffen.<sup>34</sup> Die Verordnung schafft eine neue Möglichkeit für Vermögensverwalter, Anlegern Zugang zu einer viel breiteren Palette an Vermögenswerten, einschließlich Infrastruktur, zu verschaffen, als dies im davor bestehenden Rechtsrahmen möglich war. Den nationalen Steuersystemen wird bei der Einführung der europäischen langfristigen Investmentfonds eine wichtige Rolle zukommen, und die Kommission fordert die Mitgliedstaaten auf, ihnen die gleiche steuerliche Behandlung zukommen zu lassen wie vergleichbaren nationalen Regelungen.

Ein heikles regulatorisches Problem ist das Fehlen einer eigenen und angemessen kalibrierten Berechnungsmethode für das regulatorische Eigenkapital, das institutionelle Anleger als Ausgleich für Infrastrukturinvestitionen vorhalten sollten. Die Kommission wird eine Definition von Infrastrukturinvestitionen vorschlagen, die vorhersehbare langfristige Cashflows umfasst und derzufolge Risiken von Versicherungen angemessen ermittelt, verwaltet und überwacht werden können. Diese einheitliche Definition wird es ermöglichen, Infrastrukturen als eigene Vermögenswertklasse zu behandeln und den Rechtsrahmen gegebenenfalls anzupassen.

Auch Banken sind nach wie vor wichtige Darlehensgeber und -vermittler für Infrastrukturprojekte. Im Juli 2015 veröffentlichte die Kommission ein Konsultationspapier

---

<sup>34</sup> Vermögensverwalter, die im Rahmen der Richtlinie über die Verwaltung alternativer Investmentfonds zugelassen und in der EU ansässig sind, können diese Fonds nutzen, um in langfristige, illiquide oder schwer zu verkaufende Vermögenswerte wie z. B. Infrastrukturprojekte und KMU, die eine stabile Finanzierung über mehrere Jahre benötigen, zu investieren. Im Gegenzug werfen diese Vermögenswerte in der Regel eine „Illiquiditätsprämie“ ab, d. h. eine höhere oder stabilere Rendite, die Anleger dafür entschädigt, dass sie ihr Kapital nicht vor einem festgelegten Zeitpunkt zurückerhalten.

über die möglichen Auswirkungen der Eigenkapitalverordnung (CRR)<sup>35</sup> und der Eigenkapitalrichtlinie (CRD IV)<sup>36</sup> auf die Finanzierung der Wirtschaft durch Banken, das auch eine Prüfung der Eigenkapitalanforderungen für Banken bei langfristigen Finanzierungen und Infrastrukturfinanzierungen umfasst. Ziel ist ein besseres Verständnis der Auswirkungen der neuen Eigenkapitalanforderungen auf die Verfügbarkeit von Finanzmitteln für Infrastrukturen und andere Investitionen, die langfristiges nachhaltiges Wachstum fördern.

**Um die Finanzierung von Infrastruktur und langfristigen nachhaltigen Investitionsvorhaben in Europa zu erleichtern, legt die Kommission überarbeitete Solvabilität II-Kalibrierungen vor, die dafür sorgen, dass die für Versicherungsgesellschaften geltenden Bestimmungen das Risiko von Infrastruktur- und ELTIF-Investitionen besser wiedergeben. Die Kommission wird die Überprüfung der Eigenkapitalverordnung abschließen und erforderlichenfalls Änderungen an den Kalibrierungen für Infrastrukturinvestitionen vornehmen.**

### 3.2. Langfristige und Infrastrukturfinanzierungen fördern

Das Ausmaß der Krise und die Art und Weise der Erholung haben in der europäischen Wirtschaft eine deutliche Lücke bei den Infrastrukturinvestitionen hinterlassen. Nach Schätzungen der Europäischen Investitionsbank (EIB) könnte der kumulierte Bedarf an Infrastrukturinvestitionen in der EU im Zeitraum bis 2020 bis zu 2 Bio. EUR erreichen.<sup>37</sup>

Institutionelle und andere private Anleger können eine wichtige Finanzierungsquelle für Infrastrukturinvestitionen darstellen, da diese Investitionen eine stabile Rendite und eine historisch relativ starke Kreditperformance bieten können.<sup>38</sup> Bei diesen Anlegern zeichnet sich ein wachsendes Interesse an Investitionen in Infrastrukturprojekte ab. Im Fall besonders ehrgeiziger, langfristiger und transformierender Projekte ist häufig der Einsatz der öffentlichen Hand erforderlich, um den Prozess in Gang zu bringen.<sup>39</sup>

Im Rahmen der Investitionsoffensive wird der Europäische Fonds für strategische Investitionen (EFSD) zwischen 2015 und 2017 neue, zusätzliche Investitionen in Höhe von 315 Mrd. EUR in der EU mobilisieren, von denen 240 Mrd. EUR für Infrastruktur und innovative Projekte eingesetzt werden. Das Europäische Investitionsvorhabenportal wird es in der EU ansässigen Projektträgern ermöglichen, sich zu vernetzen und ihre Investitionsvorhaben und -ideen potenziellen Anlegern vorzustellen, und die Europäische Plattform für Investitionsberatung (European Investment Advisory Hub – EIAH) wird als zentrale Anlaufstelle für Beratung und Unterstützung zur Förderung von Infrastrukturinvestitionen in der EU dienen.

---

<sup>35</sup> Verordnung (EU) Nr. 575/2013.

<sup>36</sup> Richtlinie 2013/36/EU.

<sup>37</sup> Vgl. Arbeitsunterlage der EIB, 2013/02, *Private Infrastructure Finance and Investment in Europe*, S. 11.

<sup>38</sup> Eine weltweite Studie von Moody's über die Ausfall- und Erlösquoten zwischen 1983 und 2012 zeigt, dass die 10-jährige kumulative Ausfallquote im Infrastruktursektor bei 6,6 % liegt. Dies ist niedriger als bei Bankdarlehen zur Projektfinanzierung. Auch die Erlösquote bei ausfallenden Infrastrukturdarlehen ist hoch (bis zu 80 %).

<sup>39</sup> Beispielsweise betragen die öffentlichen Infrastrukturinvestitionen der 28 EU-Mitgliedstaaten im Jahr 2013 insgesamt 450 Mrd. EUR. Von diesem Betrag entfielen 90 % auf Investitionen der öffentlichen Hand, während private Investitionen (einschließlich öffentlich-privater Partnerschaften) etwa 10 % ausmachten, vgl. Arbeitsunterlage der EIB 2013/02, Seite 7.

Der neue Europäische Fonds für strategische Investitionen (EFSI) eröffnet gegebenenfalls zusammen mit den europäischen Struktur- und Investitionsfonds (ESI-Fonds) durch den Einsatz innovativer Finanzinstrumente wie Investmentplattformen oder -fonds eine Vielzahl an Möglichkeiten für die Finanzierung und Risikoteilung. Der Einsatz von Investmentfondsstrukturen und gegebenenfalls auch von ELTIF, die Kapital von Kleinanlegern beschaffen können, oder von Investitionsplattformen im Rahmen des EFSI ermöglicht es, öffentliche und private Mittel zu mischen, und führt zu besseren Risiko-Ertragsaussichten.

Die Kommission und die Europäische Investitionsbank (EIB) werden Orientierungshilfe dazu bereitstellen, welche Anforderungen Koinvestitionsstrukturen erfüllen müssen, um für eine Förderung aus dem EFSI in Frage zu kommen. Darüber hinaus wird Anlegern, die eine Verwendung solcher Strukturen erwägen, technische Hilfe im Rahmen der EIAH zur Verfügung gestellt. Die Kommission ist außerdem bereit, gemeinsam mit privaten Anlegern die Bündelung von privaten und EU-Mitteln zu fördern, damit mehr Finanzmittel für Infrastrukturinvestitionen und nachhaltiges Wachstum bereitgestellt werden können.

