



EUROPÄISCHE  
KOMMISSION

Brüssel, den 25.3.2013  
COM(2013) 150 final

## **GRÜNBUCH**

### **LANGFRISTIGE FINANZIERUNG DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFT**

(Text von Bedeutung für den EWR)

{SWD(2013) 76 final}

## 1. EINLEITUNG

Europa steht vor der dringenden Aufgabe, die EU auf den Weg intelligenten, nachhaltigen und integrativen Wachstums zurückzuführen, und muss zu diesem Zweck Arbeitsplätze schaffen und seine Wettbewerbsfähigkeit auf dem Weltmarkt durch Nutzung seiner Wettbewerbsvorteile verbessern.

Die Bewältigung dieser Aufgabe erfordert im Einklang mit den Prioritäten der Strategie Europa 2020,<sup>1</sup> der Aktualisierung der Mitteilung zur Industriepolitik aus dem Jahr 2012<sup>2</sup>, der Leitinitiative „Innovationsunion“<sup>3</sup> und der „Connecting-Europe“-Fazilität<sup>4</sup> Anstrengungen zur Deckung des großen Bedarfs an langfristigen Investitionen. Unter langfristigen Investitionen wird die Bildung langlebiger Sachanlagen verstanden. Hierzu gehören Sachanlagen (z. B. Infrastrukturen für Energie, Verkehr und Kommunikation, Industrie- und Serviceeinrichtungen, Technologien für Wohnen, Klimawandel und Ökoinnovation) und immaterielle Vermögenswerte (z. B. Bildung, Forschung und Entwicklung), die Impulse für Innovation und Wettbewerbsfähigkeit geben. Viele dieser Investitionen dienen dem öffentlichen Interesse, da sie durch die Förderung essentieller Dienstleistungen und die Verbesserung des Lebensstandards positive Wirkung auf die gesamte Gesellschaft entfalten. Ihre Auswirkungen können sich aber auch kurzfristig bemerkbar machen. Sie schaffen für Unternehmen und Regierungen die Voraussetzungen, um mit weniger Ressourcen mehr zu erreichen, und tragen somit zur Überwindung neuer wirtschaftlicher, sozialer<sup>5</sup> und ökologischer Herausforderungen bei. Sie erleichtern den Übergang zu einer nachhaltigeren Wirtschaft und stärken die produktiven und industriellen Kapazitäten der Wirtschaft. Klimawandel und die Verknappung der natürlichen Ressourcen verdeutlichen, welche große Herausforderung nachhaltiges Wachstum darstellt, und machen vor dem Hintergrund des 2-Grad-Ziels der Klimapolitik und der angestrebten Abkopplung des Wirtschaftswachstums vom Ressourcenverbrauch mehr langfristige Investitionen in kohlenstoffarme Energien, Energie- und Ressourceneffizienz und Infrastrukturen erforderlich.

Um diese langfristigen Investitionen finanzieren zu können, brauchen Regierungen und Unternehmen jeder Größenordnung Zugang zu einer verlässlichen, langfristigen Finanzierung. Die Fähigkeit der Wirtschaft zur Finanzierung langfristiger Investitionen hängt davon ab, wie gut das Finanzsystem in der Lage ist, Spargelder von Regierungen, Unternehmen und privaten Haushalten wirksam und effizient zu kanalisieren, so dass diese über offene, wettbewerbsorientierte Märkte bei den richtigen Nutzern und Verwendungszwecken ankommen. Dies kann über zwischengeschaltete Intermediäre (z. B. Banken, Versicherer und Pensionsfonds) und durch direkten Zugang zu den Kapitalmärkten erfolgen. In diesem Grünbuch wird untersucht, wie dieser Prozess verläuft. Voraussetzung für die Kanalisierung langfristiger Finanzierungen zu angemessenen Kosten ist die Fähigkeit der Wirtschaft, Sparleistungen zu erzielen und Ersparnisse anzuziehen. Die staatliche Politik kann dies durch eine solide Finanzpolitik, leistungsfähige Steuersysteme und ein unternehmerfreundliches Umfeld fördern, das die Wirtschaft als Standort für Investitionen, einschließlich Investitionen aus dem Ausland, attraktiv macht.

---

<sup>1</sup> Siehe [http://ec.europa.eu/europe2020/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/europe2020/index_de.htm).

<sup>2</sup> Siehe <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0582:FIN:DE:PDF>.

<sup>3</sup> Siehe <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0546:FIN:DE:PDF>.

<sup>4</sup> Siehe [http://ec.europa.eu/bepa/pdf/cef\\_brochure.pdf](http://ec.europa.eu/bepa/pdf/cef_brochure.pdf).

