

## Stellungnahme zum Grünbuch der EU-Kommission „Schaffung einer Kapitalmarktunion“

Kontakt:

Dr. Birgit Seydel

Telefon: +49 30 20225-5353

Telefax: +49 30 20225-5345

E-Mail: [birgit.seydel@dsgv.de](mailto:birgit.seydel@dsgv.de)

Berlin, 13. Mai 2015

Federführer:

Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V.

Charlottenstraße 47 | 10117 Berlin

Telefon: +49 30 20225-0

Telefax: +49 30 20225-250

[www.die-deutsche-kreditwirtschaft.de](http://www.die-deutsche-kreditwirtschaft.de)

## 1. Welche anderen Bereiche sollten neben den fünf genannten prioritären Bereichen für kurzfristige Maßnahmen vorrangig behandelt werden?

Die Deutsche Kreditwirtschaft begrüßt die Pläne der EU-Kommission zur Schaffung einer Kapitalmarktunion und das mit ihr verfolgte Ziel, EU-weit Investitionen zu fördern. Um das Investitionsniveau in Europa langfristig zu steigern, sind Impulse zur Stärkung der öffentlichen und privaten Nachfrage unabdingbar. Wir unterstützen ferner die Aussage der EU-Kommission, dass jede neue Regulierungsmaßnahme geeignet sein muss, die Realwirtschaft zu unterstützen und damit Wachstum zu fördern. Ebenso stimmen wir mit der Europäischen Kommission darin überein, dass gerade kleine und mittelständische Unternehmen (KMU) wesentliche Treiber für mehr Wachstum und Beschäftigung sind.

Übergeordnetes Ziel der Kapitalmarktunion ist es, ein höheres und stabileres Wirtschaftswachstum in Europa zu erreichen und die Finanzierungsbedingungen der europäischen Wirtschaft zu erweitern und zu verbessern. Um dieses Ziel zu erreichen, sollten die avisierten Maßnahmen innerhalb zweier gleichberechtigter Säulen angegangen werden:

Neben risikoadäquaten Maßnahmen, die die Funktions- und Leistungsfähigkeit des Kapitalmarktes in Europa verbessern sollen, bedarf es auf der anderen Seite weiterer Maßnahmen, mit denen die Kreditfinanzierung durch Banken und Sparkassen verbessert und gestärkt wird. Nur so können die eher langfristig ausgerichtete und in Europa traditionell verankerte Kreditfinanzierung durch Banken und Sparkassen mit den Vorteilen einer Kapitalmarktfinanzierung (Flexibilität, Risikoteilung, neue Finanzierungsquellen durch Einbezug globaler Kapitalmarktakteure und breiter Bevölkerungsschichten) sinnvoll ergänzt werden, um die Finanzierungsbedingungen der europäischen Wirtschaft zu verbessern.

Mit Bezug auf die Finanzierung kleiner und mittelständischer Unternehmen in allen Regionen Europas fällt allerdings auf, dass die regulatorischen Kosten, eine fehlende Expertise und der Aufwand einer Kapitalmarktfinanzierung einerseits sowie die hohen Bonitätsanforderungen der Kapitalmarktinvestoren andererseits für viele KMU ein klares Markteintrittshindernis darstellen. Daher werden bspw. SME-Bonds auch in Zukunft kein gleichwertiger Ersatz für den Bankkredit sowie für solide Hausbankenbeziehungen sein. Zudem gilt zumindest für Deutschland, dass die Kreditwirtschaft ihre Finanzierungsaufgabe auch während der Finanzkrise erfüllt hat. Die im Jahr 2009 befürchtete Kreditklemme trat nicht ein. Damit erscheint auch mit Blick auf die Peripherie des Euroraums prioritär, die Leistungsfähigkeit der dortigen Bankensysteme zu erhöhen. Dabei darf allerdings nicht vergessen werden, dass in diesen Staaten der schwierige Kreditzugang auch durch die Bonitätsschwäche vieler Unternehmen in Folge des tiefen Wirtschaftseinbruchs verursacht worden ist.

Gleichwohl sind aufgrund zahlreicher regulativer Vorgaben der vergangenen Jahre und Jahrzehnte die Kosten für die Zurverfügungstellung eines Kredites und weiterer Leistungen der Finanzierung der Wirtschaft gestiegen. Es ist zu beobachten, dass als eine Konsequenz klassisches Bankgeschäft in den unregulierten Sektor wandert. Hier steht die verschärfte Bankenregulierung in Konflikt mit der erst geplanten Regulierung der „Schattenbanken“. Eine Angleichung der Regelungen für den unregulierten Sektor an die Regelungen für die Kreditinstitute sollte – im Sinne eines fairen Wettbewerbs – erfolgen. Die Verschiebung von Risiken kann nicht im Interesse der Politik sein.

Wir schlagen daher folgende kurzfristige Maßnahmen vor, die neben den genannten Maßnahmen prioritär behandelt werden sollten:

- 1) Überprüfung und Ausbalancierung der gegenwärtigen und ausstehenden Finanzmarktregulierung mit dem Ziel, die Finanzierung der Wirtschaft zu verbessern.

Die Ausgestaltung der Kapitalmarktunion sollte in eine umfassende Strategie der EU eingebunden sein. Es steht außer Frage, dass eine inkonsistente Finanzmarktregulierung das Wachstum in der EU gefährden kann. Negative Wechselwirkungen zwischen bereits verabschiedeten oder aktuell diskutierten Vorhaben sowie widersprüchliche Regelungen gleicher Sachverhalte hemmen Investitionen und belasten den Bankensektor maßgeblich. Bevor erneut Regeln geschaffen werden, sollten zunächst Wirkungen und Wechselwirkungen bestehender oder noch nicht in Kraft getretener Banken- und Kapitalmarktregelungen umfassend analysiert werden. Die Überlegungen zur Kapitalmarktunion sollten auch genutzt werden, um kurzfristig Hemmnisse durch zu bürokratische Regelungen zu identifizieren und abzubauen.

- 2) Verbesserung der Anwendung des Proportionalitätsgrundsatzes bei Banken und Sparkassen, damit diese ihrem Finanzierungsauftrag insbesondere hinsichtlich KMU auch weiterhin nachkommen können.

Zur Sicherstellung der KMU-Finanzierung bieten sich beispielsweise nachfolgende Maßnahmen besonders an:

- Einführung eines „Lending-Tests“: Bestehende und zukünftige Regulierungsvorhaben sollten im Rahmen eines Impact-Assessment auf die Kreditvergabekapazität von Banken und Sparkassen überprüft werden, um den Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen zu Bankkrediten nicht einzuschränken.
- Die besonderen Eigenkapitalanforderungen für KMU-Kredite (Unterstützungsfaktor) müssen auf Dauer beibehalten werden. Auch sollte das Förderkreditgeschäft sowie Liquidität aus Finanzverbänden nicht auf das Leverage Ratio angerechnet werden. Zudem sollten Spielräume genutzt werden, die sich bei der Umsetzung beschlossener Finanzmarktregeln in nationales/europäisches Recht für eine Verbesserung der Unternehmensfinanzierung ergeben (z. B. mit Blick auf die Arbeiten an der *Net Stable Funding Ratio*).

Mit Blick auf die Verbreiterung der Anlegerbasis, welche die Kommission zu Recht als wichtig ansieht, ist auffällig, dass tatsächlich verschiedene nationale wie europäische Vorgaben der letzten Jahre diesem Ziel entgegenstehen und insbesondere bei Kleinanlegern sogar zusätzliche Hürden erzeugen, die sie von einer Investition am Kapitalmarkt abhalten.

Von großer Bedeutung für den Kapitalmarktzugang von Kleinanlegern ist eine angemessene Beratung, die insbesondere von Kreditinstituten erbracht wird und Kleinanlegern oft erst die wichtige Rolle von Kapitalmarktprodukten erklärt (siehe dazu auch Frage 19). Die Erfahrung aus Deutschland zeigt jedoch, dass es hier zu unbeabsichtigten Wirkungen kommen kann, wenn bei der Regulierung der Beratungstätigkeit über das Ziel hinaus geschossen wird. Dies gilt insbesondere für die überhöhten Anforderungen an die Zulässigkeit der provisionsbasierten Anlageberatung, die ESMA für *Level 2* vorschlägt und die die Entscheidung des europäischen Gesetzgebers, die Wahlmöglichkeit zwischen provisionsbasierter Anlageberatung und Honoraranlageberatung zu erhalten, in Frage stellt. Das Angebot der persönlichen Anlageberatung in der Fläche wird von Kunden als Mehrwert angesehen, wie Umfragen immer wieder bestätigen. Es wird maßgeblich durch Provisionen finanziert. So wichtig Anlegerschutz ist, überzogene Anforderungen werden tendenziell auch dazu führen, dass die Banken und Sparkassen sich aus ihrer Mittlerfunktion wegen zu hoher Kosten bzw. Haftungsrisiken zurückziehen. Auch das führt zu einem sinkenden Kapitalmarktzugang von Kleinanlegern. Es ist deshalb von großer Bedeutung, bei den nachgelagerten Rechtsakten zu MiFiD II sicherzustellen, dass das Angebot einer Beratung von Kleinanlegern in der Fläche weiterhin praktikabel und damit überhaupt möglich bleibt.

Die Deutsche Kreditwirtschaft unterstützt in diesem Zusammenhang die europäische Initiative zur Stärkung der Aktienkultur. Dies umfasst die Erleichterung der Beratung in Aktien. Entscheidend für die Attraktivität des Aktieninvestments ist insbesondere, dass auch breiten Bevölkerungsschichten der Zugang zu Aktienpapieren ermöglicht wird. Dies müssen die regulatorischen Vorgaben angemessen berücksichtigen.

Mit großer Sorge beobachten wir hingegen die Pläne der ESMA, *Product-Governance*-Pflichten im Rahmen von MiFID II auf das beratungsfreie Geschäft anzuwenden (siehe dazu auch Frage 17).

## **2. Welche weiteren Maßnahmen zur Verbesserung der Verfügbarkeit und stärkeren Standardisierung von KMU-Kreditinformationen könnten einem tieferen Markt für die Finanzierung von KMU und Startups zugutekommen und die Anlegerbasis verbreitern?**

Aus Sicht der Deutschen Kreditwirtschaft sprechen die folgenden Gründe gegen eine Verdichtung von Kreditinformationen in einem anbieterunabhängigen einfachen einheitlichen Scoring Modell:

Einschätzungen von Kreditwürdigkeiten sind ein ganz entscheidender Wettbewerbsparameter. Hier zu treffenden Bewertungen zu kommen, ist die Kernaufgabe eines wettbewerblich organisierten Finanzierungssystems. Sie trägt zu einer volkswirtschaftlich effizienten Kapitalleitung bei. Die Bereitstellung, Aufbereitung und Bewertung der Informationen sind aufwändig und keine freien Güter. Entsprechende Anstrengungen müssen daher für die betreffenden Intermediäre ökonomisch angemessen abgegolten werden. Eine generelle Offenlegung von Kreditinformationen kann deshalb nicht sinnvollerweise gefordert werden.

Zudem ist gerade in Europa die Struktur der Wirtschaftsbetriebe geprägt durch ein eigentümer- und familiengeführtes Management und – damit einhergehend – eine Zurückhaltung in der breiten Offenlegung unternehmerischer Zahlen. Letzteres gilt umso mehr für Start-up Unternehmen, weil gerade die drohenden Einbußen möglicher Wettbewerbsvorteile durch zu viel Transparenz in der frühen unternehmerischen Phase besonders gefürchtet sind. Die Bereitstellung der Informationen von Unternehmens- und Kreditdaten sollte für Unternehmen daher auf freiwilliger und keinesfalls verpflichtender Basis erfolgen, bspw. wenn von Seiten eines Unternehmens Interesse an der Erschließung größerer und internationaler Investorengruppen im Rahmen der Kapitalmarktfinanzierung besteht. Auch ist beim direkten Zugang zum Kapitalmarkt der Aufwand, die nötigen Daten bereitzustellen, erheblich höher als bei der Vergabe von Bankkrediten. Für kleine Unternehmen kommt er im Grunde nicht in Frage.