### **3.3. Finanzmittel für ökologische Nachhaltigkeit mobilisieren**

Effiziente Finanzmärkte können Anlegern helfen, fundierte Anlageentscheidungen zu treffen und die langfristigen Risiken und Chancen, die sich aus dem Übergang zu einer nachhaltigen und klimafreundlichen Wirtschaft ergeben, zu analysieren und einzupreisen. Diese Investitionswende kann dazu beitragen, die klima- und energiepolitischen Ziele für 2030 und die EU-Verpflichtungen in Bezug auf die Ziele für eine nachhaltige Entwicklung zu verwirklichen. Vor allem die zunehmend verbreiteten ESG-Anleihen (Environmental, Social and Governance Bonds) können dazu beitragen, Kapital in nachhaltige Investitionen zu lenken. 2014 wurde bei Emissionen grüner Anleihen ein exponentielles Wachstum verzeichnet – 35 Mrd. EUR gegenüber 8 Mrd. EUR im Jahr 2013 und weniger als 1 Mrd. EUR im Jahr 2012. Ein Grund für das rapide Wachstum dieses Marktes ist die marktgetriebene Standardisierung, die den von internationalen Finanzinstitutionen wie der Weltbank, der EIB und der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBWE) erarbeiteten Kriterien für die Projektauswahl Rechnung trägt. Die Marktteilnehmer erarbeiten zudem freiwillige Leitlinien, die so genannten „Grundsätze für grüne Anleihen“, um die Transparenz und Integrität in der Entwicklung des Marktes für grüne Anleihen zu fördern und zu klären, welche Anforderungen für die Auflage als grüne Anleihen gelten. Die Kommission wird weiterhin diese und andere Entwicklungen bei ESG-Investitionen bewerten und unterstützen, die Notwendigkeit von EU-Standards für grüne Anleihen prüfen um Anleger dabei zu unterstützen, von einem langfristigeren nachhaltigeren Ansatz bei Anlageentscheidungen zu profitieren.

### **3.4. Sondierung zum bestehenden regulatorischen Rahmen**

Die EU hat im Rahmen eines internationalen Konsenses wesentliche Schritte zur Wiederherstellung der Finanzstabilität und des Vertrauens der Öffentlichkeit in das Finanzsystem unternommen. Der EU-Rechtsrahmen muss die richtige Balance zwischen Risikominderung und Wachstumsförderung herstellen und darf nicht ungewollt neue Hemmnisse errichten. Vor diesem Hintergrund leitet die Kommission parallel zu diesem Aktionsplan eine umfassende Überprüfung der kumulativen Wirkung und Kohärenz der Finanzmarktvorschriften ein, die als Reaktion auf die Finanzkrise verabschiedet wurden. Zweck dieser Überprüfung ist die Beurteilung der Gesamtkohärenz des bestehenden Rahmens. Die verschiedenen in den letzten Jahren verabschiedeten Rechtsvorschriften und deren zahlreiche Wechselwirkungen bergen die Gefahr, dass ihre kollektive Wirkung

unbeabsichtigte Folgen nach sich zieht, was in einzelnen sektorspezifischen Prüfungen womöglich nicht erkannt wird. Regulatorische Konsistenz, Kohärenz und Rechtssicherheit sind wesentliche Einflussfaktoren im Entscheidungsprozess von Anlegern. Wenn konkrete Gründe vorliegen, die spezifische und zielgerichtete Änderungen rechtfertigen, könnte dies ebenfalls zu besseren Rahmenbedingungen für Anleger und zur Verwirklichung der Ziele der Kapitalmarktunion beitragen.

**Auf der Grundlage der Arbeit des Europäischen Parlaments und internationaler Gremien wie des Rats für Finanzstabilität und des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht leitet die Kommission heute eine Sondierung ein, um die Wechselwirkungen zwischen den Vorschriften und die kumulative Auswirkung der Finanzsektorreform auf das Investitionsumfeld zu bewerten.**

#### **4. DIE ANLAGETÄTIGKEIT VON KLEINANLEGERN UND INSTITUTIONELLEN ANLEGERN FÖRDERN**

Die Kapitalmarktunion soll die Ersparnisse in Europa einem besseren Nutzen zuführen, Sparer und Kreditnehmer effizienter zusammenbringen und die Leistungsfähigkeit der EU-Wirtschaft erhöhen.<sup>40</sup> Mehr Anlegervertrauen und -sicherheit können dazu beitragen, dass Anleger die richtigen Investitionsentscheidungen treffen. Es ist weithin anerkannt, dass Kleinanleger aufgrund der steigenden Lebenserwartung und des demografischen Wandels mehr Ersparnisse benötigen, um ihren Altersversorgungsbedarf zu decken. Viele institutionelle Anleger finden allerdings in der Niedrigzinsumgebung nicht genügend Investmentmöglichkeiten vor, die die nötigen Renditen zur Erfüllung ihrer Verpflichtungen abwerfen würden.

##### **4.1. Kleinanleger**

Kleinanleger in Europa verfügen gegenwärtig über umfangreiche Sparguthaben auf Bankkonten, sind jedoch weniger stark an den Kapitalmärkten engagiert als in der Vergangenheit. Die direkte Aktienhaltung der europäischen Haushalte ist von 28 % im Jahr 1975 seit 2007<sup>41</sup> auf 10-11 % gesunken und der Anteil der Kleinanleger an den Aktionären hat sich gegenüber den 1970er-Jahren mehr als halbiert. Die Beseitigung von Hindernissen für Kleinanleger, die Ersparnisse über die Kapitalmärkte bilden, erfordert wettbewerbsfähige Finanzmärkte, die Wahlmöglichkeiten bieten, sodass Kunden Produkte vergleichen und die geeignetsten Sparformen zu wettbewerbsfähigen Preisen auswählen können. Zur weiteren Förderung der Transparenz bei Retail-Produkten wird die Kommission die Europäischen Aufsichtsbehörden (ESA) auf der Grundlage von Artikel 9 der ESA-Verordnungen ersuchen, die Transparenz langfristiger Retail- und Altersvorsorgeprodukte in den Blick zu nehmen und die tatsächliche Nettoperformance und die Gebühren zu analysieren.

**Bis Ende 2015 wird die Kommission ein Grünbuch über Retail-Finanzdienstleistungen und Versicherungen vorlegen, um Standpunkte darüber einzuholen, wie die Auswahlmöglichkeiten, der Wettbewerb und das grenzübergreifende Angebot an Retail-Finanzprodukten sowie die Auswirkung der Digitalisierung auf Retail-Finanzdienstleistungen vermehrt werden können.**

Da Kleinanleger nur gelegentlich Anlageprodukte kaufen, ist es für sie schwierig, einschlägige Kenntnisse und Erfahrungen auf den Kapitalmärkten zu sammeln.<sup>42</sup> Während die Wiederherstellung des Vertrauens von Kleinanlegern in die Kapitalmärkte in erster Linie in der Verantwortung der Finanzbranche liegt, können die Gesetzgebung und die Aufsicht zur Festlegung der „Spielregeln“ beitragen.

Bessere Informationen und Beratung sind Voraussetzungen dafür, dass Kleinanleger wieder auf die marktbasierende Finanzierung setzen. Transparenz ist ein erster Schritt in diese Richtung. Ein Zugang zu aussagekräftigen und qualitativ hochwertigen Informationen sollte in einer vergleichbaren und transparenten Weise über Anlageprodukte hinweg ermöglicht werden –

---

<sup>40</sup> Siehe z. B. Oliver Wyman (2012) Bericht: *The real financial crisis: why financial intermediation is failing*; Bericht der IPO Task Force: *Rebuilding IPOs in Europe*, 23. März 2015.