<sup>5</sup> In der Mitteilung der Kommission „Sozialinvestitionen für Wachstum und sozialen Zusammenhalt“ (COM(2013) 83) wird darauf hingewiesen, dass die Mitgliedstaaten im sozialen Bereich mehr Gebrauch von innovativen Finanzierungsmöglichkeiten machen sollten, auch durch Beteiligung der Privatwirtschaft.

Ein problemloser Zugang zu langfristigen Finanzierungen ist von zentraler Bedeutung für strukturelle Wirtschaftsreformen und die Rückkehr zu langfristigem Wirtschaftswachstum. Langfristige Finanzierungen werden über den gesamten Lebenszyklus eines Unternehmens hinweg benötigt, von der Unternehmensgründung über die Wachstumsphase bis hin zur Phase der Wachstumskonsolidierung, und helfen den Unternehmen, sich innerhalb dieses Lebenszyklus weiterzuentwickeln. Deshalb müssen unterschiedliche Finanzinstrumente und -prozesse bekannt und verfügbar sein. Langfristige Finanzierungen dienen auch der Finanzierung von Ausfuhren und tragen somit zur Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit bei. Die Bedeutung langfristiger Finanzierungen für Wachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen wurde auf internationaler Ebene durch die G20 anerkannt<sup>6</sup>.

Seit der Finanzkrise schafft es der Finanzsektor in Europa weniger gut, Ersparnisse in langfristige Investitionen zu leiten. Vor allem haben die Finanzkrise und die derzeit schwache gesamtwirtschaftliche Lage ein Klima der Unsicherheit und der Risikoscheu geschaffen, das insbesondere Mitgliedstaaten, die unter finanziellem Druck stehen, und KMU zu spüren bekommen. Die Banken können infolge der Finanzkrise weniger Kredite mit langen Laufzeiten anbieten, da sie den Fremdkapitalanteil weiter verringern und die Exzesse der Vergangenheit korrigieren müssen. Gleichzeitig dämpfte die Krise Vertrauen und Risikobereitschaft von Kreditnehmern und institutionellen Anlegern.

Eine wichtige Lehre aus der Krise ist die Einsicht in die Notwendigkeit einer angemessenen Regulierung und Überwachung des Finanzsektors, da nur so finanzielle Stabilität gewährleistet und das Vertrauen in die Märkte wiederhergestellt werden kann. Deshalb sollte die Feinabstimmung des neuen Regulierungs- und Aufsichtsrahmens darauf ausgerichtet sein, dem Finanzsektor auf möglichst effiziente Weise und ohne Gefährdung der finanziellen Stabilität Möglichkeiten zur Unterstützung der Realwirtschaft zu geben.

Über die Bewältigung der Finanzkrise hinaus bleibt die wichtige Frage, ob Europa im Zusammenhang mit der Finanzierung langfristiger Investitionen einen Weg aus seiner traditionell starken Abhängigkeit von der Vermittlungstätigkeit der Banken hin zu einem stärker diversifizierten System findet, das durch einen deutlich höheren Anteil der direkten Kapitalmarktfinanzierung und ein stärkeres Engagement institutioneller Anleger und anderer Finanzmärkte gekennzeichnet ist. Es besteht kein Zweifel daran, dass die Banken aufgrund ihrer Kompetenzen bei der Risikobewertung, ihrer Kenntnis der Unternehmen vor Ort und ihrer Beziehungen zu diesen Unternehmen weiterhin wichtige Akteure bei der Kanalisierung langfristiger Investitionen sein werden. Es ist jedoch nicht sicher, ob die Geschäftsbanken langfristige Vermögenswerte wieder im gleichen Umfang wie früher bis zu deren Fälligkeit halten werden.

Die Tatsache, dass die Banken bei der Vergabe langfristiger Kredite eine schwächere Rolle spielen werden, schafft hinsichtlich der Kanalisierung der Finanzierungen in langfristige Investitionen einen neuen Bedarf und eröffnet neue Möglichkeiten für andere Finanzinstitute und für die marktgestützte Finanzierungsvermittlung. Wie gut institutionelle Anleger und Märkte diese Lücke schließen werden können, hängt jedoch von mehreren Faktoren ab. Vor dem Hintergrund der geforderten Kalibrierung des Aufsichtsrahmens vertreten viele Beteiligte die Ansicht, dass Rechnungslegungsstandards, die Techniken der Wertermittlung und das Verhalten der Vermögensverwalter zusätzliche Kosten verursachen und Fehlanreize setzen. Zudem sind die Märkte für Unternehmensanleihen, Aktien und Verbriefungen in Europa im Vergleich zu anderen Volkswirtschaften immer noch relativ schwach entwickelt und haben KMU kaum Zugang zu anderen als Bankfinanzierungen.

