

Herausforderungen und Ziele auf dem Weg zu einer Kapitalmarktunion:

Finanzmittel für Wachstum in Europa erschließen

Die Europäische Kommission möchte einen grenzüberschreitenden europäischen Kapitalmarkt schaffen, damit dringend notwendige Investitionen in Unternehmen und Infrastruktur mobilisiert werden. Durch einheitliche Rahmenbedingungen sollen Unternehmen Finanzierungswege zusätzlich zu Bankkrediten eröffnet werden. Dazu soll es für Unternehmen künftig einfacher sein, Aktien, Anleihen und andere Kapitalmarktinstrumente an Investoren zu verkaufen.

Ein Beitrag von
Jonathan Hill

Der Freie Kapitalverkehr ist eine der vier Grundfreiheiten des Binnenmarktes und eines seiner Herzstücke. Trotz wichtiger Fortschritte steht dem Ziel zunehmender Integration der Kapitalmärkte die Tatsache erheblicher Marktfragmentierung entlang nationaler Grenzen gegenüber. So kaufen beispielsweise Anleger meist Aktien und Anleihen heimischer Unternehmen. Zudem ist die europäische Wirtschaft durch eine starke Abhängigkeit vom Bankensektor geprägt. Dies erschwert in Zeiten knapper Liquidität den Zugang zu Kapital für Unternehmen – insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen (KMU). Das mag in EU-Mitgliedstaaten wie Deutschland erfreulicherweise weniger ein Problem sein, besteht aber als generelles Problem in Europa fort.

Darüber hinaus gibt es zwischen den EU-Mitgliedstaaten nach wie vor große Unterschiede in den Finanzierungsbedingungen. So gelten in den EU-Mitgliedstaaten, beispielsweise für verbrieft Instrumente oder Privatplatzierungen, unterschiedliche Bestimmungen und eine unterschiedliche Marktpraxis. Verbriefungen sind ein wichtiges Instrument zur Refinanzierung, Portfoliosteuerung und zum Risikomanagement der Banken. Privatplatzierungen richten sich nur an einen beschränkten Kreis von Investoren und entbinden teilweise von den Publizitätspflichten, wie zum Beispiel Prospekt. Ein Beispiel für die kapitalmarktbasierter Unternehmensfinanzierung in diesem Sinne ist die deutsche Praxis der Schuldscheindarlehen.



Foto: Europäische Kommission

EU-Finanzmarkt-Kommissar Jonathan Hill (links) stellte im Februar 2015 in Brüssel das Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion vor

Ziele der Kapitalmarktunion

Der Begriff „Kapitalmarktunion“ zielt auf eine Vertiefung der Kapitalverkehrsfreiheit durch eine stärkere Vereinheitlichung der Kapitalmärkte ab. Durch einheitliche Rahmenbedingungen sollen Investitionen mobilisiert und die Auswirkungen möglicher Bankenpleiten, und dem damit verbundenen Austrocknen der Liquidität, abgefedert werden. Die deutsche Abkürzung des Begriffes Kapitalmarktunion „KMU“ stellt vielleicht nicht zufällig eine gedankliche Verbindung zu Klein- und Mittelbetrieben dar. Das Projekt der **Kapitalmarktunion** soll mittelständischen Unternehmen, die nicht den klassischen Weg des Bankkredits beschreiten, helfen, sich kapitalmarktorientierter Instrumente zu bedienen. Das ist nicht in Konkurrenz zum Bankenkredit zu sehen, sondern nur als ergänzendes Angebot. Insgesamt soll die stärkere und grenz-

Zum Autor:

Jonathan Hill ist Kommissar für Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion in der Europäischen Kommission.

überschreitende Einbindung privaten Kapitals bei der Unternehmens- und Infrastrukturfinanzierung zu einer breiteren Risikostreuung und damit zu einer höheren Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems beitragen.

Vor diesem Hintergrund hat die Europäische Kommission Mitte Februar dieses Jahres ein **Grünbuch zur „Schaffung einer Kapitalmarktunion“** veröffentlicht und damit eine dreimonatige Konsultation zu den entsprechenden Grundbausteinen eingeleitet. Die dabei gewonnenen Erkenntnisse will die Kommission nach dem Sommer in einem Aktionsplan veröffentlichen. Die Ziele der Kapitalmarktunion lassen sich in längerfristige und kurzfristige Maßnahmen zur Entwicklung und Integration der Kapitalmärkte untergliedern.