<sup>41</sup> OEE, IODS (2012): *Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU listed companies between 1970 and 2012*.

<sup>42</sup> Im Jahr 2013 vertrauten nur 35 % der Kleinanleger darin, dass Anbieter von Wertpapierdienstleistungen die Verbraucherschutzvorschriften befolgen. Europäische Kommission (2013), *Market Monitoring Survey, 2010-2013*.

auch im Hinblick auf die wesentlichen Merkmale der Produkte (z. B. Kosten, mögliche Renditen und Risiken). Die EU hat in den letzten Jahren erhebliche Fortschritte bei der Verbesserung der Offenlegungspflichten in allen Sektoren erzielt. Über verschiedene legislative Maßnahmen wurden neue Offenlegungspflichten eingeführt.<sup>43</sup> Einige der detaillierten Durchführungsbestimmungen befinden sich noch in Ausarbeitung und werden in den kommenden Jahren nach und nach in Kraft treten. Um zu gewährleisten, dass die jüngsten legislativen Reformen ihre Ziele erreichen, könnte eine umfassende Bewertung der Wirksamkeit der neuen Offenlegungspflichten dazu beitragen, Einheitlichkeit zu gewährleisten sowie mögliche Lücken und unnötige Überschneidungen zu ermitteln, und gegebenenfalls als Grundlage für eine Vereinfachung der Vorschriften dienen.

Um über die Kapitalmärkte gelenkte Ersparnisse besser zu mobilisieren, sollten Kleinanleger auch einfachen Zugang zu einer Reihe geeigneter und kostengünstiger Anlageprodukte sowie zu bezahlbarer und unabhängiger Beratung haben. Laut einigen Rückmeldungen zur Konsultation werden Kleinanleger aufgrund hoher Vermittlungs- und Vertriebskosten gegenwärtig nur eingeschränkt für die Übernahme höherer Risiken im Zusammenhang mit marktbasierter Investitionen belohnt. Die in der Richtlinie MiFID II enthaltenen Vorschriften, verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP) und die Versicherungsvertriebsrichtlinie (IDD) enthalten wichtige Änderungen der Vorschriften über Anlageberatung und Produktinformation. Der Übergang zum Online-Vertrieb von Anlageprodukten und das Entstehen neuer finanztechnologischer Lösungen bieten Gelegenheit, weitere Beratungsdienstleistungen und frei zugängliche Online-Vertriebsplattformen zu entwickeln. Diese Änderungen müssen durch eine kritische Beurteilung der Investmentlösungen und -ergebnisse, die Kleinanlegern angeboten werden, ergänzt werden.

**Die Kommission wird unter Einbeziehung von Sachverständigen eine umfassende Bewertung der europäischen Märkte für Kleinanlegerprodukte unter Berücksichtigung der Vertriebswege und der Anlageberatung vornehmen. Die Bewertung wird Möglichkeiten zur Verbesserung der politischen Rahmenbedingungen und der Vermittlungskanäle aufzeigen, so dass Kleinanleger Zugang zu geeigneten Produkten zu kostengünstigen und fairen Bedingungen erhalten. Im Rahmen dieser Bewertung wird untersucht, wie die politischen Rahmenbedingungen verändert werden sollten, um die neuen Möglichkeiten zu nutzen, die aus Onlinediensten und Finanztechnologien erwachsen.**

Die europäischen Haushalte sind angesichts der steigenden Lebenserwartung, des haushaltspolitischen Drucks in den einzelnen Ländern und der anhaltend niedrigen Zinssätze beim effizienten Sparen in Bezug auf eine angemessene Altersvorsorge<sup>44</sup> mit einer Reihe von Herausforderungen konfrontiert. Zu diesem Zweck unterstützt die Kommission die Entwicklung kollektiver und privater Altersvorsorgepläne zur Ergänzung des staatlichen Rentensystems:

Das Finanzsystem der EU muss die Menschen dabei unterstützen, für ihre persönliche Altersvorsorge zu sorgen. Zu diesem Zweck können politische Maßnahmen Anreize schaffen

---

<sup>43</sup> Richtlinie 2014/91/EU; Verordnung (EU) Nr. 1286/2014; Richtlinie 2014/65/EU; Versicherungsvertriebsrichtlinie (IDD) 10747/15; Richtlinie 2009/138/EG und Vorschlag der Kommission für eine Verordnung über die Meldung und Transparenz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften (SFTR)(COM/2014/040 final).

<sup>44</sup> The 2015 Pension Adequacy Report: current and future income adequacy in old age in the EU, forthcoming.

und Hemmnisse für die Entwicklung privater Altersvorsorgepläne („dritte Säule“) in Europa beseitigen.

Gegenwärtig existiert kein echter Binnenmarkt für die private Altersvorsorge im Rahmen der dritten Säule. Unterschiedlichste Einzelregelungen auf EU-Ebene und auf nationaler Ebene stehen der umfassenden Entwicklung eines großen und wettbewerbsfähigen Marktes für die private Altersvorsorge im Weg.<sup>45</sup> Die Zersplitterung des Marktes hindert private Vorsorgeanbieter an der Maximierung von Skaleneffekten, Risikodiversifizierung und Innovation, was eine geringere Auswahl und steigende Kosten für die Rentensparer bedeutet. Eine europäische Privatvorsorge mit der Möglichkeit zum „opt in“ könnte ein auf einem angemessenen Verbraucherschutz basierendes Regulierungsmodell darstellen, dessen sich Altersvorsorgeanbieter beim EU-weiten Vertrieb von Produkten bedienen. Ein größerer europäischer Markt für Vorsorgeprodukte der dritten Säule würde auch die Bereitstellung von Mitteln für institutionelle Anleger und Investitionen in die Realwirtschaft fördern.

**Die Kommission wird den Nutzen eines Rechtsrahmens zur Schaffung eines erfolgreichen europäischen Markts für einfache, effiziente und wettbewerbsfähige private Altersvorsorgeprodukte prüfen und der Frage nachgehen, ob diesem Markt Rechtsvorschriften der EU zugrunde gelegt werden sollten.**

#### **4.2. Institutionelle Anleger**

Institutionelle Anleger, insbesondere Lebensversicherungen und Pensionsfonds, sind per se langfristige Anleger. Allerdings haben sie sich in den letzten Jahren aus Investitionen in langfristige Projekte und Unternehmen zurückgezogen. Die Aktienhaltung von Versicherern und Pensionsfonds sank von mehr als 25 % der Börsenkapitalisierung in der EU im Jahr 1992 auf 8 % Ende 2012.<sup>46</sup> Heutzutage besteht ein großer Teil ihres Portfolios in der Regel aus einer eher schmalen Bandbreite an Vermögenswerten. Die EU sollte institutionelle Anleger dahingehend unterstützen, dass sie in langfristige Vermögenswerte und KMU investieren und gleichzeitig ein solides und umsichtiges Aktiv-Passiv-Management wahren können.

Durch die Kalibrierung der Eigenkapitalanforderungen fördern die Aufsichtsvorschriften das Interesse institutioneller Anleger an bestimmten Vermögenswerten. Die Kommission wird risikogerechtere Kalibrierungen für Infrastrukturinvestitionen und ELTIF (siehe Kapitel 3) sowie für einfache und transparente Verbriefungsprodukte (siehe Kapitel 5) einführen. Zudem deuten die Rückmeldungen zur Konsultation darauf hin, dass die aufsichtliche Behandlung von privatem Beteiligungskapital und privat platzierten Schuldverschreibungen im Rahmen der Richtlinie Solvabilität II ein Hindernis für Investitionen in diese Anlageformen darstellt.