Für Anlegergruppen, die kein eigenes Risikomanagement (Bewertungs- oder *Scoringtools*, interne Ratingansätze etc.) unterhalten können oder wollen, gibt es durchaus kommerzielle Anbieter, die solche Informationen bereitstellen. Der Markt für Kreditinformationen funktioniert insofern gut. Ein öffentlicher Anbieter könnte den funktionierenden Markt negativ beeinträchtigen.

Kreditinstitute sind neben kommerziellen Anbietern ebenfalls wichtige Kooperationspartner für Investoren am Kapitalmarkt. Gerade für die Stimulierung eines grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs verfügen Kreditinstitute vor Ort durch den engen Kontakt zu Unternehmen über wichtige Kreditinformationen. Diese Risikokompetenz ist für internationale Investoren bedeutsam. Kreditinstitute sind zudem auch für diejenigen Unternehmen, die die notwendige Publizität bestimmter Kapitalmarktprodukte scheuen, ein wichtiger Intermediär.

In jedem Fall wären bei einem Scoring-Prozess Datenschutzanforderungen zu wahren. Die Kapital suchenden Unternehmen dürfen nicht mit Offenlegungspflichten und bürokratischen Anforderungen überfrachtet werden. Anforderungen zur Veröffentlichung von wettbewerbsrelevanten Daten (Betriebsgeheimnisse etc.) sehen wir ebenfalls kritisch.

Das würde kontraproduktiv wirken, Zugangskosten zur Finanzierung im Ergebnis sogar eher erhöhen als senken.

Sollte die Frage auf die Möglichkeit eines eigenen externen Rating-Produktes für KMUs abzielen, so könnte auch dies von der Deutschen Kreditwirtschaft nicht unterstützt werden, solange ein solches Rating von einer der bei ESMA registrierten Ratingagenturen nicht angeboten wird. Bislang waren Ratings für KMUs jedoch eher ein Nischenprodukt und mit der aufsichtlichen Maßgabe, übermäßiges Vertrauen in externe Ratings abzubauen, spricht auch wenig dafür, ein solches Vorhaben politisch zu unterstützen.

Die Deutsche Kreditwirtschaft bittet um entsprechende Offenlegung der Teilnehmer für den für den Sommer 2015 avisierten Workshop (siehe Seite 11 Grünbuch, deutsche Fassung) zum Kreditscoring. Eine Teilnahme von Vertretern der Deutschen Kreditwirtschaft halten wir für notwendig.

### **3. Wie kann ein Anstoß zur Nutzung von ELTIF gegeben werden?**

Hilfreich wäre eine entsprechende Regulierung von Verbriefungsinstrumenten, die es ELTIFs ermöglichen würde, in Portfolios mit solchen verbrieften KMU-Krediten zu investieren, die gemäß dem ELTIF Zweck ein „intelligentes, nachhaltiges und integratives Wachstum“ fördern. Anreize, die es ELTIFs ermöglichen würden zu einfacheren Bedingungen als Banken direkt Kredite an Unternehmen zu vergeben, entsprechen jedoch nicht dem Prinzip des level playing field und können erhebliche Auswirkungen auf die Finanzmarktstabilität haben.

Furthermore, eligible Assets of ELTIFs should be extended with respect to closed-ended AIFs, currently not under the ELTIF-Regulation. Additionally, details for redemption rights should be implemented on level II.

### **4. Sollte die EU die Entwicklung von Privatplatzierungsmärkten auch durch Maßnahmen, die über die Förderung vom Markt ausgehender Bemühungen um gemeinsame Standards hinausgehen, unterstützen?**

Hier möchte die Deutsche Kreditwirtschaft auf die erfolgreiche und lang bewährte Praxis des deutschen Schuldscheindarlehen (SSD) verweisen.

Schuldscheindarlehen stellen für Unternehmen eine wichtige Finanzierungsalternative zu Anleihen und Krediten dar. Das Instrument steht für einen relativ geringen Transaktionsaufwand und ist damit sehr geeignet, kapitalmarktfähigen mittelständischen, aber auch großen Unternehmen einen einfachen, kostengünstigen sowie unkomplizierten Kapitalmarktzugang zu ermöglichen. Dies spiegelt sich auch in der internationalen Nachfrage der Investoren wider, die diese Anlageform vor allem aufgrund des langfristig sicheren, deutschen Rechtsrahmens sowie der darauf aufbauenden sehr schlanken und flexiblen Dokumentation (ca. 1-15 Seiten) zunehmend schätzen.

Der Schuldscheindarlehen-Markt hatte im Jahr 2014 ein Gesamtvolumen von 68,7 Mrd. EUR; 11,7 Mrd. EUR wurden im Jahr 2014 neu emittiert, (Capmarcon Studie, 2014) wovon ca. 60% nicht-börsennotierte Emittenten sind. Die Laufzeiten von Schuldscheindarlehen betragen ca. 2 bis 10 Jahre; die volumengewichtete durchschnittliche Laufzeit von Schuldscheindarlehen betrug im Jahr 2012 5,3 Jahre (Koller, 2014). Damit ist das Schuldscheindarlehen ein Instrument mit einem langfristigen Anlagehorizont, das der Realwirtschaft die Verwirklichung auch von langfristigen Investitionsprojekten ermöglicht.

Typische Investorengruppen sind institutionelle Investoren mit einem entsprechend langfristigen Anlagehorizont wie Versicherungen, Pensionskassen, Versorgungswerke, Vermögensverwalter, Sparkassen, Volksbanken und Raiffeisenbanken sowie auch nationale und internationale Geschäftsbanken.

In den letzten Jahren konnte eine zunehmende Internationalisierung der Investoren sowie der Emittenten im Schuldscheindarlehen-Markt verzeichnet werden. So wurden knapp 30 % aller Emissionen im Jahr 2012 (Koller, 2014) an ausländische Investoren platziert. Dass der Schuldscheindarlehensvertrag basierend auf deutschem Recht (BGB) dokumentiert wird, stellt kein Vermarktungshindernis dar - im Gegenteil. Gerade das deutsche Recht ermöglicht Investoren sowie Emittenten die sehr kostengünstige Dokumentation und Abwicklung.

Warum in einzelnen Mitgliedstaaten noch keine Private-Placement-Märkte entstanden sind, sollte einzeln und genau untersucht werden: Gründe können in fehlenden Investoren, verfügbaren anderen Finanzierungsalternativen oder Ablehnung auf der Kreditnehmerseite liegen. Das Fehlen eines europäischen Standards dürfte kaum der Grund sein und seine Entwicklung alleine wird Märkte nicht entstehen lassen. Zudem setzen Private Placements eine bestimmte – durch Marktreife natürlich nach unten verschiebbare – Mindestgröße der Platzierung voraus. Ein Ersatz für den kleinteiligen Bankkredit sind sie definitiv nicht.

Der im Grünbuch erwähnte und im Rahmen einer Marktinitiative formulierte Dokumentationsstandard (siehe Seite 13) ist erst seit Anfang 2015 im Markt, wurde für äußerst wenige Emissionen bisher verwendet und ist im Hinblick auf die Dokumentation (ab ca. 100 Seiten) äußerst umfangreich. Das gestaltet die Transaktion kostenintensiver und es fehlt an entsprechender Rechtssicherheit, die für Investoren ebenfalls von Bedeutung ist. Eine prioritäre Behandlung dieses Marktstandards oder gar eine EU-weite Standardsetzung sollte daher von Seiten der Kommission vermieden werden: Eine Erhöhung der Transaktionskosten beispielsweise durch erweiterte Transparenzanforderungen oder eine Ausdehnung des Rahmenwerkes würde den Zugang zu diesem Finanzierungsinstrument v.a. für Mittelständler erschweren. Schlank gestaltete Dokumentationen werden im Markt stark nachgefragt und sollen auch in Zukunft weiter verwendet werden können. Wir sprechen uns daher für die Berücksichtigung dieses Gesichtspunkts sowie für eine sorgfältige Abwägung regulatorischer Reformen in diesem nachhaltig, vor allem im Bereich der Mittelstandsfinanzierung, funktionierenden Segment aus.

**5. Welche weiteren Maßnahmen könnten dazu beitragen, den Zugang zu Finanzmitteln zu verbessern und die Mittel besser dorthin zu lenken, wo Kapitalbedarf besteht?**

Die Deutsche Kreditwirtschaft ist der Auffassung, dass sich das in Teilen der EU existierende Problem eines zu geringen Angebots an Finanzierungsmöglichkeiten vor allem aus der derzeit hohen wirtschaftlichen Unsicherheit und der eingeschränkten Leistungsfähigkeit der Bankensysteme in einigen Mitgliedstaaten sowie dem außergewöhnlichen Zinsumfeld infolge der extremen expansiven Geldpolitik der EZB erklärt. Damit eine Kapitalmarktunion ihre volle Wirkung entfalten kann, müssen sich also zunächst einmal die makroökonomischen Bedingungen verbessern und der Liquiditätsflut ein Ende gesetzt werden.

Um die Bereitschaft der Anleger/Unternehmen, Investitionen zu tätigen, wiederherzustellen, ist es demnach von zentraler Bedeutung, dass die EU und die einzelnen Mitgliedstaaten weitere Fortschritte bei der Lösung der zentralen wirtschaftspolitischen und strukturellen (Arbeitsmarktpolitik, Bildungspolitik etc.) Probleme erzielen. Private Investoren sind zudem auf eine leistungsfähige öffentliche Infrastruktur angewiesen. Hier gilt es, den öffentlichen Investitionsrückstand mit der neuen von der EU-Kommission ins Leben gerufenen europäischen Investitionsinitiative (Juncker-Plan) und anderen öffentlichen Förderprogrammen weiter abzubauen.

Überdies sind verlässliche und stabile rechtliche Rahmenbedingungen ein entscheidender Faktor dafür, dass die Finanzierung von Investitionen kostengünstig und reibungslos sichergestellt werden kann. In diesem Zusammenhang verweisen wir auf unsere Ausführungen zu Frage 1: Die teilweise eingeschränkte Leistungsfähigkeit der Bankensysteme resultiert nicht zuletzt aus dem gegenwärtig hohen

regulatorischen Umsetzungsdruck und sich daraus ergebenden verschlechterten Rahmenbedingungen für die Unternehmensfinanzierung durch Banken und Sparkassen. Die in der Antwort zur Frage 1 erläuterten Maßnahmen würden die von vielen Unternehmen bevorzugte Kreditfinanzierung erheblich verbessern und einen entscheidenden Anteil an der Verbesserung des Finanzierungsumfelds für kleine und mittlere Unternehmen ausmachen.

Darüber hinaus warnen wir vor der Erwartung, allein mit der Verbesserung von Zugangsvoraussetzungen Hindernisse für eine kapitalmarktbasierende Finanzierung abbauen zu wollen. Mit dem Börsensegment „Neuer Markt“ gab es in Deutschland in der Vergangenheit bereits eine spezifische Handelsplattform für junge Unternehmen aus Zukunftsbranchen. Die Erfahrung daraus hat gelehrt, dass Zugangserleichterungen allein nicht ausreichen. Alle Maßnahmen sollten darauf abzielen, vorhandene Qualitätsstandards zu erhalten. Nur so können Anleger das für ihre Investitionsentscheidungen erforderliche Vertrauen gewinnen.

Die ausgewogene Schaffung von Zugangserleichterungen für KMUs (z. B. Erleichterungen bei den Berichtspflichten) kann gleichwohl eine sinnvolle, flankierende Maßnahme sein, um die Unternehmensfinanzierung für Mittelständler über den Kapitalmarkt weniger aufwändig und kostengünstiger zu gestalten. Diesbezügliche Regelungen sollten aber unter Berücksichtigung der Gleichbehandlung der Emittenten entwickelt werden.

Mit Blick auf die Schaffung sinnvoller Synergieeffekte einer Bankfinanzierung auf der einen und dem Kapitalmarkt auf der anderen Seite, können Verbriefungen eine wichtige Rolle spielen, um die notwendige Verbindung herzustellen: it relies on bank expertise to originate and service receivables and mobilize capital markets for financing them.

Furthermore, European securitisations have shown a predominantly good performance in the past. Daher begrüßen wir auch die Überlegungen zur Schaffung eines nachhaltigen EU-Markts für hochwertige Verbriefungen („An EU framework for simple, transparent and standardised securitisation“), die zur Förderung von KMUs beitragen können. Unser Erachtens sollten in diesem Zusammenhang auch Kriterien entwickelt werden, welche die Einbeziehung von ABCP und synthetischen Verbriefungen ermöglichen.