Längerfristige Maßnahmen

Die Umsetzung eines voll integrierten Kapitalbinnenmarktes erstreckt sich zweifellos über einen längeren Zeit-Horizont. Dementsprechend hat die Europäische Kommission drei Schlüsselbereiche identifiziert, deren Vertiefung zum Gelingen eines integrierten europäischen Kapitalmarktes wesentlich beitragen sollen: die Verbesserung des Zugangs zu Finanzmitteln für alle Unternehmen in ganz Europa, die Ausweitung und Diversifizierung der Finanzierungsquellen für Anleger aus der EU und dem Rest der Welt und die Schaffung effizienterer Märkte. Auf diese soll im Folgenden kurz eingegangen werden.

Verbesserung des Zugangs zu Finanzmitteln

Ziel ist es, Unternehmen und insbesondere Startups sowie kleinen, aber rasch wachsende Unternehmen den Zugang zu Kapital zu erleichtern. Die Unterschiede zwischen den EU-Mitgliedstaaten diesbezüglich sind signifikant: Während in einigen Mitgliedstaaten 80 Prozent aller KMU in ihren Bemühungen um die erforderliche Finanzierung erfolgreich sind, sind es in anderen nur knapp 30 Prozent. Wir untersuchen Möglichkeiten, die Kosten für die Emission von Schuldtiteln und Eigenkapitalinstrumente zu senken und regulatorische Hürden zu verringern. Die Schließung von Informationslücken, beispielsweise durch vereinheitlichte und vereinfachte Rechnungslegungsstandards für kleinere Unternehmen, falls sie Zugang zu speziellen Handelsplätzen suchen, könnte die Attraktivität solcher Unternehmen, auch im internationalen Maßstab, erhöhen. Dabei darf es natürlich nicht zu einem Mehr an Bürokratie kommen.

ZIELE DER KAPITALMARKTUNION

1. Durch die Beseitigung von Hindernissen für grenzüberschreitende Investitionen einen Binnenmarkt für Kapital schaffen



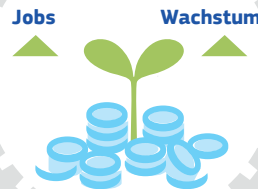
2. Den Zugang zu Finanzmitteln für alle Unternehmen in Europa verbessern



3. Die Finanzierung der Wirtschaft diversifizieren und die Kosten der Kapitalaufnahme verringern



4. Die Vorteile von Kapitalmärkten maximieren, so dass sie zu wirtschaftlichem Wachstum und der Schaffung von Arbeitsplätzen beitragen können



5. KMUs helfen, leichter Kapital aufzunehmen



6. Der EU helfen, Investitionen aus der ganzen Welt anzuziehen und wettbewerbsfähiger zu werden



Die Kapitalmarktunion soll einen echten Kapitalbinnenmarkt schaffen. Hierzu sind sechs Hauptziele definiert:

1. Beseitigung von Hindernissen;
2. Verbesserung der Zugangs zu Finanzmitteln;
3. Diversifikation der Finanzierungsmöglichkeiten;
4. Erleichterte Kapitalaufnahme für KMU
5. Attraktivitätssteigerung der EU für Investitionen aus der ganzen Welt;
6. dadurch Erhöhung des wirtschaftlichen Wachstums und Schaffung von Arbeitsplätzen in der EU.

Grafik: Europäische Kommission

Diversifizierung der Finanzierungsquellen

Es ist unser erklärtes Ziel, das Angebot an Finanzierungsinstrumenten zu verbreitern und Kapital in Unternehmen und Infrastrukturprojekten in der EU zu kanalisieren. Entsprechende Initiativen sollen sich dabei sowohl an institutionelle Anleger wie Vermögensverwalter, Versicherungsunternehmen und Pensionskassen, als auch an Kleinanleger richten.

Langfristig orientierte institutionelle Anleger in der Union halten Vermögenswerte im zweistelligen Billionenbereich. Um diese dauerhaft in europäische Unternehmen und Infrastrukturprojekte zu leiten, sind eine integrierte Infrastruktur und ein einheitlicher Rechtsrahmen von entscheidender Bedeutung. Bestehende und zukünftige aufsichtsrechtliche Vorschriften werden auf ihre Fähigkeit zu prüfen sein, Transparenz und Vergleichbarkeit sicherzustellen. Gleichzeitig müssen Liquidität und Effizienz der europäischen Kapitalmärkte erhalten bleiben, nicht zuletzt auch im internationalen Vergleich.