---

<sup>6</sup> Siehe <http://www.g20.org/news/20130216/781212902.html>.

Die Sicherung wirksamer und effizienter Vermittlungskanäle für langfristige Finanzierungen ist eine komplexe und vielschichtige Aufgabe. Mit diesem Grünbuch soll eine breit angelegte Debatte darüber angestoßen werden, wie das Angebot an langfristigen Finanzierungen verbessert und das System der Finanzvermittlung für langfristige Investitionen in Europa gestärkt und diversifiziert werden kann. Die Fragen, die im Rahmen der Konsultation gestellt werden, zeigen, dass dabei auch den Eigenheiten der einzelnen Finanzmarktakteure Rechnung zu tragen ist und ganz unterschiedliche Grundvoraussetzungen zu berücksichtigen sind. Die Antworten auf die gestellten Fragen werden der Kommission bei der weiteren Ermittlung von Hindernissen für langfristige Finanzierungen und bei der Suche nach Lösungen zur Überwindung dieser Hindernisse helfen. Hier sind unterschiedliche Folgemaßnahmen denkbar: in bestimmten Bereichen können die Einführung neuer oder die Änderung vorhandener Regulierungsmaßnahmen erforderlich sein, während in anderen eher eine stärkere Koordinierung und die Anwendung bewährter Verfahren auf EU-Ebene gefördert werden sollten; auch im Rahmen des Europäischen Semesters kann mit einzelnen Mitgliedstaaten ein konkretes Follow-up vereinbart werden. Dieses Grünbuch wird durch eine Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen ergänzt, in der die zugrunde liegenden Analysen im Detail ausgeführt sind.

## 2. ANGEBOT LANGFRISTIGER FINANZIERUNGEN UND MERKMALE LANGFRISTIGER INVESTITIONEN

In welchem Umfang eine Wirtschaft langfristige Investitionen finanzieren kann, hängt davon ab, wie groß die Sparleistung ist und wie gut es gelingt, ausländische Direktinvestitionen (ADI) anzuziehen und zu halten.

Langfristige Finanzierungen können aus unterschiedlichen Quellen stammen, darunter Regierungen, Unternehmen und private Haushalte. Regierungen und Unternehmen schaffen auch eine Nachfrage nach langfristiger Finanzierung. In Europa liegen sowohl die Investitionsquote als auch die gesamtwirtschaftliche Sparquote bei etwa 20 %. Dies ist im Vergleich zu anderen Regionen ein günstiger Wert. Hinter diesem Gesamtbild verbirgt sich jedoch die Tatsache, dass private Investitionen im Jahr 2011 deutlich unter dem Niveau von 2007 lagen und dieser Rückgang vier Mal höher war als der Rückgang des realen BIP im selben Zeitraum<sup>7</sup>. Aufgrund der ungünstigen makroökonomischen Lage und der schwachen Aussichten herrscht sowohl bei Sparern als auch Anlegern derzeit ein hoher Grad an Unsicherheit und Risikoscheu und mangelt es generell an Vertrauen. Dies kann bleibende Auswirkungen haben, dauerhafte Hindernisse für das Angebot langfristiger Finanzierungen schaffen, aber auch die Nachfrage bremsen:

- **Regierungen:** Öffentliche Mittel aus Steuern und öffentlicher Schuldenaufnahme spielen aufgrund der positiven externen Effekte, die häufig mit öffentlichen Investitionen in Verbindung gebracht werden, und wegen deren Komplementarität zu privaten Investitionen eine wichtige Rolle für die Finanzierung langfristiger Investitionen. Auch wenn Regierungen bei der Bereitstellung öffentlicher Güter und öffentlicher Infrastruktur immer ein wichtiger Akteur bleiben werden, stellt die Verbesserung der Ausgabeneffizienz durch systematischere Kosten-Nutzen-Analysen und ein gründliches Projektscreeing seit langem eine große Herausforderung dar. Zudem unterstützen öffentliche Mittel in Form von Zuschüssen oder Darlehen langfristige Investitionen des Privatsektors in Bereichen, in denen das Volumen privater Finanzierungen und/oder Investitionen aufgrund von Marktversagen

---

<sup>7</sup> Siehe McKinsey Global Institute (2012).

noch steigerungsfähig ist. Öffentliche Mittel sollten private Finanzierungen nicht ersetzen, sondern als Katalysator für solche Investitionen wirken und bei der Risikosteuerung helfen.