Nach unseren Erkenntnissen sind synthetische Verbriefungen ein wichtiges Mittel der Finanzwirtschaft, um Risiken zu übertragen und damit Kapazitäten für die weitere Kreditvergabe an Unternehmen zu schaffen. Sie spielen damit auch eine große Rolle für die Finanzierung der Realwirtschaft. Mittels ABCP können sich die Unternehmen über den Verkauf eigener Forderungen zusätzliche Finanzierungsquellen erschließen.

Auf jeden Fall dürfen die aktuell auf europäischer und internationaler Ebene diskutierten Kriterien für High-Quality-Verbriefungen (siehe die unterschiedlichen Kriterienkataloge bei EBA, BCBS, IOSCO) nicht zu Inkonsistenzen in der Regulierung / zu Wettbewerbsverzerrungen führen. Dies sollte die Kommission bei ihrer parallel zum Grünbuch laufenden Konsultation soweit wie möglich berücksichtigen.

**6. Sollten Maßnahmen ergriffen werden, um die Liquidität der Märkte für Unternehmensanleihen z. B. durch eine stärkere Standardisierung zu stärken? Falls ja, welche Maßnahmen sind notwendig; können diese vom Markt selbst erreicht werden oder erfordern sie Regulierungsmaßnahmen?**

Liquidität an Anleihemärkten entsteht vor allem durch großvolumige Anleihen, die in der Regel nur von größeren Unternehmen emittiert werden. Diese Anleihen ermöglichen institutionellen Investoren ein Investment; bei kleinteiligeren Emissionen ist der Rechercheaufwand in der Regel zu groß. Zudem ist für

Emissionen mit kleinerem Volumen eine professionelle Begleitung (große, leistungsstarke Emissionsbegleiter, Market Making, professionelle Kommunikation) aufwandsmäßig kaum darstellbar. Auch dies hält institutionelle Investoren ab. Standardisierung hilft an diesen Stellen nicht weiter.

**7. Muss die EU über die Unterstützung der Entwicklung von Leitlinien durch den Markt hinaus tätig werden, um Standardisierung, Transparenz und Rechenschaftspflicht im Zusammenhang mit Umwelt-, Sozial- und Corporate-Governance-Investitionen, einschließlich „grüner Anleihen“, zu fördern?**

Die Richtlinie zum Reporting von „Non-Financials“ (2014/95 (EU) wurde bereits verabschiedet und wird nach Inkrafttreten der nationalen Umsetzung ab Januar 2017 bei Unternehmen (ab 500 Mitarbeitern, von öffentlichem Interesse) zu einer verpflichtenden Berichterstattung ökologischer, sozialer und *Governance (Policies, Guidelines, Codes etc.)*-Kennzahlen führen. Damit werden zukünftig bereits wichtige ESG-Kennzahlen sowie Kontroversfälle (*human rights, anticorruption and bribery issues, and diversity in their board of directors etc.*) transparent kommuniziert und allen *Stakeholdern* zugänglich sein. SRI-Investoren und v. a. SRI-Ratingagenturen, die diese ESG-Faktoren im Rahmen ihres *Assessments* benötigen, erhalten damit bereits nach heutigem Stand ausreichend Informationen. Durch die auf den Weg gebrachte Richtlinie wird eine weitere Standardisierung und damit effizientere SRI-Bewertung ermöglicht, so dass von weiteren regulatorischen Maßnahmen in diesem Bereich abgesehen werden kann. Der SRI-Markt wächst bereits auf freiwilliger Basis exponentiell (61% Wachstum 2012-2014, GSIA 2014) – auch ohne regulatorische Anforderungen. Im Sinne einer intrinsisch motivierten Verantwortungskultur am Kapitalmarkt sollten gerade solche Marktbewegungen nicht durch weitere Regulatorik belastet werden, die oft zu einer *box-ticking-mentality* führen und eine grundsätzliche Auseinandersetzung mit dem Thema Verantwortung konterkarieren.

**8. Wäre es sinnvoll, einen gemeinsamen EU-Rechnungslegungsstandard für kleine und mittlere Unternehmen, die an einem MTF notiert sind, zu erarbeiten? Sollte ein solcher Standard Merkmal der KMU-Wachstumsmärkte werden? Falls ja, unter welchen Voraussetzungen?**

Für eine gute Funktionsweise des europäischen Binnenmarktes sind kapitalmarktorientierte Unternehmen seit 2005 dazu verpflichtet, bei der Aufstellung ihrer konsolidierten Abschlüsse die internationalen Rechnungslegungsstandards IFRS anzuwenden; hier ist eine Vergleichbarkeit der Abschlüsse bereits gegeben.

Aus Sicht der Deutschen Kreditwirtschaft scheint eine weitergehende Harmonisierung der Rechnungslegung für kleine und mittlere Unternehmen in Europa zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht sinnvoll, da die gesamte Governance- und Regulierungsstruktur innerhalb der Europäischen Union nicht harmonisiert ist. So sind beispielsweise die Besteuerung, Management-Entlohnung, Gewinnverwendung, Kapitalerhaltungsregeln und die *Covenants* bei Kreditverträgen in den Mitgliedstaaten der EU nicht einheitlich geregelt. Da die mittelständische Wirtschaft ihre Rechnungslegung aber gerade an derartigen Vorgaben ausgerichtet, ist die Rechnungslegung in Europa bis zum heutigen Tage sehr heterogen. Größere Probleme ergeben sich auch hinsichtlich der nicht harmonisierten Rechtsformen und der damit verbundenen Bilanzierung von Eigenkapital. Solange sich die rechtlichen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in Europa so wesentlich unterscheiden, müssen kleinere und mittlere Unternehmen mit ihrer Rechnungslegung auf die landesspezifische Governance-Struktur reagieren können; andernfalls würden sich ökonomisch bedenkliche Friktionen ergeben. Die Harmonisierung der Rechnungslegung kann daher nur am Ende eines Harmonisierungsprozesses stehen und nicht an deren Anfang. Die Anwendung eines einheitlichen IFRS-Rechnungslegungsstandards für kleine und mittlere Unternehmen halten wir daher zum jetzigen Zeitpunkt nicht für zielführend. Ebenso lehnen wir die Entwicklung eines eigenen / neuen EU-Rechnungslegungsstandards für KMU-Wachstumsmärkte ab.

**9. Bestehen Hindernisse für die Entwicklung angemessen regulierter Plattformen für „Crowdfunding“ oder Peer-to-Peer-Darlehen, einschließlich Hindernissen für grenzüberschreitende Transaktionen? Falls ja, wie sollten diese angegangen werden?**

Überlegungen, die der Stärkung der *Crowdfunding*-Idee dienen, sind aus volkswirtschaftlicher, insbesondere wachstumspolitischer Sicht, verständlich. Aus der Sicht potenzieller Gründer ist die Versorgung mit Finanzierungsmitteln gerade in frühen Phasen der Unternehmung eine große Herausforderung. Bei aller Euphorie ist jedoch darauf hinzuweisen, dass viele Aspekte des *Crowdfunding* hinsichtlich Funktionsweisen, Chancen, Risiken, aber auch Kontrolle oder Regulierung aufgrund mangelnder Erfahrungen, Statistiken und Historie (noch) unzureichend erforscht sind.

Aus Anlegersicht handelt es sich bei *Crowdfunding* um ein Hochrisikoinvestment, bei dem ein Totalverlust des eingesetzten Kapitals drohen kann. Aus Risikosicht ist es dabei unerheblich, ob es sich rechtlich um ein Kredit- oder Eigenkapitalprodukt handelt. Daher ist eine entsprechende Risikoauflärung der Anleger aus Sicht der Deutschen Kreditwirtschaft elementar.

Angesichts der Komplexität der Investitionen im *Crowdinvesting* und der gängigen Praxis stellt sich auch die Frage, ob die Investoren aus der *Crowd* das zugrundeliegende Risiko einer Investition anhand der kommunizierten Unternehmensbewertung und weiteren Informationen stets korrekt einschätzen und tragen können. Informationsasymmetrien gegenüber dem *Crowdfunding*-Initiator und mögliche Betrugsrisiken erschweren Anlegern die Risikoeinschätzung des zu finanzierenden Projekts. Zudem übernehmen die Betreiber der *Crowdfunding*-Plattformen keine Haftung für die Richtigkeit der Angaben zum Finanzierungsvorhaben. Um dem Anleger eine einfache und möglichst zuverlässige Einschätzung des Risikos zu vermitteln, müssen die tragenden Gründe für die vorhandene Beurteilung des Risikogehaltes eines Finanzierungsprojektes durch die Plattform für den Kleinanleger transparent gemacht werden. Im Interesse des Anlegerschutzes muss daher die Vergleichbarkeit der Schutzmaßnahmen für Investoren mit anderen Anlageformen gewahrt sein. Wir halten es daher für sinnvoll, dass die Plattform – Schwellenwert abhängig – ein Kurzinformationsblatt und bei größeren Beträgen einen Prospekt erstellt.

Es darf auch nicht der Eindruck erweckt werden, dass Investitionen in *Crowdfunding*-Projekte mit der Sicherheit einer Bankeinlage vergleichbar wären. Insbesondere unter Berücksichtigung des aktuell niedrigen Zinsniveaus, das die Gefahr von Fehlallokationen und Blasenbildungen birgt, ist es wichtig, die Förderung von *Crowdfunding* nicht dem Anlegerschutz überzuordnen. Bestehende Umgehungsstrukturen und Regelungslücken müssen deshalb beseitigt werden. Überdies ist eine vergleichsweise enge Gestaltung der Einzelanlagenschwellenwerte für die Befreiung von der Prospektpflicht notwendig. Hierdurch soll einerseits dem Schutz des *retail client* und andererseits dem Interesse des kapitalsuchenden, „jungen“ Unternehmens Rechnung getragen werden. Eine europaweit einheitliche Regulierung von *Crowdfunding* lehnen wir jedoch ab: Sie birgt aus Sicht der Deutschen Kreditwirtschaft die Gefahr, dass sie den unterschiedlichen Bedarfslagen nicht gerecht werden und die Wirtschaftsentwicklung eher bremsen würde.

**10. Welche politischen Maßnahmen könnten institutionelle Anleger dazu motivieren, höhere Summen einzusammeln und diese in eine breitere Palette von Vermögenswerten, insbesondere langfristige Projekte, KMU und innovative, wachstumsintensive Startups, zu investieren?**

Zur Förderung gerade eines grenzüberschreitenden und langfristig orientierten Kapitalverkehrs sind aus Investorensicht v. a. stabile Rahmenbedingungen bedeutend. Dabei sind neben Regulierungsvorhaben auch langfristig angelegte Förderungen, insbesondere zur Anschubfinanzierung, entscheidend.

Zu beachten ist ebenfalls, dass vor allem die angesprochenen Asset-Klassen eine besondere (Risikomanagement-)Expertise benötigen und nicht standardisiert werden können, sondern pro Projekt beurteilt und betreut werden müssen - weshalb auch standardisierte Risiko-/Scoringtools keine Anwendung finden (siehe auch Frage 2). Dies setzt unterschiedliche Geschäftsmodelle voraus, die es in Europa unter Beachtung von Wettbewerbsaspekten zu fördern gilt. Bestimmte Gruppen von Investoren sollten daher nicht in ihren Anlagebedingungen bevorteilt werden. Soweit institutionelle Anleger als Anbieter von Finanzierungen in Betracht gezogen werden, ist es erforderlich, bei der Regulierung auf ein *level playing field* zu achten, um dieses alternative Finanzierungssystem abzusichern. Weniger stark bis nicht regulierte Investoren [*Directlending* über (alternative) Kreditfonds, Plattformen etc.] sind entsprechend in die Überlegungen einzubeziehen.

Insbesondere Investitionen in kleinere Unternehmen sind allerdings für große Kapitalsammelstellen aufgrund des notwendigen Rechercheaufwands kaum attraktiv. Eigen- wie Fremdkapitalinvestitionen in KMU und Start-ups setzen eine enge Beziehung und Begleitung der Unternehmen voraus. Dies ist typischerweise nur durch Banken (Fremdkapital) bzw. Wagniskapitalgeber wie Venture Capital Fonds oder Business Angel (Eigenkapital) leistbar.