Weiteres Augenmerk legt die Europäische Kommission auf die Entwicklung des Beteiligungs- und Risikokapitals. Gerade kleinen, innovativen Unternehmen fehlt oft – aus vielfältigen Gründen – das Geld, um vielversprechende Projekte zu realisieren. Hätten die europäischen Risikokapitalmärkte in den vergangenen Jahren eine ähnliche Tiefe wie die der Vereinigten Staaten aufgewiesen, hätten in den Jahren von 2008 bis 2013 zusätzlich rund 90 Milliarden Euro für Investitionen zur Verfügung gestanden. Dabei spielen auch öffentliche Mittel eine tragende Rolle. Regionale Gebietskörperschaften zeichnen sich bereits in mehreren EU-Mitgliedstaaten als wichtige Risikokapitalgeber aus. Einschlägige EU-Instrumente und -Programme bauen darauf auf. Dazu gehören zum Beispiel das Rahmenprogramm für Wettbewerbsfähigkeit und Innovation (CIP) und die Europäischen Struktur- und Investitionsfonds (ESIF) sowie das EU-Programm für die Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen und KMU (COSME).

Ebenso räumen die im Juli 2014 geänderten Regeln für staatliche Beihilfen zusätzlichen Spielraum für staatliche Interventionen ein. Die Europäische Kommission ist entschlossen, die Bedingungen einschließlich der Ausstiegsmöglichkeiten für die Bereitstellung von Risikokapital neu zu prüfen, um Anreize für potenzielle Investoren zu schaffen, ausreichend Risikokapital für Startups in der Union zu mobilisieren.

Um Kleinanleger für eine größere Vielfalt an Finanzierungsmöglichkeiten am Kapital-

markt zu gewinnen, gilt es primär, Vertrauen in sichere und transparente Produkte zu schaffen. Dazu müssen wir uns über die möglichen Hindernisse für effiziente und faire Marktbedingungen im Klaren sein. Die Kommission plant in den kommenden Monaten eine Konsultation, um Einsichten zu gewinnen, wie das Privatkundensegment am Kapitalmarkt bestmöglich ausgebaut werden kann.

Die Funktionsweise der Märkte verbessern

Eine gründliche Analyse des bestehenden rechtlichen Rahmens sehe ich als Grundvoraussetzung für jede Reform. Aus derzeitiger Sicht erweist sich die Fortentwicklung des Einheitlichen Regelwerks (single rulebook) als bedeutender Schritt hin zu einem harmonisierten Rechtsrahmen für die Kapitalmärkte. Unterschiede bestehen jedoch nach wie vor in der Umsetzung und nationalen Auslegung der entsprechenden Regeln. Das Grünbuch thematisiert daher den möglichen Abbau bestehender Hemmnisse für die Investitionsströme innerhalb der EU. Dies betrifft insbesondere die mangelnde Harmonisierung des Gesellschafts-, Steuer- und Insolvenzrechts.

Zeitnahe Maßnahmen

Über die längerfristigen Maßnahmen hinaus hat die Europäische Kommission eine Reihe von Projekten mit raschem Handlungspotenzial angestoßen. Zu diesen zählen insbesondere fünf Projekte.

Als Erstes zu nennen ist der Abbau der Schranken für den Zugang zu den Kapitalmärkten insbesondere durch eine Überarbeitung der Prospektrichtlinie. Ein Prospekt umfasst alle wesentlichen Informationen über das Wertpapier, den Emittenten, das Unternehmen und alle an der Emission beteiligten Organe und Gesellschaften. Er unterliegt der Zulassung der zuständigen Finanzaufsichtsbehörde. Wir versuchen auch zu ermitteln, wie den Unternehmen, einschließlich der mittelständigen Betriebe, die Kapitalaufnahme in der gesamten EU erleichtert werden kann, um KMU-Wachstumsmärkte zu fördern. Im Zentrum standen dabei insbesondere die Prüfung der Erforderlichkeit von Prospekten, die Straffung des Genehmigungsverfahrens und die Möglichkeiten für eine Vereinfachung der in den Prospekten enthaltenen Informationen.

Das zweite Projekt betrifft die Verbreiterung der Anlegerbasis für KMU durch eine



Foto: Pythagomath/commons.wikimedia.org

Die Europäische Union will mit einer Kapitalmarktunion Investoren das Geschäft über europäische Ländergrenzen hinweg erleichtern

Verbesserung der Kreditinformationen. Ein gemeinsamer Mindestsatz vergleichbarer Informationen für Kreditauskünfte und Kreditbewertung könnte beitragen, mehr Finanzmittel für KMU zu mobilisieren. Eng verknüpft damit sind Pläne zur Bewertung der Kreditwürdigkeit (Kreditscoring) von KMU, welches beitragen könnte, die Finanzierung innovativer Startups mit hohem Wachstumspotenzial stärker zu diversifizieren. Hier muss allerdings berücksichtigt werden, dass nicht jedes KMU Anleger sucht.