**Die Kommission wird prüfen, ob Anpassungen erforderlich sind, und gegebenenfalls Änderungen ausarbeiten, die im Rahmen der anberaumten Überarbeitung der Richtlinie Solvabilität II vorgelegt werden könnten.**

Die Beteiligungsquote von Investmentfonds an den EU-Aktienmärkten hat sich von weniger als 10 % in den 1990er-Jahren auf 21 % im Jahr 2012 erhöht. In den vergangenen Jahren

---

<sup>45</sup> Einen Überblick über die gegenwärtigen marktbezogenen und regulatorischen Rahmenbedingungen bietet das EIOPA-Konsultationspapier „On the creation of a standardised pan-European personal pension product“ vom 3.7.2015.

<sup>46</sup> Quelle: Abschlussbericht: Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU-Listed companies between 1970 and 2012, Observatoire de l'Épargne Européenne und Insead OEE Data Services, August 2013.

haben diese Fonds auch als Inhaber von Unternehmensanleihen wachsende Bedeutung erlangt. Sie zählen zu den aktivsten grenzübergreifend tätigen Anlegern, jedoch ist die Zersplitterung des Marktes nach wie vor ein Problem im europäischen Vermögensverwaltungssektor. Viele Teilnehmer der Konsultation haben festgehalten, dass eine Reihe von Faktoren die grenzübergreifende Tätigkeit dieser Fonds einschränkt, darunter die diskriminierende Steuerbehandlung, unterschiedliche einzelstaatliche Anforderungen an die Vermarktung der Fonds und Gebühren für grenzüberschreitende Mitteilungen. Die Beseitigung ungerechtfertigter Hindernisse würde Fondsverwaltern Anreize bieten, ihre Fonds verstärkt grenzübergreifend zu vertreiben, und die Kosten für Anleger senken.

**Die Kommission wird Fakten zu den wichtigsten Hindernissen für den grenzübergreifenden Vertrieb von Investmentfonds sammeln. Dazu zählen insbesondere unverhältnismäßige Vertriebsanforderungen, Gebühren und sonstige Verwaltungsvorschriften der Aufnahmeländer sowie die steuerlichen Rahmenbedingungen. Auf der Grundlage der Rückmeldungen wird die Kommission versuchen, die wichtigsten Hindernisse, erforderlichenfalls durch Gesetzgebung, zu beseitigen.**

## 5. BANKENKAPAZITÄT ZUR UNTERSTÜTZUNG DER GESAMTWIRTSCHAFT ERSCHLIESSEN

Als Kreditgeber für einen erheblichen Teil der Wirtschaft und als Intermediäre an den Kapitalmärkten werden die Banken in der Kapitalmarktunion und in der europäischen Gesamtwirtschaft eine zentrale Rolle spielen. Aufgrund der starken lokalen Bindungen und Kenntnisse der Banken wird die Bankfinanzierung für viele kleine Unternehmen weiterhin eine wichtige Finanzierungsquelle bleiben. Auch für andere Unternehmen wird der Zugang zu Bankkrediten im Rahmen der Diversifizierung ihrer Finanzierungsmöglichkeiten weiterhin wichtig sein. Daher prüft die Kommission parallel zu den Arbeiten an der Kapitalmarktunion die Regulierung der Banken, um ein optimales Gleichgewicht zwischen Risikomanagement und Wachstumsförderung zu gewährleisten<sup>47</sup>.

Für das Wachstum kleinerer Unternehmen sind starke lokale Netzwerke wichtig. In einigen Mitgliedstaaten sind beispielsweise Kreditgenossenschaften tätig, über die KMU einander nicht gewinnorientiert finanzieren können. Solche Kreditgenossenschaften können außerdem den Austausch von Know-how zwischen den Mitgliedern erleichtern. Die Anwendung ausgefeilter und komplexer Bankenregulierungsvorschriften stellt bisweilen ein unverhältnismäßiges Hindernis für Kreditgenossenschaften und andere gemeinnützige Genossenschaften im Dienste von KMU dar. Dies kann insbesondere der Fall sein, wenn es sich um kleine Genossenschaften handelt, die sich im Wesentlichen auf das Einsammeln und Verteilen der Gelder unter ihren Mitgliedern konzentrieren, so dass die Risiken für das übrige Finanzsystem begrenzt sind.

**Kreditgenossenschaften sind in gewissen Mitgliedstaaten bereits vom regulatorischen Rahmen der Eigenkapitalrichtlinie ausgenommen. Damit gleiche Ausgangsbedingungen gewährleistet sind, sollte in allen Mitgliedstaaten die Möglichkeit bestehen, auf Kreditgenossenschaften zurückzugreifen, die in einem den Risiken, die sie tragen, angemessenen Verhältnis nationalen rechtlichen Schutzbestimmungen unterliegen. Zu diesem Zweck wird die Kommission die prüfen, inwieweit alle Mitgliedstaaten Kreditgenossenschaften zulassen können, die außerhalb des für Banken geltenden EU-Eigenkapitalrahmens tätig sind.**

Verbriefungen können die Kreditverfügbarkeit erhöhen und die Finanzierungskosten verringern. Als Finanzierungsinstrumente können Verbriefungen zu einer gut diversifizierten Finanzierungsgrundlage beitragen. Sie können auch als wichtige Risikotransferinstrumente dienen, um die Kapitaleffizienz zu verbessern und die Risikoallokation der Nachfrage anzupassen.

Die EU-Verbriefungsmärkte sind infolge der Krise nach wie vor stark beeinträchtigt, was auf Bedenken im Zusammenhang mit dem Verbriefungsprozess und den damit verbundenen Risiken zurückzuführen ist. Obwohl diese Schwächen in erster Linie Verbriefungen betrafen, die auf US-Subprime-Krediten basierten<sup>48</sup>, umfasste die darauf folgende Reform des Regulierungsrahmens alle Arten von Verbriefungen. Es geht nicht darum, die von der EU vorgenommenen Reformen rückgängig zu machen, die auf die inhärenten Risiken hoch

---

<sup>47</sup> [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/long-term-finance/docs/consultation-document\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/long-term-finance/docs/consultation-document_en.pdf)

<sup>48</sup> Auf dem Höhepunkt der Krise kam es lediglich bei 0,1 % der mit Triple-A bewerteten EU-Verbriefungsprodukte mit der schlechtesten Performance zu einem Ausfall. Dagegen kam es in den USA bei 16 % der vergleichbaren Produkte zu Ausfällen. Riskantere (mit BBB bewertete) EU-Verbriefungen erzielten ebenfalls gute Ergebnisse; die leistungsschwächsten Klassen fielen auf dem Höhepunkt der Krise in 0,2 % der Fälle aus. Demgegenüber erreichte die Ausfallquote von US-amerikanischen Verbriefungen mit BBB-Bonität 62 %. Quelle: EBA.

komplexer und undurchsichtiger Verbriefungen abzielen. Allerdings ist es wichtig, Verbriefungen wiederzubeleben, um zu gewährleisten, dass sie als wirksamer Finanzierungs kanal für die Gesamtwirtschaft und als Mechanismus zur Risikodiversifizierung dienen können. Im Rahmen der Investitionsoffensive unterstützt die Kommission Verbriefungsgeschäfte schon jetzt finanziell. Die neuen Legislativvorschläge, die heute angenommen wurden, gehen noch einen Schritt weiter. Sie werden einfache, transparente und standardisierte Produkte (STS-Produkte) besser abgrenzen, um das Vertrauen der Anleger zu stärken und den Aufwand im Hinblick auf die Sorgfaltspflicht zu verringern. Auf den Empfehlungen der EBA aufbauend wird die Kommission außerdem angemessenere Aufsichtsvorschriften für Investitionen von Banken und Versicherungen in STS-Produkte vorschlagen. Dieses Maßnahmenpaket dürfte dazu beitragen, Kapazitäten in den Bilanzen der Banken freizumachen und deren Fähigkeit zu erhöhen, Finanzierungen an die Gesamtwirtschaft zu vergeben und zur Schaffung einer längerfristigen Anlegerbasis beizutragen.