Darüber hinaus möchten wir darauf hinweisen, dass die langfristige Finanzierung von Industrie-, Infrastruktur- und Immobilienprojekten sowie von Flugzeugen, Schiffen und sonstigen Vermögensgegenständen durch die Überarbeitung der Eigenkapitalanforderungen für Verbriefungen, die im Dezember 2014 vom Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht verabschiedet wurde, gefährdet wird. Die genannten Projekte oder Objekte werden häufig über Strukturen refinanziert, die bei isolierter Betrachtung die Voraussetzungen der Verbriefungsdefinition in Art. 4 Abs. 61 CRR erfüllen. Dies ist dann der Fall, wenn die Refinanzierung in mehreren Tranchen erfolgt, die untereinander in einem Rangverhältnis stehen. Hat bei einem Ausfall des Kreditnehmers der Nachranggläubiger keine Möglichkeit, seine Ansprüche geltend zu machen (sog. „Non-cross default“), so müsste er die anfallenden Verluste tragen.

Im Gegensatz zu „echten“ Verbriefungen wird jedoch bei diesen „Spezialfinanzierungen“ kein Risiko übertragen. Dies ist aber Voraussetzung dafür, dass eine Transaktion einer der beiden in der CRR genannten Formen von Verbriefungen zugeordnet werden kann. Im Rahmen einer „traditionellen Verbriefung“ (Art. 242 Abs. 10 CRR) wird das Risiko über den Verkauf der Forderungen an eine Zweckgesellschaft übertragen (sog. „True sale“). Bei einer synthetischen Verbriefung erfolgt der Transfer durch den Einsatz von Kreditderivaten (Art. 242 Abs. 11 CRR). Beides ist bei den erwähnten „Spezialfinanzierungen“ nicht gegeben. Entsprechend wird in Erwägungsgrund 50 der CRR in Bezug auf die Verbriefungsdefinition klargestellt, dass eine Risikoposition, die für ein Geschäft oder eine Struktur eine direkte Zahlungsverpflichtung aus der Finanzierung oder dem Betrieb von Sachanlagen schafft, nicht als Risikoposition in einer Verbriefung gilt, selbst wenn die Zahlungsverpflichtungen aufgrund des Geschäfts oder der Struktur einen unterschiedlichen Rang haben.

In Tz. 2 der Baseler Empfehlungen zur Eigenkapitalunterlegung von Verbriefungen („Revisions to the securitisation framework“ vom 11. Dezember 2014) legt der Baseler Ausschuss nun nahe, dass eine Verbriefung dann vorliegt, wenn ausschließlich der nachrangigen Tranche Verluste zugewiesen werden können. Hierdurch besteht die Gefahr, dass „Spezialfinanzierungen“, die über eine „Non-cross-default“-Klausel verfügen, als Verbriefungen angesehen werden müssen. Erschwerend kommt noch hinzu, dass „Spezialfinanzierungen“ aufgrund ihrer besonderen Eigenschaften (z. B. kein „true sale“, geringe Granularität) wahrscheinlich keine Chance hätten, sich als „einfache, standardisierte und transparente Verbriefungen“ zu qualifizieren, für die unter Umständen geringere Eigenkapitalanforderungen gelten. Dadurch besteht die Gefahr, dass die Kapitalanforderungen für diese Transaktionen deutlich ansteigen und sich somit die Vergabe von langfristigen Krediten zur Finanzierung der oben genannten Projekte verringert oder zu ungünstigeren Konditionen erfolgt. Hierdurch würden die Ziele, welche die EU-Kommission im Rahmen der Schaffung der Kapitalmarktunion verfolgt, konterkariert. Entsprechend sollte

bei der Umsetzung der neuen Baseler Regelungen – die jedoch frühestens 2018 in Kraft treten sollen – darauf geachtet werden, dass „Spezialfinanzierungen“ nicht nach den Regelungen für Verbriefungen behandelt werden müssen.

**11. Durch welche Maßnahmen könnten die Kosten der Fondsverwalter für die Errichtung und den Vertrieb von Fonds in der EU verringert werden? Aufgrund welcher Hindernisse ist es für Fonds schwierig, Skaleneffekte zu erzielen?**

The charges raised by national supervisory authorities (NSAs) for listing and/or passporting investment funds such as UCITS, ongoing costs for periodical reporting to the regulator as applicable and the costs for amending of the legal documents could be decreased.

The obligations for publication of legal documents should be reduced. Furthermore cross-border marketing would be easier if the home country NSA of an UCITS would be responsible for all cross-border distribution matters. The standard of the passporting process could be a good example for this simplification.

**12. Sollte im Zusammenhang mit Investitionen in die Infrastruktur mit bestimmten, eindeutig zu ermittelnden Teilkategorien von Vermögenswerten gearbeitet werden? Falls ja, welche Kategorien sollte die Kommission bei künftigen Überprüfungen der aufsichtsrechtlichen Vorschriften (z. B. im Rahmen von CRD IV/CRR oder Solvabilität II) prioritär behandeln?**

./.

**13. Würden die Einführung eines standardisierten Produkts oder die Beseitigung bestehender Hindernisse für den grenzüberschreitenden Zugang den Binnenmarkt für die Altersvorsorge stärken?**

Zu Recht wird im Grünbuch die zunehmende Bedeutung kapitalgedeckter Systeme für die Altersvorsorge herausgestellt. In einer Vielzahl von Mitgliedstaaten wird der Aufbau eines persönlichen Altersvorsorgevermögens auch staatlich gefördert. Meist bestehen die Fördersysteme bereits seit mehreren Jahren oder Jahrzehnten mit unterschiedlichen Ausprägungen bei den Fördervoraussetzungen und Anforderungen an die Produktmerkmale. Diese Unterschiede liegen insbesondere darin begründet, dass mit der staatlichen Förderung nationale wirtschafts- und sozialpolitische Maßnahmen verfolgt werden, die sowohl der Notwendigkeit für ein grenzüberschreitendes Angebot als auch einer entsprechenden Nachfrage entgegenstehen. Eine Neuorganisation wäre, wie im Grünbuch angemerkt, mit einem „Austausch bewährter Verfahren“ verbunden. Es besteht die Gefahr, dass ein Systemwechsel in diesem – in Deutschland streng regulierten – Bereich bestehende kapitalgedeckte Systeme gefährdet. Allein in Deutschland mit rund 16 Mio. geförderten privaten Altersvorsorgeverträgen würde durch eine europäische Standardisierung der privaten Altersvorsorge zudem eine unnötige Parallelwelt entstehen und eine Verunsicherung der Arbeitnehmer bzgl. ihrer bestehenden Verträge provoziert werden. Insoweit spricht sich die Deutsche Kreditwirtschaft gegen eine europaweite Neuorganisation oder Standardisierung der Modelle der kapitalgedeckten privaten und betrieblichen Altersvorsorge aus. Sollte eine Harmonisierung der gesetzlichen und betrieblichen Altersvorsorge auf EU-Ebene gewünscht sein, wären die Harmonisierung von Steuer- und Arbeitsrecht auf EU-Ebene hierfür Voraussetzung.

- 14. Könnten Änderungen der Verordnungen über Risikokapitalfonds und Fonds für soziales Unternehmertum es den Verwaltern größerer Fonds erleichtern, solche Arten von Fonds zu betreiben? Welche sonstigen Änderungen sollten gegebenenfalls vorgenommen werden, um die Anzahl dieser Arten von Fonds zu erhöhen?**

./.

- 15. Wie kann die EU weitere Möglichkeiten für die Bereitstellung von Beteiligungs- und Risikokapital als alternativer Finanzierungsquelle für die Wirtschaft schaffen? Welche Maßnahmen könnten das Volumen von Risikokapitalfonds steigern und die Ausstiegsmöglichkeiten für Risikokapitalgeber verbessern?**

Eine stärkere finanzielle Förderung über EU-Finanzinstrumente im Rahmen von EU-Förderprogrammen erscheint in diesem Fall sinnvoll. Die effiziente Verwendung von Fördermitteln stellt eine nicht zu vernachlässigende Möglichkeit dar, strukturelle Veränderungsprozesse zu initiieren, Wachstum und Innovation zu fördern. Die etablierte Risikoteilung zwischen öffentlichen und privaten Kapitalquellen wirkt in Krisensituationen finanzmarktstabilisierend.

Erste Neugründungen von Förderbanken außerhalb Deutschlands im Jahr 2014 signalisieren, dass Förderbanken als ein wichtiger Finanzmarktakteur im aktuellen wirtschaftspolitischen Kontext erkannt wurden.

Zudem könnten mehr Anreize geschaffen werden, mehr Kapital von vermögenden Privatpersonen und Unternehmen zu mobilisieren. In den Mitgliedstaaten müssen entsprechende steuerliche Regelungen eine Investition in Risikokapitalfonds attraktiver machen.

Für Wagniskapital-Geber ist es wichtig, dass sie ihre Anteile zu einem späteren Zeitpunkt wieder veräußern können („Exit“). In diesem Kontext können auch entsprechende Angebote an Börsen hilfreich sein, sofern die Rahmenbedingungen für Anleger und Emittenten stimmen. Häufig existieren entsprechende Börsensegmente schon.

- 16. Gibt es Hindernisse für eine sichere Ausweitung der Direktkreditvergabe durch Banken und Nichtbanken an Unternehmen mit Finanzierungsbedarf?**

Mit Blick auf die aktuelle Bankenregulierung (Basel III bzw. die europäische Umsetzung mittels CRD IV/CRR) muss sichergestellt werden, dass die bestehenden Vorteile insbesondere bei der Anrechnung von Krediten an KMU erhalten bleiben und keine neuen Regelungen eingeführt werden, die zu Nachteilen für die Finanzierung dieser Unternehmen führen:

- Dauerhafte Beibehaltung des KMU-Skalierungsfaktors nach Art. 501 CRR

Mit Rückgriff auf die Empirie leitet sich die Forderung nach einer Beibehaltung der Eigenmittelunterlegung für Adressenausfallrisiken bei KMU-Krediten ab. Um die effektive Eigenkapitalunterlegung für KMU-Kredite (d. h. Unternehmenskredite im Mengengeschäft) auf dem bestehenden Niveau (d. h. 6 %) beizubehalten, sieht die CRR die Zwischenschaltung eines Skalierungsfaktors i. H. v. 0,7619 vor. Dieser Korrekturfaktor für KMU-Kredite ist dauerhaft beizubehalten.

- Grundlegende Überarbeitung der *Net Stable Funding Ratio*

Die in den Vorschlägen des Baseler Ausschusses vorgesehene *Net Stable Funding Ratio* sieht vor, dass für direkt vergebene, lang laufende Kredite im Vergleich zu Forderungen aus Anleihen sowie kurz laufenden Krediten höhere passivseitige Refinanzierungsanforderungen erfüllt werden müssen. Dies wirkt nachteilig auf die realwirtschaftlich wichtigen Unternehmenskredite mit langer Laufzeit bzw. langfristiger Zinsbindung, insbesondere benachteiligt es die Fremdfinanzierung der KMU. Mit Blick auf Art. 510 CRR sollte die verbindliche Einführung einer langfristigen Refinanzierungskennziffer sehr kritisch geprüft werden.

- Praxistaugliche Gestaltung der Anrechnung von mit Immobilien besicherten Krediten

Eine zentrale aufsichtsrechtliche Komponente bei den Vergabespielräumen bzgl. KMU-Krediten sind Immobilien als Kreditsicherheiten. Deren Handhabung wird abhängig von dem im jeweiligen Institut umgesetzten Verfahren in Art. 124 CRR und Art. 199 CRR geregelt. Nach dem in Art. 124 CRR geregelten Kreditrisikostandardansatz wird bei durch Grundpfandrechten auf Wohnimmobilien besicherten Risikopositionen ein Risikogewicht von 35 % und bei Besicherung durch Gewerbeimmobilien von 50 % festgesetzt. Bei Verwendung des IRBA werden Immobilien als Kreditsicherheit anerkannt. Die in beiden Ansätzen enthaltenden Privilegierungen führen im Ergebnis zu vergleichbaren Eigenmittelanforderungen. Diese Privilegierungsmöglichkeiten erhöhen die Kreditverfügbarkeit für KMU sowohl aus Perspektive aufsichtsrechtlicher Eigenmittelanforderungen als auch aus bankbetrieblicher Risikosicht entscheidend und dürfen daher nicht zur Disposition stehen. Sollten Immobilien nicht länger und hinreichend umfangreich aufsichtsrechtliche Anerkennung finden, droht eine erhebliche angebotsseitige Einschränkung an KMU-Krediten.