- **Unternehmen:** Unternehmen finanzieren Investitionen entweder aus eigenen Mitteln oder über das Finanzsystem. Momentan lasten die schwache Nachfrage und Marktunsicherheiten auf den Unternehmensgewinnen. Die Unternehmensinvestitionen sind gleichzeitig noch stärker gesunken, so dass sich in einigen Mitgliedstaaten die internen Rücklagen – insbesondere von Großunternehmen – erhöht haben; deren Barmittel und gleichwertige Positionen sind von 2009 bis 2011 schätzungsweise um rund vier Prozentpunkte gestiegen.<sup>8</sup> Viele KMU leiden dagegen unter permanentem Liquiditätsmangel.
- **Private Haushalte:** Private Haushalte sind die wichtigste Finanzierungsquelle für Investitionen, bevorzugen jedoch kurzfristige Spareinlagen und haben im Zeitraum 2000-2010 den Anteil von Wertpapieren an ihrem finanziellen Vermögen um acht Prozentpunkte verringert<sup>9</sup>. Besonders wichtig sind generell Liquidität und einfache Zugriffsmöglichkeiten. Stabilität wird groß geschrieben und Risikoscheu ist weit verbreitet. Daher die Notwendigkeit einer stärkeren Mobilisierung langfristiger Spareinlagen.
- **Externe Finanzierung:** Auch ADI sind eine traditionell wichtige Finanzierungsquelle für langfristige Projekte. Trotz der Krise hat sich der Zufluss von ADI in die EU im Jahr 2011 nach dem drastischen Einbruch der letzten Jahre erholt und im Jahr 2011 242 Mrd. EUR erreicht, was gegenüber 2010 einem Zuwachs um 13 % entspricht. Innerhalb der EU bestehen diesbezüglich jedoch große Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern.

Die langfristigen Wachstumsaussichten einer Volkswirtschaft hängen unter anderem davon ab, wie gut der Finanzsektor in der Lage ist, Spargelder aus den oben genannten Quellen in **produktive Investitionen** zu lenken. Dieses Grünbuch befasst sich mit langfristigen Investitionen im Sinne der Bildung langlebiger Sachanlagen und immaterieller Vermögenswerte. Der Schwerpunkt liegt somit auf Produktiv- (im Gegensatz zu Finanz-) Kapital, was dem Konzept der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung ähnelt, bei der Investitionen als Bruttoanlageinvestitionen spezifiziert werden. Die Bildung von Produktivkapital ist während der Finanzkrise stark eingebrochen, und in vielen EU-Ländern liegt das Investitionsvolumen immer noch unterhalb des Vorkrisenstands. Investitionen in Sachanlagen und immaterielles Produktivkapital sind von entscheidender Bedeutung für eine Trendumkehr in der EU-Wirtschaft und werden ein Eckpfeiler jeder Strategie für langfristiges Wachstum sein.

Dass das Hauptaugenmerk den langlebigen Investitionsgütern (z. B. Wirtschafts- und Sozialinfrastruktur, Gebäude sowie FuE, Bildung und Innovationen) gilt, liegt nicht daran, dass diese für Wachstum wichtiger wären als kurzlebige Investitionsgüter (z. B. Computer, Mobiltelefone und Fahrzeuge), sondern daran, dass die Investitionsvolumen für kurzlebige Investitionsgüter stark prozyklisch orientiert sind. Diese Volumina befinden sich wegen der schwachen makroökonomischen Aussichten in Europa zurzeit zwar auf einem niedrigen Niveau, dürften sich jedoch schnell erholen, sobald die Wirtschaft wieder Fahrt aufnimmt.

---

<sup>8</sup> Auf der Grundlage einer Umfrage über Barmittel und Barmitteläquivalente bei 170 europäischen, von Fitch bewerteten Großunternehmen außerhalb der Finanzbranche.

<sup>9</sup> Siehe McKinsey Global Institute (2011).

Das gleiche gilt für andere Ausgaben produktiver Firmen wie Personalkosten (Einstellungen) und Vorleistungskäufe.

Ganz anders stellt sich die Situation bei langfristigen Investitionsgütern dar, die durch lange Investitions-/Bauzeiträume gekennzeichnet sind und angesichts der Tatsache, dass die Cashflows, die eine Kapitalrendite ermöglichen, erst nach einem beträchtlichen Zeitraum eingehen, eine **langfristige Finanzierung** erfordern. Da ein erheblicher Anteil des langfristigen Produktivkapitals aus öffentlichen Infrastrukturen besteht, erfüllt diese Art von Kapital von jeher eine stabilisierende Rolle für die Wirtschaft, wobei der Erfolg davon abhängt, wie gut Regierungen es schaffen, öffentliche Investitionen antizyklisch zu tätigen, und wie stark der Finanzsektor bei seinen Investitionstätigkeiten auf eine rege Wirtschaftstätigkeit nach Abschluss der Bauarbeiten vertraut.