**Die Kommission legt heute einen Vorschlag für einen EU-Rahmen für einfache, transparente und standardisierte (STS-)Verbriefungen samt neuen aufsichtlichen Kalibrierungen für Banken im Rahmen der Eigenkapitalverordnung vor. Entsprechende Kalibrierungen für Versicherer werden durch eine Änderung des delegierten Rechtsakts zu Solvabilität II, mit der den STS-Kriterien Rechnung getragen wird, folgen, sobald der STS-Rahmen verabschiedet wurde.**

Ein weiteres Finanzierungsinstrument, dem in einigen Mitgliedstaaten besondere Bedeutung zukommt, sind gedeckte Schuldverschreibungen. Allerdings ist der Markt gegenwärtig infolge nationaler Vorschriften fragmentiert. Die großen Unterschiede zwischen den Rechtsrahmen und Aufsichtspraktiken der Mitgliedstaaten, die eigene Rechtsvorschriften für gedeckte Schuldverschreibungen erlassen haben, schränken die Möglichkeiten für eine Standardisierung der Märkte in Bezug auf die Kreditvergabe- und Offenlegungspraxis ein. Dies kann insbesondere auf grenzübergreifender Basis Hemmnisse für die Markttiefe und -liquidität und den Zugang der Anleger zum Markt verursachen. Ein EU-Rahmen für einen stärker integrierten Markt für gedeckte Schuldverschreibungen könnte besonders in bestimmten Mitgliedstaaten zu einer Verringerung der Finanzierungskosten für Banken führen, die gedeckte Schuldverschreibungen ausgeben.

**Die Kommission startet heute eine Konsultation zur Schaffung eines europaweiten Rahmens für gedeckte Schuldverschreibungen, der auf gut funktionierenden nationalen Regelungen aufbaut, ohne diese zu beeinträchtigen, und dem hochwertige Standards und bewährte Verfahren der Märkte zugrunde gelegt werden. Darüber hinaus werden im Rahmen der Konsultation Standpunkte zur Verwendung ähnlicher Strukturen zur Unterstützung von KMU-Darlehen eingeholt.**

## 6. GRENZÜBERGREIFENDE INVESTITIONEN ERLEICHTERN

Wenngleich in den letzten Jahrzehnten erhebliche Fortschritte bei der Entwicklung eines Kapitalbinnenmarkts erzielt wurden, stehen grenzübergreifenden Investitionen immernoch zahlreiche langdauernde, tief verwurzelte Hürden im Weg. Diese reichen von Hürden, die im einzelstaatlichen Recht, etwa im Insolvenz-, Sicherheiten- und Wertpapierrecht, begründet liegen, bis hin zu Hürden in Bezug auf die Marktinfrastruktur, steuerliche Hürden und Veränderungen des regulatorischen Umfelds, die die Vorhersehbarkeit der Vorschriften für direkte Investitionen untergraben. Die grenzübergreifende Risikoteilung innerhalb der EU ist seit Beginn der Krise geschwächt und die Investitionen aus Drittstaaten sind im selben Zeitraum ebenfalls zurückgegangen.

Die Beseitigung einiger der seit langem bestehenden Hindernisse, die Anleger von einer geografischen Diversifizierung ihrer Portfolios abhalten, hätte erhebliche Vorteile für Kapitalnehmer, Anleger und die EU-Gesamtwirtschaft. Stärker integrierte EU-Kapitalmärkte würden auch die Attraktivität der EU-Mitgliedstaaten als Investitionsstandorte für Anleger aus Drittstaaten steigern.

### 6.1. Rechtssicherheit und Marktinfrastruktur für grenzübergreifende Investitionen schaffen

Effiziente und sichere Nachhandelsinfrastrukturen sind Schlüsselemente gut funktionierender Kapitalmärkte. Viele Teilnehmer der Konsultation äußerten Bedenken dahingehend, dass gegenwärtig keine Rechtssicherheit bei der Bestimmung von Eigentumsrechten besteht, wenn der Emittent und der Anleger in verschiedenen Mitgliedstaaten ansässig sind und/oder Wertpapiere von Finanzinstituten in verschiedenen Mitgliedstaaten gehalten werden. Solche Konstellationen gibt es immer häufiger. In vielen der Rückmeldungen zum Grünbuch wurden Bestimmungen gefordert, die klären, welches einzelstaatliche Recht auf grenzübergreifende Wertpapiertransaktionen Anwendung findet. Zu diesem Zweck plant die Kommission eine Verbesserung und Erweiterung der bestehenden Vorschriften in diesem Bereich. Eine Modernisierung der Gesetzgebung gewinnt angesichts des erwarteten Anstiegs an grenzübergreifenden Wertpapiergeschäften, angeregt durch den Start der Plattform Target2-Securities (T2S), noch zusätzlich an Bedeutung.

Darüber hinaus machen es unterschiedliche einzelstaatliche Vorschriften über die Behandlung von Drittparteieffekten von Forderungsabtretungen<sup>49</sup> schwierig, Forderungsabtretungen als grenzübergreifende Sicherheiten zu verwenden, und stehen Anlegern dabei im Weg, das Risiko von Schuldinvestitionen zu bepreisen. Diese Rechtsunsicherheit behindert wirtschaftlich bedeutende finanzielle Transaktionen, wie etwa Verbriefungen, die ein robustes Sicherheitenmanagement erfordern.

**Die Kommission wird die bereits begonnenen gezielten Arbeiten zu Unsicherheiten in Bezug auf Eigentumsrechte an Wertpapieren fortsetzen. Auf der Grundlage von weiteren Konsultationen und Folgenabschätzungen wird die Kommission außerdem einheitliche Regeln vorschlagen, um Rechtssicherheit darüber zu erlangen, welches einzelstaatliche Recht im Fall von Auswirkungen von Forderungsübertragungen auf Dritte Anwendung findet.**

---

<sup>49</sup> Wobei der ursprüngliche Kreditgeber eine Forderung auf eine andere Person überträgt.

In den letzten Jahren wurden mit EU-Rechtsvorschriften wie der Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen (EMIR)<sup>50</sup>, der Verordnung über zentrale Wertpapierverwahrstellen (CSDR)<sup>51</sup> und der Richtlinie MiFID II viele der Hindernisse für ein grenzübergreifendes Clearing und Abwickeln von Wertpapiergeschäften beseitigt. Da zahlreiche Bestimmungen erst in Kraft treten werden und kürzlich die T2S-Plattform für eine einheitliche Abwicklung eingerichtet wurde, ist das Nachhandelssystem in einem tiefgreifenden Wandel begriffen. Diese Änderungen führen zu einer Umstrukturierung der Nachhandelsinfrastrukturen und fördern zugleich innovative Marktverfahren, insbesondere im Bereich des Sicherheitenmanagements. Die Märkte müssen beobachtet werden, um sicherzugehen, dass die Rechtsvorschriften mit den sich wandelnden Verfahren Schritt halten, und um gleichzeitig zu gewährleisten, dass die Sicherheit und Effizienz des Nachhandelssystems nicht beeinträchtigt wird.