- Negative Auswirkungen auf die langfristige Mittelvergabe durch das aktuell diskutierte Wertminderungsmodell IFRS 9 (expected loss, Impairment) sind zu prüfen und bei der Umsetzung zu vermeiden.
- Befreiung des Förderkreditgeschäfts von der Anrechnung auf die *Leverage Ratio*

Die Zurechnung der Förderkredite zur Berechnungsgrundlage der *Leverage Ratio* führt zu einem höheren Kapitalbedarf bei den Förderbanken und den vermittelnden Instituten. In Folge der drohenden Mehrfachbelastung von Förderkrediten wären die Kreditinstitute gezwungen, ihre Aktivitäten im Fördermittelgeschäft zu begrenzen. Somit würde, entgegen der eigentlichen Zielsetzung, der Zugang zu Finanzierungsformen nicht verbessert, sondern eher gefährdet.

Bei der Direktkreditvergabe durch Nicht-Banken, die weniger stark reguliert sind als Banken, sollte beachtet werden, dass hierdurch neue Risiken geschaffen werden können.

## 17. Wie kann die grenzübergreifende Beteiligung von Kleinanlegern an OGAW erhöht werden?

Gemäß den Vorschlägen von ESMA sollen die *Product-Governance*-Pflichten für Produkthersteller und den Vertrieb nicht nur für aktive Vertriebsphasen im Rahmen der Erstplatzierung und für das Beratungsgeschäft gelten, sondern ausdrücklich für alle Sekundärmarkt-Aktivitäten einschließlich *execution only*-Transaktionen. Damit würden erhebliche bürokratische Kosten auf die bloße Orderausführung am Markt zukommen. Die für Anleger bisher günstigen Transaktionskosten würden sich erhöhen, so dass potentiell weniger Kleinanlegern der Kapitalmarktzugang ermöglicht wird. Denn ein regelmäßiges Reporting jedes einzelnen vertreibenden Instituts an potenziell alle Emittenten auf den Märkten während der gesamten Laufzeit der Instrumente würde den Aufbau einer noch nicht bestehenden Infrastruktur mit unzähligen bilateralen Beziehungen zwischen Emittenten und vertreibenden Instituten voraussetzen.

Zu befürchten ist, dass eine solche Regelung dazu beitragen wird, den Zugang zur Wertpapieranlage zu erschweren, sei es durch Kostensteigerung oder generell durch eine Einschränkung der angebotenen Produktpalette. Diese zusätzliche bürokratische Belastung ohne klare Schutzwirkung konterkariert nicht zuletzt auch eine Stimulierung grenzüberschreitender Kapitalflüsse, die ebenfalls im Fokus der von der Kommission angestrebten Kapitalmarktunion stehen.

**18. Wie können die ESA noch stärker zum Verbraucher- und Anlegerschutz beitragen?**

Nach unserer Einschätzung ist die Rolle der ESA auf dem Gebiet des Verbraucherschutzes grundsätzlich auf die Überwachung und Einhaltung der rechtlichen Vorgaben beschränkt (vgl. Artikel 9 der jeweiligen ESA-Verordnung). An dieser marktbeobachtenden Rolle sollte sich nichts ändern. Im Bereich des Verbraucherschutzes existieren sowohl auf europäischer als auch auf nationaler Ebene bereits so detaillierte Vorgaben, so dass nach unserer Einschätzung deshalb insoweit kein Bedarf für weitere durch die ESAs definierte Standards besteht. Zusätzliche Vorgaben durch die ESAs würden dagegen zu Abgrenzungsproblemen führen und dem Gewaltenteilungsprinzip widersprechen.

Darüber hinaus sollten Tätigkeit und Aufgaben der bestehenden europäischen Aufsichtsbehörden im Rahmen der Kapitalmarktunion überprüft werden. Ausbaufähig ist insbesondere die Zusammenarbeit und Abstimmung zwischen den Aufsichten. Regelsetzer sollten frühzeitig Interdependenzen mit und Auswirkungen auf andere Regulierungsbereiche prüfen sowie sich mit anderen Standardsetzern (z. B. IASB) austauschen.

Zudem sollten sämtliche Maßnahmen der ESA zwingend zur Konsultation gestellt werden, einschließlich derer, die keine unmittelbare Bindungswirkung haben (z. B. Leitlinien, Empfehlungen und Stellungnahmen), da von diesen Maßnahmen eine hohe faktische Bindungswirkung ausgeht. Die Veröffentlichung von nicht zuvor konsultierten FAQ durch Aufsichtsbehörden führt mittel- bis langfristig zur Aufgabe regulatorischer Systematik und Zufallsergebnissen. FAQ schaffen daher im Ergebnis nicht mehr sondern weniger Rechtssicherheit.

Es gilt, Rechtsunsicherheiten bei den Marktteilnehmern hinsichtlich der Auslegung von Normen zu vermeiden. Nachträgliche Anpassungen durch die ESA verursachen erhebliche Anpassungskosten.

Nicht zuletzt sollten die ESA bei Maßnahmen unterhalb der *Level 1*-Regulierung besser prüfen, welche Gesamtauswirkungen und Wechselwirkungen sich ergeben. So ziehen sich insbesondere im Wertpapiergeschäft Institute zurück und bieten ihren Kunden zunehmend weniger Produkte und Dienstleistungen an. Marktzugang und Angebot für Kleinanleger werden deutlich eingeschränkt. Die Umsetzung von MiFID II wird diesen Trend aller Voraussicht nach noch verstärken.

Ferner sollten die ESA besser drauf achten, mit ihren Maßnahmen im Rahmen der *Level 1*-Gesetzgebung zu bleiben und damit dem politischen Willen von Europäischem Parlament, Rat und Kommission zu entsprechen.

**19. Welche Maßnahmen könnten Kleinanleger zur Ausweitung ihrer Anlagetätigkeit veranlassen? Was könnte sonst noch getan werden, um den Bürgerinnen und Bürgern der EU beim Zugang zu den Kapitalmärkten mehr Kontrolle zu geben und sie besser zu schützen?**

Wertpapiere sind ein wichtiger Bestandteil für einen ausgewogenen Vermögensaufbau und gerade in Zeiten der Niedrigzinsphase (auch für die Altersvorsorge) unerlässlich. Von großer Bedeutung für den Kapitalmarktzugang von Kleinanlegern ist daher eine angemessene Beratung, die Kleinanlegern oft erst die wichtige Rolle von Kapitalmarktprodukten erklärt.

Das Wertpapiergeschäft der Banken und Sparkassen ist Gegenstand einer Vielzahl von Regulierungen, die alle einem verbesserten Anleger- beziehungsweise Verbraucherschutz dienen sollen. Diese Regelungen zeigen jedoch eine Reihe von unbeabsichtigten und negativen Auswirkungen, die letztlich dazu führen, dass mit den Kleinanlegern wichtige Kapitalgeber dem Kapitalmarkt fern bleiben:

Der anhaltende „Regulierungsorkan“ treibt Banken und Sparkassen zunehmend aus der Wertpapierberatung. Den Schaden haben die Anleger, die überhaupt nicht mehr oder schlechter informiert in wertpapierbasierte Anlageprodukte investieren. Dieser Effekt widerspricht der vermögenspolitischen Zielsetzung, Aktien/Wertpapiere als festen Bestandteil des langfristigen Vermögensaufbaus zu etablieren und im Ergebnis auch einer der Zielsetzungen der Kapitalmarktunion, wirksamere und effizientere Kapitalmärkte zu schaffen.

Wirksamer Anlegerschutz wird durch eine Fülle an Informationen ins Gegenteil verkehrt. Überzogene Formalismen machen eine Investition der Anleger nicht attraktiver, sondern verstärken die Tendenz, dass die Banken und Sparkassen sich aus ihrer Mittlerfunktion zurückziehen. Denn auf Seiten der Institute führen unkoordinierte Mehrfachregulierungen zu deutlich höheren Kosten und Haftungsrisiken. Sie wirken sich nachteilig insbesondere für kleinere Institute aus, die sich den damit verbundenen höheren Aufwand dauerhaft nicht leisten können.

Nationale Besonderheiten werden auf europäischer Regulierungsebene nicht immer hinreichend berücksichtigt. So beabsichtigt ESMA z. B. die Anforderungen an die Qualitätsverbesserung von Zuwendungen auf *Level 2* derart zu verschärfen, dass sie zu einem „faktischen Provisionsverbot“ führen. Dies hätte extrem nachteilige Auswirkungen insbesondere für Kleinanleger. In Deutschland sind Zuwendungen anerkannt, die auf den Erhalt der Wertpapierberatung abzielen („Infrastrukturmaßnahmen“). Das ist der Schlüssel für das umfangreiche, qualitativ hochwertige Beratungsangebot im deutschen Markt (über 155.000 Anlageberater in Deutschland, sehr geringes Beschwerdeaufkommen). Ein faktisches Provisionsverbot würde erhebliche Einschränkungen im Beratungsangebot, insbesondere in ländlichen Regionen und für Kunden geringerer Einkommensschichten, die in besonderem Maße auf Unterstützung bei der Finanzplanung/Vorsorge angewiesen sind, nach sich ziehen (Bsp.: Großbritannien: seit Einführung des Provisionsverbotes 60% weniger Bankberater).

Die Deutsche Kreditwirtschaft fordert daher:

- Eine Regulierung mit „Augenmaß“ - Regulierung muss sich an den tatsächlichen Verhältnissen im Markt orientieren und für die Verbraucher sinnvolle Verbesserungen schaffen. In der aktuellen Ausgestaltung wirkt die Regulierung vielfach „wie ein Bremsklotz“ für das Wertpapiergeschäft; ohne erkennbaren Mehrwert für den Kunden;
- Auswirkungsstudien auf europäischer Ebene („impact assessments“) zu den Konsequenzen und nationalen Auswirkungen einzelner Regulierungsvorhaben: Die Auswirkungen für den Zugang von Anlegern zum Kapitalmarkt und der tatsächliche Kundennutzen der Regelungen (z. B. Auswirkung eines faktischen Provisionsverbots auf die nationalen Märkte / für die Kunden durch *Level 2*-Maßnahmen der ESMA) sind dabei zu berücksichtigen. Nationale Besonderheiten – wie ein funktionierender Beratungsmarkt – sind ebenfalls stärker zu berücksichtigen / nationale Auswirkungen von Regulierungsmaßnahmen sind im Vorfeld (eingehender) zu analysieren.
- Regulierungsvorschläge/-vorhaben besser aufeinander abstimmen (Stichwort: „regulatory consistency“ – siehe z. B. die unterschiedlichen / nicht harmonisierten Anforderungen an die Kostentrans-

parenz im Bereich MiFID II, UCITS und PRIIPs). Insbesondere ist bei den nachgelagerten Rechtsakten zu MiFID II sicherzustellen, dass eine unbürokratische Beratung von Kleinanlegern weiterhin praktikabel bleibt.