Es gibt keine einheitliche, allgemein anerkannte Definition des Begriffs „langfristige Finanzierung“. Generell kann sie als Finanzierung von über einen längeren Zeitraum hinweg laufenden Investitionen durch das Finanzsystem betrachtet werden. Bei dieser Definition liegt der Schwerpunkt auf mehreren Merkmalen langfristiger Finanzierungen<sup>10</sup>. Bei anderen, unter der Schirmherrschaft der G20 laufenden internationalen Arbeiten zu langfristigen Investitionen wird der Begriff „langfristige Finanzierung“ enger gefasst. Hier liegt der Schwerpunkt auf Laufzeiten von mehr als fünf Jahren, wobei auch Finanzierungsquellen ohne spezifische Laufzeit (z. B. Aktien) einbezogen werden.

Fragen:

*1) Stimmen Sie der hier vorgenommenen Analyse des Angebots und der Merkmale langfristiger Finanzierungen zu?*

*2) Wie könnte eine optimale Definition des Begriffs „langfristige Finanzierung“ Ihrer Ansicht nach lauten?*

### **3. FÖRDERUNG EINER LANGFRISTIGEN FINANZIERUNG DER EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFT**

Wie bei allen Finanzierungsarten hängt die Fähigkeit der Wirtschaft zur Finanzierung langfristiger Investitionen davon ab, wie gut das Finanzsystem in der Lage ist, Mittel wirksam und effizient zu kanalisieren, so dass diese über offene, wettbewerbsorientierte Märkte bei den richtigen Nutzern und Verwendungszwecken ankommen. Dieser Prozess kann über Intermediäre (z. B. Banken, Versicherer und Pensionsfonds) und durch direkten Zugang zu den Finanzmärkten erfolgen. Allerdings wird die Wirksamkeit des Angebots an langfristigen Finanzierungen durch mehrere Faktoren beeinträchtigt. Die Suche nach Lösungen wird in einigen Fällen mehr Zeit in Anspruch nehmen als in anderen.

Eine der wichtigsten Lehren aus der Krise ist die Einsicht in die Notwendigkeit einer angemessenen Regulierung und Überwachung des Finanzsektors, da nur so finanzielle Stabilität gewährleistet und das Vertrauen in die Märkte wiederhergestellt werden kann. Die EU setzt derzeit ein umfassendes Programm zur Reform des Finanzsystems um, das breiter angelegte fiskalische und wirtschaftspolitische Reformen ergänzt. Finanzielle Stabilität ist

---

<sup>10</sup> Hierzu zählen die Merkmale des Anlegers, die Art der Vermögenswerte, die Art des Finanzintermediärs und die Bewertung und Bepreisung des Vermögenswertes. Weitere Einzelheiten können der beigefügten Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen entnommen werden.

von zentraler Bedeutung, reicht alleine aber nicht aus. Die Feinabstimmung des neuen Regulierungs- und Aufsichtsrahmens muss im Rahmen umfassenderer Maßnahmen den Finanzsektor auf möglichst effiziente Weise, mit geeigneten Anreizen und ohne Gefährdung der finanziellen Stabilität in die Lage versetzen, die Realwirtschaft zu unterstützen; hier kann auch die Steuerpolitik eine Rolle spielen.

Behörden und Marktteilnehmer tragen beide Verantwortung für die Schaffung eines solchen Umfelds, das neues Vertrauen und Rechtssicherheit bringt und die Attraktivität Europas als Investitionsstandort erhöht. Somit sollte bei der **Förderung der langfristigen Finanzierung der europäischen Wirtschaft ein breites Spektrum miteinander verknüpfter Einzelziele** berücksichtigt werden:

- **Fähigkeit der Finanzinstitute zur Kanalisierung langfristiger Finanzierungen;**
- **Effizienz und Wirksamkeit der Finanzmärkte bei der Bereitstellung langfristiger Finanzierungsinstrumente;**
- **Querschnittsfaktoren, die langfristiges Sparen und langfristige Finanzierungen ermöglichen;**
- **Erleichterung des Zugangs zu Bankkrediten und Nichtbankenfinanzierungen für KMU.**

### **3.1. Fähigkeit der Finanzinstitute zur Kanalisierung langfristiger Finanzierungen Geschäftsbanken**

Banken sind in Europa traditionell die wichtigsten Finanzintermediäre. Der Anteil des Bankensektors ist in der EU im internationalen Vergleich, und insbesondere mit Blick auf die USA, sehr hoch; Europa ist somit stärker von der Vermittlungstätigkeit der Banken abhängig. Dies schafft besondere Herausforderungen für langfristige Finanzierungen.