Aus Sicht der Europäischen Kommission kann drittens auch ein nachhaltiger EU-Markt für hochwertige Verbriefungen, der sich auf einfache, transparente und standardisierte Verbriefungsinstrumente stützt, eine wertvolle Brückenfunktion zwischen Banken- und Kapitalmärkten schlagen. Trotz der geringen Verlusten bei europäischen Verbriefungen während der Krise hat sich dieser Bereich bisher noch nicht von seinem angeschlagenen Image erholt. Daher sind für eine EU-weite Initiative hohe Standards, Rechtssicherheit und Vergleichbarkeit für alle Verbriefungsinstrumente Voraussetzung.

Als vierter Punkt soll die Förderung langfristiger Investitionen durch ein 315 Milliarden Euro schweres Investitionsprogramm angestoßen und durch europäische langfristige Investmentfonds (ELTIF) verstärkt werden. Letztere sollen insbesondere institutionellen Anlegern, wie Versicherungsunternehmen oder Pensionsfonds, eine attraktive Investitionsalternative mit Perspektive auf stetige Einkommensströme oder langfristiges Kapitalwachstum bieten.

Letztlich ist die Entwicklung europäischer Märkte für Privatplatzierungen als kosteneffiziente Möglichkeit kapitalmarktbasierter Unternehmensfinanzierung, insbesondere für mittlere und große Unternehmen und potenziell auch für Infrastrukturprojekte, zu nennen.

Um die gesetzten Ziele zu erreichen, hat die Europäische Kommission parallel zum Grünbuch über die Kapitalmarktunion jeweils eine Konsultation zur Überarbeitung der Prospektrichtlinie wie auch zur Schaffung eines hochwertigen Verbriefungsmarktes durchgeführt.

Ansatz und Ausblick

Wir müssen über einen rein regulatorischen Ansatz hinausblicken. Der Übergang zu einer europäischen, langfristig orientierten Kapitalmarktkultur, unter Einbeziehung breiter Bevölkerungsschichten, voll-

zieht sich nicht zwingend in jedem Bereich durch Gesetzgebungsvorschläge. Vielmehr setzt dies ein Verständnis von den Zusammenhängen bestehender rechtlicher und struktureller Rahmensysteme und möglicher Hindernisse voraus, welche den freien Kapitalfluss in Europa erschweren. Das erfordert den Dialog mit allen Interessengruppen und insbesondere mit jenen, die diesen Hindernissen unmittelbar ausgesetzt sind.

Mehr als ein halbes Jahrhundert nachdem die Römischen Verträge die Kapitalverkehrsfreiheit als tragendes Prinzip des Binnenmarktes festgeschrieben haben, stehen wir, in Anbetracht der wirtschaftlichen Herausforderungen der Union, vor der Notwendigkeit, diesem Prinzip konkret Gestalt zu verleihen. Die Dringlichkeit dieses Unterfangens wird von vielen Akteuren auf der europäischen und nationalen Bühne geteilt. Ein wirklicher EU-Binnenmarkt für Kapital, in dem Anleger problemlos grenzüberschreitend investieren und Unternehmen sich unabhängig von ihrem Standort an unterschiedlichsten Quellen finanzieren können, wird dazu beitragen, europaweit inaktives Kapital freizusetzen und in der Wirtschaft arbeiten zu lassen. Hochentwickelte Kapitalmärkte ersetzen nicht, sondern ergänzen die etablierte Bankenfinanzierung und schaffen dadurch ein diversifizierteres Finanzsystem, welches den Herausforderungen der Union auch in Zukunft gewachsen ist. ■

Infos

Internetportal der Europäischen Kommission zur Kapitalmarktunion:

☞ http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_de.htm

Grünbuch der Europäischen Kommission zur „Schaffung einer Kapitalmarktunion“ vom 18. Februar 2015:

☞ http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper_de.pdf

Leitlinien für staatliche Beihilfen zur Förderung von Risikofinanzierungen:

☞ [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014XC0122\(04\)&from=DE](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014XC0122(04)&from=DE)

Konsultationsdokument zur Überprüfung der Prospektrichtlinie:

☞ http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/prospectus-directive/docs/consultation-document_en.pdf

Konsultationsdokument zum EU-Rahmen für eine einfache, transparente und standardisierte Verbriefung:

☞ http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/securitisation/docs/consultation-document_en.pdf