Trotz dieser Fortschritte bestehen nach wie vor Hindernisse für eine effiziente und grenzübergreifende Clearing- und Abwicklungstätigkeit – darunter einige, die bereits im Giovannini-Bericht<sup>52</sup> vor über zehn Jahren festgehalten wurden. Viele dieser Hindernisse haben ihren Ursprung in unterschiedlichen nationalen Eigentums- und Insolvenzgesetzen sowie im nationalen Wertpapierrecht, das erhebliche Unterschiede hinsichtlich der Rechtsnatur der Aktiva aufweist. Diese Unterschiede können zu Unsicherheiten in Bezug darauf führen, wer im Fall eines Ausfalls Eigentümer einer Sicherheit ist und wessen Ansprüche im Fall einer Insolvenz Vorrang haben. Unsicherheiten in solchen grundlegenden Fragen stellen bedeutende rechtliche Risiken dar, etwa im Hinblick auf die Durchsetzbarkeit von Sicherheiten, und können die Widerstandsfähigkeit der grenzübergreifenden Abwicklung und Sicherheitenströme gefährden.

**Zur Förderung effizienterer und robusterer Nachhandelssysteme und Sicherheitenmärkte wird die Kommission eingehender prüfen, welche Fortschritte bei der Beseitigung der im Giovannini-Bericht dargelegten Hindernisse für grenzübergreifende Clearing- und Abwicklungstätigkeiten mit der Umsetzung der jüngsten legislativen Maßnahmen und Marktinfrastrukturentwicklungen erzielt wurden.**

## **6.2. Nationale Hindernisse für grenzübergreifende Investitionen beseitigen**

Eine konsistente Anwendung, Umsetzung und Durchsetzung des Rechts- und Aufsichtsrahmens ist für den freien Kapitalverkehr und die Schaffung gleicher Wettbewerbsbedingungen von entscheidender Bedeutung. Nachdem zahlreiche EU-Finanzmarktbestimmungen zur Erleichterung grenzübergreifender Investitionen erlassen wurden, muss der Schwerpunkt nun auf ihre wirksame Umsetzung und Durchsetzung gelegt werden. Hindernisse können ihren Ursprung im einzelstaatlichen Recht oder in der einzelstaatlichen Verwaltungspraxis haben. Einige hängen mit einzelstaatlichen Zusatzvorschriften im Vergleich zu EU-Mindestvorschriften („gold-plating“) zusammen, während andere aus der uneinheitlichen Anwendung der EU-Vorschriften hervorgehen. Weitere Hindernisse ergeben sich aus nationalen Maßnahmen in Bereichen, in denen es keine EU-Rechtsvorschriften gibt oder die Verantwortung auf einzelstaatlicher Ebene verbleibt.

---

<sup>50</sup> Verordnung (EU) Nr. 648/2012.

<sup>51</sup> Verordnung (EU) Nr. 909/2014.

<sup>52</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/second\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf)

Die Kommission wird gemeinsam mit den Mitgliedstaaten daran arbeiten, solche Hindernisse, denen nicht durch andere Maßnahmen, etwa durch die Konvergenz der Aufsichtspraktiken, begegnet wird, zu ermitteln und mittels eines auf Zusammenarbeit ausgerichteten Ansatzes zu beseitigen. Die Kommission wird

- ein Netz aus 28 nationalen Ansprechpartnern aufbauen und bilaterale Gespräche über Möglichkeiten für nationale Maßnahmen zur Beseitigung von Hindernissen führen;
- auf der Grundlage der Arbeiten des Netzes bewährte Praktiken, Scorecards, Empfehlungen und Leitlinien erarbeiten.

**Die Kommission wird in Zusammenarbeit mit den Mitgliedstaaten ungerechtfertigte nationale Hindernisse für den freien Kapitalverkehr, die sich unter anderem aus der unzureichenden Umsetzung oder fehlenden Konvergenz bei der Interpretation des einheitlichen Regelwerks oder aus nationalem Recht ergeben und einer gut funktionierenden Kapitalmarktunion im Wege stehen, ermitteln und zu beseitigen suchen, und wird darüber bis Ende 2016 Bericht erstatten.**

Konvergente Insolvenz- und Restrukturierungsverfahren würden zu mehr Rechtssicherheit für grenzübergreifende Anleger beitragen und wären einer frühzeitigen Restrukturierung tragfähiger Unternehmen, die sich in einer finanziellen Notlage befinden, förderlich. Die Teilnehmer der Konsultation waren sich weitgehend einig, dass sowohl die Ineffizienz als auch die Divergenz der Insolvenzgesetze Anlegern eine Bewertung des Kreditrisikos, insbesondere bei grenzübergreifenden Investitionen, erschweren.

Im „Doing-Business“-Bericht 2015 der Weltbank werden Länder nach der Stärke ihrer Insolvenzrahmen auf einer Skala von 0-16 eingestuft. Der einfache EU-Durchschnitt liegt mit 11,6 um 5 % unter dem OECD-Durchschnitt für Länder mit hohem Einkommen (12,2). Einige Mitgliedstaaten wurden mit weniger als 8 Punkten bewertet.

Im Jahr 2014 veröffentlichte die Kommission eine Empfehlung<sup>53</sup> für einen neuen Ansatz im Umgang mit unternehmerischem Scheitern und Unternehmensinsolvenzen, in der die Mitgliedstaaten aufgefordert wurden, frühe Restrukturierungsverfahren einzurichten und Unternehmen eine „zweite Chance“ zu geben. Diese Empfehlung enthält gemeinsame Grundsätze für nationale Insolvenzverfahren für Unternehmen in Schwierigkeiten sowie Maßnahmen zur Verringerung der Dauer und der Kosten der Verfahren für KMU (z. B. durch die Verwendung von Standardformularen und die Nutzung von Fernkommunikationsmitteln). Zwar ist die Empfehlung eine nützliche Richtschnur für jene Mitgliedstaaten, die Reformen im Bereich Insolvenz durchführen, doch wurde sie, wie die Bewertung der Kommission<sup>54</sup> zeigt, selbst in den Mitgliedstaaten, die Reformen auf den Weg gebracht haben, nur teilweise umgesetzt.

**Die Kommission wird aufbauend auf den Erfahrungen aus der Empfehlung einen Legislativentwurf über Unternehmensinsolvenzen vorschlagen, der Bestimmungen zu frühen Umstrukturierungen und zur „zweiten Chance“ enthält. Dieser Entwurf soll ausgehend von nationalen Regelungen, die gut funktionieren, die wichtigsten Hindernisse für den freien Kapitalverkehr beseitigen.**

---

<sup>53</sup> C(2014) 1500 final vom 12.3.2014.

<sup>54</sup> Bewertung der Umsetzung der Empfehlung der Kommission für einen neuen Ansatz im Umgang mit unternehmerischem Scheitern und Unternehmensinsolvenzen ([http://ec.europa.eu/justice/civil/commercial/insolvency/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/justice/civil/commercial/insolvency/index_en.htm))

Steuern sind ein weiteres wichtiges Thema für grenzübergreifende Investitionsentscheidungen. Zwei steuerliche Hindernisse für grenzübergreifende Investitionen haben sich im Kontext der Kapitalmarktunion als besonders bedeutend erwiesen. Zum einen haben zahlreiche Anleger angemerkt, dass sie derzeit bei grenzübergreifenden Investitionen durch die Anwendung lokaler Quellensteuern benachteiligt werden, da deren Rückforderung beinahe unmöglich ist und sie zusätzlich zur Steuer im eigenen Land erhoben wird. Das Problem ergibt sich aus unterschiedlichen einzelstaatlichen Ansätzen bei der Anwendung der Quellensteuer und den komplexen Verfahren zur Beantragung einer Befreiung von diesen Steuern. Ein anderes Hindernis für grenzübergreifende Investitionen ist die möglicherweise diskriminierende Besteuerung von Pensionsfonds und Lebensversicherungen.