Aus Sicht der Deutschen Kreditwirtschaft können überdies die folgenden konkreten Maßnahmen dazu beitragen, den Zugang von Kleinanlegern zum Kapitalmarkt zu verbessern:

- Mit MiFID II wird auch auf europäischer Ebene ein Beratungsprotokoll („suitability report“) eingeführt. Der Kunde sollte eine Verzichtsmöglichkeit erhalten. Diese könnte an bestimmte Bedingungen geknüpft werden, z. B. an die „Finanzqualifikation“ des Anlegers. Im Versicherungsrecht existiert eine solche Möglichkeit bereits, und zwar ohne Einschränkungen. Die Möglichkeit, auf die Dokumentation des Beratungsgesprächs zu verzichten, entspricht dem Willen vieler Bankkunden. Gerade erfahrenere Kunden beklagen immer wieder die Abkehr vom mündigen Bürger; Sie kritisieren die fehlende Verzichtsmöglichkeit als „Zwangsbeglückung“, die einem schnellen Geschäftsabschluss unnötig im Wege steht (Stichwort: Weglaufen der Kurse).
- MiFID II führt eine Sprachaufzeichnungspflicht für telefonische Wertpapieraufträge ein. In der Konsequenz wird möglicherweise nicht nur die Order, sondern auch die Beratung aufzuzeichnen sein. Aufgrund des parallel zu erstellenden „suitability reports“ droht eine „Doppelprotokollierung“. Dies gilt es unbedingt zu verhindern.
- Überdies stellen die überhöhten Anforderungen der ESMA auf *Level 2*-Ebene an die Zulässigkeit der provisionsbasierten Anlageberatung die Entscheidung des europäischen Gesetzgebers, die Wahlmöglichkeit zwischen provisionsbasierter Anlageberatung und Honoraranlageberatung zu erhalten, in Frage. Auf *Level 2* sollte klargestellt werden, dass die Ermöglichung eines erleichterten Zugangs zur Anlageberatung durch Zuwendungen als qualitätsverbessernd gilt.
- Ein weiterer wichtiger Aspekt zur Förderung des europäischen *Retail*-Segments am Kapitalmarkt sind die finanziellen Grundkenntnisse: Eine verantwortungsvolle Kapitalanlagepraxis setzt das notwendige Wissen über wirtschaftliche Zusammenhänge voraus. Bildungspolitische Initiativen zur Förderung von Finanzmarktkenntnissen sind hier im Sinne einer adäquaten Altersabsicherung und des privaten Vermögensaufbaus ein wichtiges Element.

**20. Gibt es auf nationaler Ebene bewährte Verfahren für die Entwicklung einfacher und transparenter Anlageprodukte, die ausgetauscht werden können?**

Die Deutsche Kreditwirtschaft lehnt verpflichtende Vorgaben bezüglich einfacher und standardisierter Finanzprodukte ab. Es besteht kein notwendiger Zusammenhang zwischen Komplexität und Risiko von Finanzinstrumenten; die Produktgestaltung sollte Sache des Marktes sein. Dies ist auch bei Investmentfonds der Fall, wo auf europäischer Ebene mit UCITS ein hoch reguliertes und damit klares und transparentes Finanzinstrument normiert wurde, welches für nahezu alle Anlegergruppen geeignet ist.

**21. Gibt es weitere Maßnahmen im Bereich der Finanzdienstleistungsregulierung, mit denen sichergestellt werden könnte, dass die EU international wettbewerbsfähig und als Investitionsstandort attraktiv ist?**

Grundsätzlich sollten Regulierungsmaßnahmen dahingehend geprüft werden, ob sie zu Regulierungsarbitrage bzw. zu Wettbewerbsverzerrungen führen. Konkrete Vorhaben, die aktuell beraten werden und dieser Prüfung stärker unterzogen werden sollten, sind die Bankenstrukturreform bzw. die Finanztransaktionssteuer.

Generell kann die erfolgreiche Einführung des EU Produkt- und Asset Manager-Passes im Zuge der UCITS IV-Richtlinie als positives Beispiel herangezogen werden. Diese Pässe sind zugleich ein Zeichen für die internationale Wettbewerbsfähigkeit und die Attraktivität des Investitionsstandorts EU.

Gleichwohl kann ein gewisser „home bias“ aus Risikobewertungsaspekten gerade im Hinblick auf KMU sowie zur Förderung regionaler Strukturen und Wirtschaftsräume durchaus rational sein und ist nicht zwingend Anlass für eine Intervention. In der Bemessung der Marktergebnisse ist schwer zu unterscheiden, ob eine sich herausbildende und persistent erscheinende länderweise Struktur eher die Folge von künstlichen oder von natürlichen Einflussfaktoren ist. Eine stärkere Integration gemessen am Ergebnis der Finanzierungsflüsse sollte deshalb nicht als Selbstzweck verfolgt werden. Vielmehr muss allein an den einzelnen vermeintlichen oder tatsächlichen Hindernissen argumentiert werden.

**22. Mit welchen Maßnahmen könnte EU-Firmen der Zugang zu Anlegern und Kapitalmärkten in Drittländern erleichtert werden?**

Etwaige bestehende Barrieren (politische, rechtliche, regulative) sollten vermieden und abgeschafft werden. Diese können auf internationaler Ebene zum Beispiel über die WTO oder durch multi- oder bilaterale Abkommen angegangen werden. Doch es gibt auch natürliche Faktoren, die in einem ansonsten freien Binnenmarkt zu einer räumlichen Segmentierung führen können. Zu denken wäre etwa an Sprachgrenzen oder die Möglichkeit, räumlich nähere Investments leichter einem (Risiko-)Monitoring zu unterwerfen.

**23. Gibt es Mechanismen zur Verbesserung der Funktionsweise und Effizienz der Märkte, auf die in diesem Papier nicht eingegangen wird, insbesondere in Bezug auf die Funktionsweise und Liquidität der Aktien- und Anleihemärkte?**

Die Ausweitung der Regelung des „Systematischen Internalisierers“ auf den *non-equity*-Bereich lässt aufgrund der von ESMA konsultierten Entwürfe negative Auswirkungen auf die Liquidität und damit Funktionsfähigkeit des Marktes befürchten.

Die von ESMA vorgeschlagenen Schwellenwerte für die Definition des systematischen Internalisierers in Bonds führt zu einer Klassifikation nahezu aller (deutschen) Kreditinstitute als systematischer Internalisierer aufgrund der sehr niedrig angesetzten Schwellenkriterien. Die bestehende Praxis der Festpreisgeschäfte/Wertpapierofferten in Deutschland führt zu einer raschen Erfüllung dieser Kriterien. Ein solches Resultat trägt dem Proportionalitätsgrundsatz der Regulierung ungenügend Rechnung. Aufgrund der fehlenden Erfahrung aller Seiten mit der begrifflichen Eingrenzung der systematischen Internalisierer im *non-equity*-Bereich sollte mit höheren Schwellenwerten bei der Definition begonnen werden. Um kleinen und mittleren Kreditinstituten die Einrichtung eines kostspieligen Monitoring-Systems zur laufenden Verfolgung der (relativen) Schwellenwerte zu ersparen, sollte die Etablierung einer *de minimis*-Regelung in absoluten Schwellenwerten in Erwägung gezogen werden.

Die Frage, ob durch die neuen Regeln der MiFIR ein Mehr an Transparenz erreicht werden kann, wird insbesondere auch davon abhängen, dass die Einteilung von Anleihen in liquide und nicht liquide Titel korrekt erfolgt. Würden nicht liquide Anleihen fälschlich als „liquide“ eingestuft, würden für systematische Internalisierer in diesen Titeln untragbare Risiken entstehen, die nicht abgesichert werden könnten. In der Folge würde die Bereitschaft, für solche Anleihen überhaupt noch Preise zu stellen, signifikant zurückgehen, was das genaue Gegenteil dessen wäre, was durch mehr Preistransparenz erreicht werden sollte.

Es wird daher entscheidend darauf ankommen, die Einzelheiten des Art. 9 Abs. 5 MiFIR so auszugestalten, dass für eine korrekte Einstufung jeder Anleihe gesorgt ist. Der von der ESMA im Konsultationspapier 2014/1570 auf Seite 103 vorgestellte Ansatz wird diesem Ziel nicht gerecht. Die von der ESMA durchgeführten Berechnungen für Unternehmensanleihen zeigen sehr deutlich, dass die Parameter bzw. die gewählten Schwellenwerte keine akzeptablen Ergebnisse liefern: eine Trefferquote korrekt eingestufter „liquider“ Unternehmensanleihen (von *Non-Financials*) von 48,62 % („Senior Corporate Bonds“) bzw. 42,86 % („Subordinated Corporate Bonds“) ist nicht hinnehmbar. Im Umkehrschluss bedeutet dies nämlich, dass 51,38 % bzw. 57,14 % der Unternehmensanleihen als liquide eingestuft werden, obwohl sie es nicht sind („false positives“). Wir halten es für dringend erforderlich, die für die Klassifizierung zugrunde gelegten Parameter so zu kalibrieren, dass eine Trefferquote von mindestens 95 % erreicht wird.

Dies gilt umso mehr, als Erfahrungswerte aus dem Aktienmarkt (Börsen, MTF) nicht ohne Differenzierung auf den *non-equity*-Markt übertragen werden können: Während bei Unternehmen in der Regel eine Aktie am Markt handelbar ist, emittieren Unternehmen eine Vielzahl von Anleihen, so dass sich der Handel im *non-equity*-Markt stark verteilt. Eine Standardisierung der Assetklassen ist ebenfalls nicht gleichermaßen gegeben wie im *equity*-Segment. Die Preisbildung sowie das *Market Making* sind entsprechend anderen Dynamiken unterworfen - Liquidität kann nicht angeordnet werden.

*Market Making* hat eine wichtige Funktion beim Sichern der Handelbarkeit von Wertpapieren. Neue Regulierungen, die die Sicherstellung von Liquidität durch *Market Making* behindern könnten, sollten deshalb unterbleiben.

Eine Herausforderung für regulatorische Maßnahmen wird es also sein, Standards zu setzen und die Transparenz zu verbessern, ohne die Liquidität und Effizienz des europäischen Kapitalmarkts zu gefährden und globale Wettbewerbsverzerrungen zu eröffnen.

Ein weiteres Thema sind Rückkaufvereinbarungen, sog. Repo-Geschäfte, die Liquidität in den Märkten generieren und sichern. Einige Repo-Geschäfte brauchen allerdings Zentrale Gegenparteien (*Central Counterparties*, CCPs). Ohne Repo verlören viele Märkte (bis hin zu Staatsanleihen großer EU-Mitgliedstaaten) ihre Liquidität. Die Repo-Märkte werden aber konstant von Regulatoren eingeschränkt, wie zum Beispiel durch die geplante Finanztransaktionssteuer oder die *Net Stable Funding Ratio* (NSFR), die kommende Verordnung zu *Securities Financing Transactions* (SFTR) und die *Leverage Ratio* nach der aktuellen EU-Auslegung.

#### **24. Gibt es aus Ihrer Sicht Bereiche, in denen das einheitliche Regelwerk noch nicht hinreichend entwickelt ist?**

Im Rahmen der weiteren Regulierung des Kapitalmarktes setzen wir uns für eine Überprüfung der bestehenden Regulierung ein. Ziel muss ein Regulierungswerk aus einem Guss sein, das Inkonsistenzen und Doppelregulierungen (so weit wie möglich) vermeidet und die wechselseitigen Abhängigkeiten der Finanzmarktregulierung beachtet. Entscheidend bleibt, bei der Regulierung des Kapitalmarktes die richtige Balance zu finden zwischen Stabilität, Anlegerschutz und Leistungsfähigkeit der Finanzmärkte.

Ein Beispiel dafür, dass das einheitliche Regelwerk derzeit noch nicht der Realität entspricht, ist das Veröffentlichungsregime für Emittenten, die den Kapitalmarkt in Anspruch nehmen wollen. Die derzeit auf europäischer Ebene einschlägigen Regelungskomplexe sind nicht sinnvoll miteinander verzahnt, weshalb sie die Emittenten über Gebühr belasten, während sie dem Investor nur wenig Mehrwert bieten. Hierzu gehören die verschiedenen Offenlegungspflichten nach der Ersten gesellschaftsrechtlichen Richtlinie (68/151/EEC, jetzt 2009(101/EU), der Prospektrichtlinie (2003/71/EU), der Transparenzrichtlinie (2001/34/EU), der Marktmissbrauchsverordnung (96/2014) und der PRIIPs-Verordnung

(1286/2014). Eine Harmonisierung über diese Richtlinien hinweg ist überfällig, um Dopplungen und Überschneidungen zu eliminieren und gleichzeitig einen angemessenen Anlegerschutz zu erreichen. Weitere Details dazu tragen wir in unserer Stellungnahme zur Überarbeitung der Prospekttrichtlinie vor.