Die Krise hat deutlich gemacht, welche Risiken ein übermäßiger Rückgriff auf Fremdkapital und eine exzessive Fristentransformation bergen. Diese Praxis hat im Zusammenspiel mit der nachlassenden Nachfrage in einigen in die Rezession gerutschten Ländern dazu geführt, dass viele Banken ihren Fremdkapitalanteil verringert haben, wodurch die aktuelle Knappheit an langfristigen Finanzierungen noch verschärft wurde<sup>11</sup>. Selbst wenn dieser Prozess der Verringerung des Fremdkapitalanteils abgeschlossen ist, wird die Neubewertung der Risiken nach der Krise zu einer Steigerung der Kapitalkosten führen. Zudem können auch die Kosten, die für Instrumente zur Bewältigung der Bankenkrise anfallen, die Kapitalkosten verteuern, wobei nicht zu vergessen ist, dass Gesellschaft und Wirtschaft große Nutznießer eines leichter sanierbaren Bankensektors sein werden. Das Engagement von Banken in Staatspapieren und eine strengere Regulierung haben dazu beigetragen, dass Banken sich stärker auf ihren heimischen Markt konzentrieren; dies äußert sich in einem Rückgang grenzüberschreitender Finanzierungen und einer Fragmentierung des Binnenmarkts. Dadurch werden die Finanzierungsmöglichkeiten weiter verschlechtert und die Kapitalkosten, insbesondere in Ländern, die sich derzeit unter Druck befinden, in die Höhe getrieben.

---

<sup>11</sup> So ergab z. B. die EZB-Erhebung zur Kreditvergabe der Banken (Bank Lending Survey) vom Oktober 2012 eine Verschärfung der Kreditstandards von Banken des Euroraums für Darlehen und Kreditlinien an Unternehmen um insgesamt 15 %, gegenüber 10 % im zweiten Quartal 2012. Auch hinsichtlich des Volumens neuer langfristiger Darlehen war in der ersten Jahreshälfte 2012 ein deutlicher Rückgang zu verzeichnen; ihr Bestand zeigt einen signifikanten Abwärtstrend am ganz kurzen Ende.

In Zukunft sollen gemeinsame europäische **Aufsichtsregeln für Banken** die Exzesse der Vergangenheit verhindern helfen, die Widerstandsfähigkeit der Banken gegen Risiken erhöhen, das notwendige Vertrauen schaffen und dank eines einheitlichen Regelwerks die Integrität des Binnenmarkts schützen. Mit der aufsichtsrechtlichen Regulierung müssen mit Blick auf langfristige Finanzierungen Risiken angegangen werden, denen Banken bei der Nutzung kurzfristiger Einlagen zur Finanzierung langfristiger Kredite ausgesetzt sind. Eingeschränkte Möglichkeiten der Banken, kurzfristige Finanzierungen auf diese Weise zu nutzen, müssen nicht automatisch der Kreditvergabe an die Realwirtschaft schaden. Der potenzielle Zielkonflikt zwischen Beschränkungen der Liquiditätsschaffung zur Gewährleistung von Stabilität einerseits und der Verfügbarkeit langfristiger Finanzierungen für die Realwirtschaft andererseits macht jedoch eine angemessene Kalibrierung und eine progressive Umsetzung der Vorschriften erforderlich. Jüngste Vorschläge des Basler Ausschusses zum Liquiditätsbedarf zielen auf eine bessere Widerstandsfähigkeit der Banken ab und sollen gleichzeitig sicherstellen, dass Beschränkungen der Fristentransformation keine ungewollten Wirkungen zeitigen. Die Kommission hat einen Überwachungszeitraum und eine Überprüfung der Kalibrierung der Parameter für den Liquiditätsbedarf vorgeschlagen<sup>12</sup>.

Eine weitere Folge der Krise, die sich auf die Fähigkeit der Banken zur Kanalisierung langfristiger Finanzierungen auswirken könnte, ist die zunehmende Debatte darüber, ob weitere, direkt auf die Struktur der Banken ausgerichtete Reformen die Wahrscheinlichkeit und die Auswirkungen von Bankenpleiten weiter verringern, die Kontinuität grundlegender wirtschaftlicher Funktionen gewährleisten und gefährdete Kleinanleger besser schützen würden. Der jüngste Bericht der Gruppe hochrangiger Sachverständiger zur **Reform der Struktur des EU-Bankensektors** belegt, wie die Politik der Banken in den vergangenen Jahrzehnten zu einem unverhältnismäßig hohen Anstieg der Geschäfte innerhalb des Finanzsektors geführt hat; dies ging zulasten des Kundengeschäfts, einschließlich der langfristigen Finanzierung von Unternehmen. Die Gruppe empfahl die Einschränkung und Abtrennung riskanter Handelspraktiken. Die Kommission denkt derzeit über Folgemaßnahmen zum Bericht der Gruppe nach.