**Um die Mitgliedstaaten dazu zu bewegen, Systeme der Quellensteuerbefreiung sowie schnelle und standardisierte Erstattungsverfahren einzurichten, wird die Kommission bewährte Verfahren fördern und mit den Mitgliedstaaten einen Verhaltenskodex zu den Grundsätzen der Quellensteuerbefreiung ausarbeiten. Darüber hinaus wird die Kommission diskriminierende steuerliche Hindernisse für grenzübergreifende Investitionen von Lebensversicherern und Pensionsfonds untersuchen und gegebenenfalls Vertragsverletzungsverfahren einleiten.**

Gegenwärtig sind rund 200 bilaterale Investitionsschutzabkommen zwischen Mitgliedstaaten in Kraft, die unterschiedliche Standards für die Behandlung von grenzübergreifenden Investitionen im Binnenmarkt festlegen und nicht mit dem EU-Recht vereinbar sind. Vor kurzem hat die Kommission rechtliche Schritte gegen diese Investitionsschutzabkommen eingeleitet. Die Kommission wird gemeinsam mit den Mitgliedstaaten prüfen, ob weitere Maßnahmen erforderlich sind, um den Schutz für grenzübergreifend tätige Anleger zu erhöhen und damit die Attraktivität des Binnenmarkts als Investitionsstandort zu erhöhen.

### **6.3. Finanzstabilität und Aufsichtskonvergenz fördern**

Durch die Förderung breiter gefächerter Finanzierungskanäle wird die Kapitalmarktunion dazu beitragen, die Widerstandsfähigkeit des EU-Finanzsystems zu erhöhen.<sup>55</sup> Gleichzeitig gilt es, gegenüber Risiken für die Finanzstabilität, die auf den Kapitalmärkten entstehen, wachsam zu sein. In den letzten Jahren hat die EU eine Reihe von Reformen auf den Weg gebracht, um die Kapitalmärkte transparenter, besser reguliert und widerstandsfähiger zu machen, etwa indem mit der EMIR-Verordnung die Risiken an den Derivatemärkten verringert wurden, indem mit der MiFID-Richtlinie sicherere und transparentere Regeln für den Handel eingeführt wurden, und indem gewährleistet wurde, dass alle Verwalter alternativer Fonds in der EU von der AIFM-Richtlinie erfasst werden. Weitere Reformen sind im Entstehen, etwa die Verordnung über Wertpapierfinanzierungsgeschäfte (SFTR)<sup>56</sup>, der Vorschlag für eine Verordnung über Geldmarktfonds und der anstehende Legislativvorschlag zur Sanierung und Abwicklung zentraler Gegenparteien (CCP). Der FSB befasst sich vorrangig damit, Schwachstellen im Zusammenhang mit Unternehmen, die bankähnliche

---

<sup>55</sup> Rede des Vizepräsidenten der EZB, Herrn V. Constâncio.

<sup>56</sup> Wie in der Verordnung über Wertpapierfinanzierungsgeschäfte angekündigt, wird die Kommission im Anschluss an die Ergebnisse der Arbeiten einschlägiger internationaler Foren und mit Unterstützung der ESMA, der EBA und des ESRB dem Europäischen Parlament und dem Rat 2017 einen Bericht über den Stand der internationalen Anstrengungen zur Begrenzung der Risiken im Zusammenhang mit Wertpapierfinanzierungsgeschäften vorlegen, in dem auch auf die Empfehlungen des FSB zu Abschlüssen auf nicht zentral geclarte Wertpapierfinanzierungsgeschäfte und ihre Eignung für die europäischen Märkte eingegangen wird.

Tätigkeiten auf den Kapitalmärkten ausüben, zu erkennen und zu beseitigen. Ein weltweiter Regulierungsansatz für potenziell auftretende Systemrisiken wird sowohl die Finanzstabilität fördern als auch grenzübergreifende Investitionen erleichtern.

**Die Kommission wird gemeinsam mit dem FSB und den Europäischen Aufsichtsbehörden sowie dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) mögliche Risiken für die Finanzstabilität, die sich aus der marktbasierter Finanzierung ergeben, bewerten. Weitere Analysen werden durchgeführt, etwa um Aspekte der Marktliquidität und der wechselseitigen Verflechtungen innerhalb des Finanzsystems besser zu verstehen und zu prüfen, ob zusätzliche makroprudenzielle Instrumente entwickelt werden sollten. Die Kommission wird im Zuge der anstehenden Überprüfung des ESRB erforderlichenfalls Änderungen am makroprudenziellen Rahmen vornehmen.**

Die Teilnehmer der Konsultation äußerten sich positiv zu der von der EU infolge der Finanzkrise 2011 errichteten Aufsichtsarchitektur. Doch während bei der Schaffung des Europäischen Systems der Finanzaufsicht und der Einrichtung eines einheitlichen Regelwerks Fortschritte erzielt wurden, haben die Konsultationsteilnehmer auch auf die Bedeutung der aufsichtlichen Konvergenz und einheitlichen Umsetzung und Anwendung der EU-Rechtsvorschriften im Bereich der Finanzdienstleistungen verwiesen – ein Problem, das auch im Bericht der fünf Präsidenten über die Vollendung der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion hervorgehoben wird.

Die in den letzten Jahren erlassenen Kapitalmarktvorschriften übertragen den Europäischen Aufsichtsbehörden in vielen Bereichen eine wichtige Rolle. Die Teilnehmer der Konsultation forderten insbesondere eine stärkere Rolle der ESMA, um die aufsichtliche Konvergenz in der Kapitalmarktregulierung und der marktgerichteten Berichterstattung zu stärken und dafür Sorge zu tragen, dass das einheitliche Regelwerk in der gesamten EU konsistent angewandt wird. Die Anstrengungen der vergangenen Jahre, um ein einheitliches Regelwerk für die Kapitalmärkte aufzubauen, sollten zu stärker integrierten und effizienteren Kapitalmärkten führen. Die tiefere Finanzintegration muss mit einem stärkeren Fokus der ESMA auf die EU-weite Konvergenz der Aufsichtsergebnisse, einschließlich der Rechnungslegung, einhergehen, um ein reibungsloses Funktionieren des Binnenmarkts zu gewährleisten. Die ESMA könnte sich stärker auf die Ermittlung, Unterstützung und Förderung bewährter Verfahren zur Gewährleistung der Wirksamkeit der Aufsichtstechniken der Mitgliedstaaten und zur Sicherstellung vergleichbarer Ergebnisse in der gesamten EU konzentrieren. In diesem Zusammenhang sollte die ESMA die ihr zur Verfügung stehenden Instrumente, insbesondere die thematischen und länderbezogenen Peer-Reviews, systematischer und wirksamer einsetzen.

**Die Kommission wird in Zusammenarbeit mit der ESMA eine Strategie zur Stärkung der aufsichtlichen Konvergenz entwickeln und umsetzen und Bereiche ermitteln, in denen ein stärker integrierter Ansatz zu einem besser funktionierenden Binnenmarkt für Kapital führen kann. Darüber hinaus wird die Kommission gemeinsam mit der ESMA an der Steigerung der Effektivität ihrer Entscheidungsfindung im Rahmen thematischer und länderbezogener Peer-Reviews arbeiten. Die Kommission wird 2016 ein Weißbuch über die Steuerung und Finanzierung der Europäischen Aufsichtsbehörden veröffentlichen.**

**Die Kapitalmarktunion ist ein klassisches Binnenmarktprojekt, das allen 28 Mitgliedstaaten zugute kommt. Damit die Kapitalmärkte ihr gesamtes Potenzial entfalten können, wird der Dienst zur Unterstützung von Strukturreformen der Kommission (SRSS) eine Strategie entwickeln, um Mitgliedstaaten bei Bedarf technische**