Es gilt ferner, überzogene Formalismen im Rahmen des Anlegerschutzes zu identifizieren und abzubauen. So wichtig Anlegerschutz ist, überzogene Formalismen werden eine Investition der Anleger nicht attraktiver machen, sondern tendenziell dazu führen, dass die Banken und Sparkassen sich aus ihrer Mittlerfunktion wegen zu hoher Kosten bzw. Haftungsrisiken zurückziehen. Bereits heute ist z. B. im Bereich des Wertpapiergeschäftes mit Privatkunden aufgrund der überbordenden Regulierung ein Rückzug von Kunden bei Kapitalmarktinvestitionen nachweisbar. Dies hat die Folge, dass viele Kunden auf die Hilfe der Anlageberatung verzichten und damit möglicherweise Chancen am Kapitalmarkt vergeben (siehe auch Frage 19).

Die Deutsche Kreditwirtschaft unterstützt daher auch die europäische Initiative zur Stärkung der Aktienkultur. Dies umfasst die weitere angemessene Harmonisierung der grenzüberschreitenden Ausübung von Aktionärsrechten und des Anlegerschutzes ebenso wie die Erleichterung der Beratung in Aktien. Entscheidend für die Attraktivität des Aktieninvestments ist insbesondere, dass auch breiten Bevölkerungsschichten der Zugang zu Aktienpapieren ermöglicht wird. Dies müssen die regulatorischen Vorgaben angemessen berücksichtigen.

Bei der Umsetzung von EU-Richtlinien sollten die Spielräume und Wahlrechte zur Vermeidung von unverhältnismäßigem Aufwand genutzt und kein „Goldplating“ betrieben werden. Aber auch isolierte nationale Regelungen gilt es, im Sinne der durch die Kapitalmarktunion gesetzten Ziele, künftig zu verhindern.

Zudem sollten wesentliche Regelungen auf *Level 1*, und nicht auf *Level 2* festgelegt werden (z. B.: Verbot des Abschlusses von TTCA mit *retail clients* durch MiFID II, aber geplante Übertragung dieses Rechtsgedankens auf professionelle Kunden durch *Level 2*, obwohl die Finanzsicherheiten-Richtlinie die Nutzung dieser Instrumente mit diesen Kunden gerade vereinfachen soll).

**25. Halten Sie die Befugnisse der europäischen Aufsichtsbehörden für ausreichend, um eine kohärente Aufsicht zu gewährleisten? Welche zusätzlichen Maßnahmen im Bereich der Aufsicht auf EU-Ebene würden wesentlich zur Entwicklung einer Kapitalmarktunion beitragen?**

**Befugnisse:**

Ja, wir halten die Befugnisse mit Blick auf Banken/Wertpapierdienstleistungsunternehmen für ausreichend. Im Rahmen der Kapitalmarktunion sollten die Aufsichtsbefugnisse auch auf Nicht-Banken bzw. Akteure des sog. Grauen Kapitalmarktes, die Finanzdienstleistungen erbringen, und deren Produkte ausgedehnt werden.

**Zusätzliche Maßnahmen:**

Die Kapitalmarktunion sollte auch genutzt werden, um die Zusammenarbeit der europäischen Aufsichtsbehörden zu überprüfen und zu verbessern. Die frühzeitige Prüfung von Interdependenzen mit und Auswirkungen auf andere Regulierungsbereiche sowie der Austausch mit anderen Standardsetzern sind aus unserer Sicht erforderlich, um unterschiedliche Regelungen für vergleichbare Sachverhalte zu vermeiden.

Es sollten die verschiedenen aufsichtlichen Vorgaben für vergleichbare Sachverhalte harmonisiert werden. Die immensen Kosten, die durch immer neue Maßnahmen und die bestehende heterogene Regulierungslandschaft verursacht werden, sollten bei diesen Überlegungen nicht außer Acht gelassen werden.

Sie schwächen die Möglichkeit der Institute, ihre Kapitalbasis zu stärken, um so auch langfristig im Markt zu bestehen und die Wirtschaft mit Finanzdienstleistungen zu versorgen.

Bei der anstehenden Überprüfung des europäischen Aufsichtssystems sollte dafür gesorgt werden, dass es künftig eine praktikable (gerichtliche) Kontrolle gibt, die über die Arbeit der ESA urteilen kann.

Mit Blick auf das Verfahren können die nachfolgenden Maßnahmen sinnvoll sein:

Bereits vor der Veröffentlichung eines Konsultationspapiers sollten Experten aus Industrie und Verbänden mit Vertretern der Aufsichtsbehörden über die anstehende Regulierungsthematik beraten. Arbeitsentwürfe von Konsultationspapieren sollten deshalb dem Expertenkreis bereits vor der Veröffentlichung eines Konsultationspapiers vertraulich zur Verfügung gestellt werden. Eine Einbeziehung eines nur kleinen Kreises von *Stakeholder*-Vertretern reicht nicht aus, um wichtige fachliche Diskussionen breit in den Markt zu tragen. Die Einbeziehung von Verbänden verspricht dagegen eine breite Basis für Beratungen unter gleichzeitiger Wahrung von Vertraulichkeitsaspekten, wo nötig.

Der finale und in der Regel veröffentlichte Entwurf der Neuregelung sollte zur schriftlichen Konsultation gestellt werden. Dieser schriftliche Konsultationsprozess muss eine angemessene Kommentierungsfrist beinhalten. Nur dann haben die Beteiligten die Möglichkeit, den vorliegenden Entwurf umfassend zu analysieren und zu beurteilen. Nach der schriftlichen Konsultation sollte je nach Thema und eingegangenen Stellungnahmen die Möglichkeit zu einem mündlichen Meinungsaustausch gegeben werden. Je nach Thematik und Tragweite der anstehenden Regulierungsmaßnahme sollten Auswirkungsanalysen erstellt werden, bevor ein Standard rechtlich verbindlich in Kraft gesetzt wird.

Die eingegangenen Kommentare und Anmerkungen, der Meinungsaustausch sowie die Ergebnisse von ggf. durchgeführten Auswirkungsanalysen sollten umfassend beurteilt werden und in die Veröffentlichung des finalen Standards einfließen. Vor der Veröffentlichung des endgültigen Standards sollte eine finale Überprüfung der Terminologie sowie der Interdependenzen zu anderen Regulierungsbereichen erfolgen.

Finalisierte Standards sollten mit Blick auf die erforderliche Planungssicherheit bei den Instituten zügig rechtskräftig umgesetzt werden (z. B. Übernahme von IFRS 9 in EU-Recht). Zwischen Veröffentlichung des finalen Standards und der erstmaligen Anwendung ist ein ausreichender Übergangszeitraum erforderlich.

**26. Gibt es angesichts der bisherigen Erfahrungen gezielte Änderungen an den Regelungen für Eigentumsrechte an Wertpapieren, die zu enger integrierten Kapitalmärkten in der EU beitragen könnten?**

Diese Frage überrascht angesichts der jahrelangen Harmonisierungsbemühungen der Kommission für eine „Securities Law Legislation“. Aus diesen Bemühungen hat sich bislang kein Ansatz finden lassen, der Grundlage für gezielte Änderungen an den Regelungen für Eigentumsrechte an Wertpapieren darstellen könnte.

Sinnvoll könnte es hingegen sein, den Mitgliedstaaten die rechtliche Möglichkeit zu geben, die Grundsätze der Genfer Wertpapierkonvention aus dem Jahre 2005 umzusetzen. Damit würde bereits ein gewisser Grad der Harmonisierung – insbesondere auch mit Blick auf die Anlegerrechte an Wertpapieren – geschaffen werden. Zudem hätte dieser Ansatz den Vorteil, dass eine Harmonisierung auf einem internationalen Konzept beruht. Dieser Ansatz würde es aber auch mit sich bringen, dass jeder Mitgliedstaat selbst sein nationales Recht reformieren müsste. Seitens der Europäischen Union wären dafür die recht-

lichen Voraussetzungen zu schaffen. Insbesondere wäre zu prüfen, ob dazu die Genfer Wertpapierkonvention durch die Europäische Union ratifiziert werden muss. Auch wäre die Harmonisierung von Kollisionsnormen im Bereich des Wertpapierrechts wünschenswert.

**27. Mit welchen Maßnahmen könnte der grenzüberschreitende Sicherheitenfluss verbessert werden? Sollten Arbeiten unternommen werden, um die rechtliche Durchsetzbarkeit von Sicherheiten und Close-Out-Nettingvereinbarungen grenzübergreifend zu verbessern?**

Trotz der Finanzsicherheiten-Richtlinie und der Finalitätsrichtlinie, die jeweils Regelungen über den Schutz bzw. die Anerkennung des *Close-out-Nettings* enthalten, unterscheiden sich die rechtlichen Rahmenbedingungen der Mitgliedstaaten für das *Close-out-Netting* immer noch deutlich und es gibt immer noch nicht unerhebliche Rechtsunsicherheiten im innereuropäischen Geschäftsverkehr. Eine weitergehende Harmonisierung des Rechtsrahmens, der die Wirksamkeit und Durchsetzbarkeit von *Netting*-Vereinbarungen, insbesondere in Form vertraglicher *Netting*-Bestimmungen in Rahmenverträgen sowie in den Regelwerken von zentralen Gegenparteien stärkt, wäre wichtig, um *Netting*-Vereinbarungen als zentrales Instrument der Risikominderung bei Finanzgeschäften zu stärken. Dies gilt umso mehr, als jüngere Regulierungsinitiativen (CRR, EMIR, BRRD, SFTR) einen robusten und europaweit einheitlichen Rechtsrahmen für den Umgang mit Finanzsicherheiten (insbesondere im Zusammenhang mit geclearten und ungeclearten OTC-Derivaten) und *Close-out-Netting* implizit voraussetzen (Segregierung von Kundensicherheiten, Wirksamkeit des *Close-out-Netting* als Grundlage für die Berechnung der regulatorisch geforderten Sicherheiten etc.).

Bei der Fortentwicklung des Rechtsrahmens für das *Close-out-Netting* sollten die vor kurzem unter Beteiligung der Europäischen Kommission verabschiedeten UNIDROIT *netting principles* berücksichtigt werden.

**28. Welche Haupthindernisse für integrierte Kapitalmärkte ergeben sich aus dem Gesellschaftsrecht einschließlich Corporate Governance? Gibt es gezielte Maßnahmen, mit denen sich diese überwinden ließen?**

Im europäischen Gesellschaftsrecht stehen mit der europäischen AG oder auch der europäischen GmbH Unternehmensformen zur Verfügung, die eine einfache grenzüberschreitende Tätigkeit inklusive Sitzverlegung möglich machen. Weitere gesellschaftsrechtliche Maßnahmen auf EU-Ebene sind aus unserer Sicht daher nicht erforderlich. Soweit Unternehmen nationale Rechtsformen für Unternehmen wählen, sind die nationalen Anforderungen der jeweiligen Gesellschaftsform zu berücksichtigen. Dies ist jedoch unproblematisch, da für in erster Linie grenzüberschreitende Tätigkeiten entsprechende europäische Gesellschaftsrechtsformen zur Verfügung stehen. Die bisher in der EU bestehenden Regelungen zur Corporate Governance wurden mit den im Grünbuch angesprochenen, erst kürzlich im Nachgang zur Finanzmarktkrise angestellten Konsultationen bereits abgedeckt.

Bei etwaigen weiteren Maßnahmen sollte die Europäische Kommission im stärkeren Maße als bisher insbesondere den in der EU bestehenden unterschiedlichen Systemen der Aktionärspartizipation und zum Schutze von Minderheitsaktionären sowie den Unterschieden zwischen dem monistischen und dualistischen System der Unternehmensleitung angemessen Rechnung tragen. Unterblieben ist dies zum Beispiel bei dem Vorschlag für eine Richtlinie zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Einbeziehung der Aktionäre sowie der Richtlinie 2013/34/EU (Aktionärsrechterichtlinie). Nach dem gegenwärtigen Stand der Diskussion werden die vorgeschlagenen Regelungen zur Überwachung von Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen nicht mit dem deutschen Konzernrecht vereinbar sein. Die damit einhergehende Kompetenzverschiebung zugunsten der Hauptversammlung bei Geschäftsführungsangelegenheiten wäre ein sachwidriger Eingriff in die

Kompetenzverteilung der Organe einer Aktiengesellschaft. Dies erschwert dem an sich mit der Geschäftsführung betrauten Vorstand einer Aktiengesellschaft das angemessene und zeitnahe Handeln insbesondere in Krisensituationen. Auch sollten Vorschläge konsequent einer Kosten-Nutzen-Analyse unterzogen werden.