Die Banken werden in Europa natürlich nicht aus der Kreditvermittlungskette verschwinden. Aufgrund ihrer Kompetenz bei der Risikobewertung, ihrer Kenntnis der Unternehmen vor Ort und ihrer Beziehungen zu diesen Unternehmen werden sie weiterhin wichtige Akteure sein und müssen dies auch bleiben. Angesichts der Entwicklungen im Bankensektor seit Beginn der Krise gibt es jedoch einen neuen Bedarf und neue Möglichkeiten für andere Intermediäre, die durch eine ausgewogenere Kanalisierung finanzieller Mittel in langfristige Investitionen die Banken in ihrer Rolle ergänzen können.

Frage:

*3) Welche Rolle sollten die Banken angesichts der Entwicklungen im Bankensektor Ihrer Ansicht nach bei der Kanalisierung von Finanzierungen in langfristige Investitionen künftig spielen?*

### **Nationale und multilaterale Entwicklungsbanken und finanzielle Anreize**

National und international tätige Entwicklungsbanken sollten als Katalysator für langfristige Finanzierungen wirken und Effizienz und Wirksamkeit von Finanzmärkten und –instrumenten verbessern helfen. Auch wenn bestimmte Investitionen positive Nettobeiträge zum wirtschaftlichen Wohlstand liefern, kann Marktversagen die Anleger davon abhalten, bestimmte Risiken einzugehen und/oder bestimmte Anlageentscheidungen zu treffen. In

<sup>12</sup> Siehe [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/regcapital/new\\_proposals\\_de.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/new_proposals_de.htm).



dieser Situation können nationale und multilaterale Entwicklungsbanken eine nützliche Rolle bei der Stimulierung privater Finanzierungen spielen, da sie Zielen des öffentlichen Interesses und damit der Erreichung eines größeren wirtschaftlichen, sozialen und ökologischen (d. h. nicht rein finanziellen) Mehrwerts verpflichtet sind. Sofern sie bei nachgewiesenem Marktversagen ansetzen, können sie eine wichtige antizyklische Funktion wahrnehmen, indem sie z. B. die Volatilität der Finanzierungskosten für bestimmte Anlegerkategorien verringern und dem kurzfristigen Denken privater Akteure entgegenwirken. Die Leitung der Entwicklungsbanken muss in diesem Zusammenhang jedoch sicherstellen, dass Vorteile bei den Finanzierungskosten nicht dazu genutzt werden, die Privatfinanzierung zu verdrängen. Vielmehr sollten sie sich darum bemühen, als Katalysator für private Finanzierungen in Bereichen zu wirken, in denen Fortschritte sich nur langsam einstellen.

Öffentliche Interventionen sind auf direktem oder indirektem Wege möglich, indem bestimmte Finanzierungsprodukte, einschließlich der Teilung und/oder Deckung von Risiken,<sup>13</sup> angeboten oder unterstützt oder Finanzintermediäre in geeigneten Netzen<sup>14</sup> zusammengeführt werden. Im EU-Haushalt gibt es derzeit eine Reihe von EU-Finanzierungsinstrumenten<sup>15</sup>, die zum Teil gemeinsam von der Kommission, der Europäischen Investitionsbank (EIB) und dem Europäischen Investitionsfonds (EIF) oder auch in Partnerschaft mit den Mitgliedstaaten verwaltet werden und dem Ziel dienen, Marktlücken zu schließen und den Zugang zu Finanzmitteln, einschließlich längerfristiger Finanzierungen, zu erleichtern.<sup>16</sup> Im Rahmen des mehrjährigen Finanzrahmens (MFR) der EU wird verstärkt auf Finanzinstrumente zurückgegriffen werden, die EU-Ausgaben durch stärkere Nutzung von Hebeln und Mobilisierung privater langfristiger Finanzierungen wirksamer machen können. Fast der gesamte MFR, einschließlich aller strukturpolitischen Instrumente der EU, kommt für Finanzierungsinstrumente in Frage. Deren Wirksamkeit wird von der engen Vernetzung und Zusammenarbeit zwischen der Kommission, der EIB-Gruppe und den Mitgliedstaaten abhängen.