**Unterstützung zur Stärkung spezifischer Kapazitäten der nationalen Kapitalmärkte bieten zu können.**

#### **6.4. Internationale Investitionen erleichtern**

Damit die Kapitalmärkte der EU gedeihen können, müssen sie offen, auf dem Weltmarkt wettbewerbsfähig und imstande sein, zusätzliche Investitionen internationaler Anleger in Aktien und Anleihen anzuziehen. Die Kapitalmarktunion wird die europäischen Kapitalmärkte für internationale Anleger attraktiver machen, da sie rechtliche und administrative Kosten für grenzüberschreitende Transaktionen beseitigen und die Konvergenz der Aufsichtsergebnisse in Europa erhöhen wird. Angesichts des globalen Charakters der Kapitalmärkte muss die Kapitalmarktunion den breiteren globalen Zusammenhang berücksichtigen und gewährleisten, dass die europäischen Kapitalmärkte fester Bestandteil des internationalen Finanzsystems bleiben. Die Kommission wird über internationale Foren wie dem FSB und der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) weiterhin eng mit den EU-Mitgliedstaaten und mit Drittstaaten zusammenarbeiten, um konvergente politische Maßnahmen zur Unterstützung der globalen Kapitalmärkte zu entwickeln. Darüber hinaus wird sich die Kommission zur Stärkung der Integration der Kapitalmärkte mit wichtigen Drittländern um die Ausarbeitung eines Rahmens für die regulatorische Zusammenarbeit im Bereich der Finanzdienstleistungen bemühen.

Bei der Unterstützung der Auslandsinvestitionen kommt der internationalen Handels- und Investitionspolitik der EU eine zentrale Rolle zu. Internationale Handels- und Investitionsvereinbarungen liberalisieren den Kapitalverkehr, regulieren den Marktzugang und Marktinvestitionen, auch im Hinblick auf die Erbringung von Finanzdienstleistungen, und können dazu beitragen, Anlegern ein angemessenes Schutzniveau und gleiche Wettbewerbsbedingungen zu bieten. Die Kommission wird sich auch weiterhin an den internationalen Arbeiten im Bereich des freien Kapitalverkehrs beteiligen, wie etwa im Rahmen der OECD-Kodizes zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs.

## 7. NÄCHSTE SCHRITTE UND MONITORING

Dieser Aktionsplan enthält die vorrangigen Maßnahmen, die notwendig sind, um Investitionen in den einzelnen Mitgliedstaaten sowie innerhalb der EU zu fördern und Ersparnisse und Wachstum besser miteinander zu verknüpfen. Für die konkrete Ausarbeitung der einzelnen Maßnahmen werden die verschiedenen Optionen zur Verwirklichung der Ziele zunächst im Rahmen angemessener Konsultationen und Folgenabschätzungen bewertet.

Die erfolgreiche Annahme und Umsetzung dieser Maßnahmen erfordert konsequente, gemeinsame Anstrengungen. Es handelt sich um ein Projekt für alle 28 Mitgliedstaaten, und die Kommission wird eng mit ihnen und dem Europäischen Parlament zusammenarbeiten, um die Vorschläge voranzubringen.

Um möglichst früh eine Dynamik zu erzeugen, werden heute konkrete Vorschläge vorgelegt, und weitere werden in Kürze folgen. Die ersten Maßnahmen beinhalten ein umfassendes Legislativpaket zu Verbriefungen mit aktualisierten Kalibrierungen für die CRR, die Festlegung von Infrastrukturinvestitionen und überarbeiteter Kalibrierungen für Solvabilität II sowie einen Vorschlag zur Überarbeitung der Prospektrichtlinie. In anderen Bereichen könnten weitere Konsultationen interessierter Kreise erforderlich sein. Parallel dazu wird die Kommission die Gespräche mit den Mitgliedstaaten über Themen wie Steuern und Insolvenz voranbringen, um mittel- bis langfristige Fortschritte zu erzielen.

Der Erfolg der Kapitalmarktunion hängt auch von den Marktteilnehmern ab. Finanzintermediäre müssen ihren Beitrag zur Wiederherstellung des Kundenvertrauens und zum Aufbau von Vertrauen in die europäischen Kapitalmärkte leisten. Dieser Aktionsplan enthält marktgeführte Initiativen und die Kommission fordert die betroffenen Parteien eindringlich auf, Fortschritten in diesen Bereichen oberste Priorität einzuräumen.

Darüber hinaus ist die Kommission weiterhin bestrebt, die wichtigsten Ineffizienzen und Hindernisse für tiefere Kapitalmärkte in Europa zu ermitteln und Möglichkeiten für deren Beseitigung zu erarbeiten, wobei sie nach wie vor besonderes Augenmerk auf den Anlegerschutz und die Marktaufsicht legt.

Neben jährlichen Berichten wird die Kommission im Jahr 2017 eine umfassende Bestandsaufnahme vorlegen, die als Grundlage für Entscheidungen über eventuell zusätzlich erforderliche Maßnahmen dienen soll.

Die Kommission wird dem Europäischen Parlament und den Mitgliedstaaten regelmäßig über die Fortschritte berichten.

## Anhang 1: Liste der Maßnahmen und vorläufiger Zeitplan

<b>Finanzierung für Innovation, Start-ups und nicht börsennotierte Unternehmen</b>		
<b>Unterstützung von Risikokapital- und Beteiligungsfinanzierungen</b>	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
<b>Überwindung von Informationsbarrieren für Investitionen in KMU</b>	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
<b>Förderung innovativer Formen der Unternehmensfinanzierung</b>	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
<b>Erleichterung des Gangs an die öffentlichen Märkte für kapitalsuchende Unternehmen</b>		
<b>Verbesserung des Zugangs zu den öffentlichen Märkten</b>	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
<b>Förderung von Beteiligungsfinanzierungen</b>	Auseinandersetzung mit dem steuerlichen Unterschied zwischen Fremd- und Eigenkapitalfinanzierung im Rahmen des Legislativvorschlags für eine gemeinsame konsolidierte Körperschaftsteuer-Bemessungsgrundlage	4. Quartal 2016
<b>Langfristige Investitionen: Infrastrukturinvestitionen und nachhaltige Investitionen</b>		
<b>Förderung von Infrastrukturinvestitionen</b>	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
<b>Gewährleistung der Kohärenz des EU-Regelwerks für Finanzdienstleistungen</b>	Sondierung zu den kumulativen Auswirkungen der Finanzsektorreform	3. Quartal 2015

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

<b>Erleichterung grenzübergreifender Investitionen</b>		
<b>Beseitigung nationaler Hindernisse für grenzübergreifende Investitionen</b>	Bericht über nationale Hindernisse für den freien Kapitalverkehr	4. Quartal 2016
<b>Verbesserung der Marktinfrastruktur für grenzübergreifende Investitionen</b>	Gezielte Maßnahmen in den Bereichen Eigentumsrechte an Wertpapieren und Auswirkungen von Forderungsübertragungen auf Dritte	2017
	Überprüfung der Fortschritte bei der Beseitigung der verbleibenden Giovanni-Hindernisse	2017
<b>Förderung der Konvergenz der Insolvenzverfahren</b>	Legislativentwurf über Unternehmensinsolvenzen zur Beseitigung der wichtigsten Hindernisse für den freien Kapitalverkehr	4. Quartal 2016
<b>Beseitigung grenzübergreifender steuerlicher Hindernisse</b>	Bewährte Verfahren und Verhaltenskodex zu Systemen der Quellensteuerbefreiung	2017
	Studie über diskriminierende steuerliche Hindernisse für grenzüberschreitende Investitionen von Pensionsfonds und Lebensversicherern	2017
<b>Stärkung der aufsichtlichen Konvergenz und des Kapazitätsaufbaus auf den Kapitalmärkten</b>	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
<b>Stärkung der Kapazität zur Wahrung der Finanzstabilität</b>	Überprüfung des makroprudenziellen Rahmens der EU	2017