Bei der Fortentwicklung des europäischen Gesellschaftsrechts im Hinblick auf grenzüberschreitende Mobilität und Restrukturierungen sollte berücksichtigt werden, dass Unternehmen bei ihren gemeinschaftsweiten Aktivitäten auf rechtliche Hindernisse bzw. Erschwernisse stoßen, die primär nicht im Gesellschaftsrecht begründet sind. So fehlt zum Beispiel für die supranationale Rechtsform der Europäischen Gesellschaft (SE), als auch allgemein bei grenzüberschreitenden Sachverhalten ein steuerliches Begleitwerk, das die jeweils vorrangigen Themen, nämlich die steuerliche Behandlung von Unternehmensverlagerungen über die Grenze und die Berücksichtigung von Verlusten ausländischer Direktinvestitionen im Inland, steuerneutral regelt.

**29. Welche spezifischen Aspekte des Insolvenzrechts müssten harmonisiert werden, um die Entstehung eines gesamteuropäischen Kapitalmarkts zu unterstützen?**

Unseres Erachtens kann eine Harmonisierung des materiellen Insolvenzrechts keinen wesentlichen Beitrag zur Entstehung eines gesamteuropäischen Kapitalmarkts leisten. Richtig ist, dass bei einer Anlageentscheidung auch das so genannte Emittentenrisiko berücksichtigt werden muss. Grundlage dieser Bewertung ist aber hauptsächlich die Solvenz des Emittenten und allenfalls nachrangig das anwendbare Insolvenzrecht.

Die Harmonisierung der Kollisionsnormen und die gegenseitige Anerkennung von Insolvenzverfahren (EU-Verordnung über Insolvenzverfahren) erachten wir als sinnvoll.

**30. Welche Hindernisse rund ums Thema Steuern sollten prioritär angegangen werden, um zu integrierteren Kapitalmärkten in der EU und einer robusteren Finanzierungsstruktur auf Unternehmensebene beizutragen, und auf welchem Wege sollte dies geschehen?**

Eine umfassende Steuerharmonisierung scheidet aus Sicht der Deutschen Kreditwirtschaft aus, da die Europäische Union für die Steuergesetzgebung im Bereich der direkten Steuern kein Mandat hat. Jedoch können einzelne steuerliche Hemmnisse aufgegriffen und abgebaut werden, die einer Kapitalmarktunion entgegenstehen.

Ein solches Hemmnis stellt in unseren Augen die geplante Einführung einer gemeinsamen Finanztransaktionsteuer dar, die derzeit von 11 Mitgliedstaaten der Europäischen Union nach deren Vorschlag vom 14. Februar 2013 beraten wird. Danach soll der Handel mit Wertpapieren und Derivaten auf möglichst breiter Basis besteuert werden. Durch die Besteuerung des Wertpapierhandels verteuern sich jedoch die Kapitalbeschaffungskosten für die Unternehmen. Überdies würde sich die Einführung einer Finanztransaktionsteuer nachteilig auf die Altersvorsorge (Bsp. in Deutschland: Riesterrente) für Kleinsparer auswirken, da sie diese verteuern würde.

Zwar sind die Primärgeschäfte, also z. B. das erstmalige In-den-Markt-Geben von Aktien, von der Steuer ausgenommen. Jedoch soll der Handel auf dem Sekundärmarkt besteuert werden, so dass letztlich die Wertpapierkäufer die Steuer wirtschaftlich tragen. Dies würde sich nachteilig auf die Entwicklung einer Wertpapierkultur auswirken.

Nach verschiedenen Berechnungen soll die Finanztransaktionsteuer jährlich mehrere Milliarden Euro für die Haushalte der Staaten einbringen. Dies bedeutet, dass auch entsprechend weniger Kapital für die Unternehmen zur Verfügung stünde, die sich über den Kapitalmarkt finanzieren möchten. Die durch 11

Staaten geplante Finanztransaktionsteuer hemmt folglich die Kapitalmarktunion. Die Pläne, eine Finanztransaktionsteuer zu schaffen, sollten daher verworfen werden.

Ebenso sollten bereits in Kraft befindliche nationale Finanztransaktionssteuern einzelner Mitgliedstaaten, die dort im Übrigen zu einem empfindlichen Rückgang der Handelsaktivitäten geführt haben, zugunsten eines funktionierenden Kapitalmarktes abgeschafft werden.

Einheitliche steuerliche Regelungen für grenzüberschreitende Kapitalanlagen haben hingegen nicht nur für die Banken besondere Bedeutung. Banken sind als Finanzintermediäre zugunsten ihrer Kunden regelmäßig auch in die steuerliche Abwicklung der hieraus resultierenden Steuermodalitäten eingebunden. In diesem Zusammenhang würden zum Beispiel weitere Fortschritte bei der Vereinfachung der grenzüberschreitenden Quellensteuerermäßigung in Fällen von Doppelbesteuerungsabkommen zu einer stärkeren Integration der Kapitalmärkte in der EU beitragen.

Aus Investorensicht muss die Rückerstattung der von Mitgliedstaaten einbehaltenen Quellensteuer auf Dividenden und Zinsen vereinfacht und beschleunigt werden.

Bei der Investition in thesaurierende ausländische Investmentfonds ist darauf zu achten, dass praktikable und gerechte Anforderungen für den Nachweis der Erträge im Besteuerungsland gelten.

Die steuerliche Gleichbehandlung von Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung in den Mitgliedstaaten sollte analysiert werden. Hier sollten Anreize für die Mitgliedstaaten geschaffen werden, um ein *level playing field* zu schaffen.

Die derzeitigen Überlegungen der OECD zu „Base Erosion and Profit Shifting“ (kurz BEPS), die von der EU unterstützt werden, laufen möglicherweise darauf hinaus, ausländische Investitionen vermehrten Kontroll- und Meldeverpflichtungen zu unterwerfen, da die Nutzung unterschiedlicher Steuerregime zum Vorteil des Steuerpflichtigen unterbunden werden soll. Daher muss im Sinne der Verhältnismäßigkeit darauf geachtet werden, grenzüberschreitende Sachverhalte nicht mit zusätzlicher Bürokratie zu belasten und somit unattraktiv zu machen.

**31. Wie kann die EU die Entwicklung neuer Technologien und Geschäftsmodelle durch den Markt zugunsten integrierter und effizienter Kapitalmärkte am besten unterstützen?**

Die beste Unterstützung ist Nicht-Behinderung und Offenheit für vielfältige Lösungen. Bei neuen Technologien wissen staatliche Institutionen selten im Vorhinein, was die erfolgversprechendsten und effizienten Lösungen sein werden. Es gilt also, keine bestimmten Wege vorzuschreiben oder zu privilegieren. Dezentralität und Vielfalt sind der beste Nährboden für entsprechende Innovation.

***Neue Technologien***

Neue Technologien bieten Chancen und Risiken. Diese können dazu beitragen, die Kapitalmärkte effizienter zu gestalten. Es sollte darauf geachtet werden, dass für die neuen Technologien die gleichen Aufsichts- und Sicherheitsstandards gelten wie für herkömmliche Technologielösungen.

Derzeit gibt es insbesondere im Bereich FinTech neue Entwicklungen. Teilweise werden diese von etablierten Marktteilnehmern gefördert oder durch neue Anbieter am Markt etabliert. Der Wettbewerb schafft hier eine eigene Dynamik. Fairer Wettbewerb setzt aber voraus, dass zwischen den verschiedenen Anbietern auch auf internationaler Ebene ein *level playing field* geschaffen wird.

***Neue Geschäftsmodelle***

Neue Geschäftsmodelle finden sich vor allem im Bereich von *Non-Bank*-Intermediären oder „Schattenbanken“. Die Europäische Kommission sollte die dortigen Regulierungsansätze explizit berücksichtigen und auch das Thema systemische Risiken nicht aussparen.

**32. Gibt es weitere, in diesem Grünbuch nicht genannte Aspekte, bei denen aus Ihrer Sicht Handlungsbedarf besteht, um zu einer Kapitalmarktunion zu gelangen? Wenn ja, welche, und wie könnten entsprechende Maßnahmen aussehen?**

Generell tragen stabile wirtschaftliche und politische Rahmenbedingungen zu einer Stärkung des Vertrauens der Anleger und Investoren bei und sind damit die Grundlage langfristiger Finanzierungen zu angemessenen Konditionen. Der Abbau der Staatsschulden und Infrastrukturdefizite, die Rückführung der makroökonomischen Ungleichgewichte im Euroraum, die Festigung des institutionellen Rahmens des Euros und die Stärkung der weniger leistungsfähigen Volkswirtschaften sind für die volle Wiederherstellung des Vertrauens mitentscheidend (siehe auch unsere Antworten zu Frage 5).

Diese Nachfrageseite wird eindeutig zu wenig in der Diskussion um die Kapitalmarktunion mitberücksichtigt. Einzig eine Verbesserung des Zugangs zu Kapital kann aus hiesiger Sicht nicht ausreichend sein. Zudem möchten wir davor warnen, die Erwartungen an eine Kapitalmarktunion allzu hoch zu schrauben. Einige Befürworter der Kapitalmarktunion trauen integrierten Kapitalmärkten mehr zur Abfederung konjunktureller Schwankungen zwischen den Ländern des Euroraums zu als es zum Beispiel eine Fiskalunion tun würde. Aus unserer Sicht ist dies zweifelhaft.

Vor einer veränderten Ausrichtung oder gar Neuordnung der europäischen Finanzmärkte nach US-amerikanischem Vorbild, welches von der EU-Kommission als Vergleich herangezogen wird, ist die ausführliche Prüfung der verschiedenen nationalen und regionalen Gegebenheiten für den Erfolg der Kapitalmarktunion unerlässlich. Die im Vergleich zum US-amerikanischen Finanzmarkt geringe Bedeutung der Kapitalmarktfinanzierung von Unternehmen und öffentlichen Haushalten in Europa hat eine lange Tradition, die ihre kulturelle Berechtigung hat (Finanzierung der Daseinsvorsorge, Kreditkultur, etc.) und nicht künstlich reformiert werden sollte. Darüber hinaus bedarf es einer fundierten Analyse der ökonomischen Wirkungskanäle einschließlich möglicher Wechselwirkungen stärker integrierter Kapitalmärkte im europäischen Raum, sowohl im Hinblick auf ein höheres makroökonomisches Wachstum als auch in Bezug auf mehr wirtschaftliche Stabilität. Integrierte Kapitalmärkte dürfen dabei kein Selbstzweck sein.

Mit Blick auf die Finanzierung von insbesondere kleinen und mitteständischen Unternehmen schließt dies eine umfassende, empirisch gestützte Analyse ein, inwiefern Bedarf dieser Unternehmen für kapitalmarktnahe Finanzierungsinstrumente besteht. Dabei müssen konkrete und ursächliche Hindernisse für eine Kapitalmarktfinanzierung identifiziert werden.

Bis dahin gilt es, die stabilen Finanzbeziehungen zwischen Unternehmen und Banken zu fördern oder zumindest nicht weiter zu belasten (siehe dazu unsere Vorschläge bei Frage 1). Wesentlich für den Erfolg der Kapitalmarktunion sowie der Finanzmarktstabilität im Allgemeinen sind stabile Rahmenbedingungen und eine langfristige Rechtssicherheit: Eine sich fortwährend ändernde Regulierung erschwert adäquate Risikobewertungen sowie strategische (Neu-)Ausrichtungen und grundsätzliche Revisionen der Geschäftsmodelle aller Marktakteure.

Die Deutsche Kreditwirtschaft setzt sich daher ausdrücklich für eine konsistente Regulierung aller Marktakteure unter strikter Einhaltung des Proportionalitätsgrundsatzes ein. Regulatorische Vorgaben dürfen dem Ziel einer breiteren Anlegerbasis durch zu viel Bürokratie ohne dabei den Anlegerschutz substantiell zu verbessern sowie einer effizienteren Bankfinanzierung insbesondere von kleinen und mitteständischen Unternehmen nicht entgegenstehen.