Öffentliche Interventionen dürfen nicht zu einer Fragmentierung des Binnenmarkts beitragen. Koordinierung, Evaluierung und Rechenschaftspflichten zwischen der nationalen und der europäischen Ebene können dazu beitragen, dies zu verhindern, und dem europäischen Konzept einen größeren Mehrwert zu verleihen. Eine engere Zusammenarbeit zwischen nationalen und multilateralen Entwicklungsbanken unter der Ägide von Kommission und EIB

---

<sup>13</sup> So können beispielsweise „Brückenprodukte“ Anlegern und Finanzinstituten die Risikoscheu nehmen. Dazu gehören u. a. Bonitätsverbesserungen für Erstausfallrisiken oder Mezzanin-Kapital oder auf die Frühphase und auf großmaßstäbliche Demonstrationsprojekte spezialisierte Instrumente, bei denen die öffentliche Hand Finanzierungen des Privatsektors ergänzt.

<sup>14</sup> Z. B. Long-Term Investors Club. Siehe <http://www.ltci.org/>.

<sup>15</sup> Beteiligungs- oder Risikokapital, Garantien oder andere Instrumente der Risikoteilung mit Unterstützung aus dem zentralen EU-Haushalt oder dem Haushalt der Strukturfonds. Siehe hierzu Mitteilung der Kommission „Ein Rahmen für die nächste Generation innovativer Finanzinstrumente – die EU Beteiligungs- und Kreditfinanzierungsplattformen“ (KOM(2011) 662).

<sup>16</sup> So die Projektanleiheninitiative und Instrumente, die mit Mitteln der Struktur- und Investmentfonds Schulden-, Mezzanin- und Eigenkapitalfinanzierungen für KMU, Gemeinden und Infrastrukturprojekte ermöglichen. Die Kommission schlug im Jahr 2011 ein Infrastrukturpaket vor, das sich aus einem neuen Haushaltsinstrument, der „Connecting-Europe“-Fazilität, überarbeiteten Leitlinien für die Bereiche Verkehr, Energie und IKT sowie einem Programm für die Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen und KMU (COSME) zusammensetzt. Kommission und EIB haben mit der Fazilität für Finanzierungen auf Risikoteilungsbasis (RSFF) zugunsten forschungsintensiver, innovativer Unternehmen und dem Kreditgarantieinstrument für TEN-Verkehrsprojekte zugunsten von Verkehrsprojekten zwei Fazilitäten für die Finanzierung auf Risikoteilungsbasis entwickelt. Bisher sind aus den Strukturfonds für den Zeitraum 2007-2013 EU-Mittel in Höhe von mindestens 10,7 Mrd. EUR in Finanzierungsinstrumente geflossen, meist EFRE-Mittel zur Verbesserung des Zugangs von KMU zu Finanzmitteln. Diese Gelder werden langfristig zum Vorteil der europäischen Wirtschaft neu investiert.

könnte einer solchen Koordinierung dienen, z. B. durch Förderung europäischer wirtschaftlicher Interessenvereinigungen für die Finanzierung grenzüberschreitender Vorhaben. Auch ausländische Staatsfonds und Möglichkeiten zur Förderung bzw. Schaffung solcher Fonds in Europa könnten in Erwägung gezogen werden.

Fragen:

*4) Wie könnten nationale und multilaterale Entwicklungsbanken die Finanzierung langfristiger Investitionen optimal unterstützen? Bestehen mit Blick auf die Ziele der EU-Politik Möglichkeiten für eine stärkere Koordinierung zwischen diesen Banken? Wie könnten Finanzierungsinstrumente des EU-Haushalts die Finanzierung langfristiger Investitionen in nachhaltiges Wachstum besser fördern?*

*5) Gibt es andere politischen Instrumente und Rahmenbedingungen, die die Finanzierung langfristiger Investitionen unterstützen könnten?*

### **Institutionelle Anleger**

Aufgrund des längeren Zeithorizonts ihrer Geschäftsmodelle eignen sich institutionelle Anleger wie (Lebens-)Versicherer, Pensionsfonds, Investmentfonds und Stiftungen gut als Anbieter langfristiger Finanzierungen. Zusammen verwalten sie ein Vermögen von geschätzten 13 800 Mrd. EUR, d. h. mehr als 100 % des BIP der EU<sup>17</sup>. Auch sonstige institutionelle Anleger wie Staatsfonds, Infrastrukturfonds und bis zu einem gewissen Umfang Private Equity-Fonds treten als Anbieter von langfristigem Kapital auf. Auch Risikokapital kann Möglichkeiten für eine langfristige Finanzierung bieten.

Dank der langen Laufzeiten ihrer Verbindlichkeiten können institutionelle Anleger zumindest prinzipiell Daueranlagen in langfristige Produktionsmittel tätigen, die zum Ausgleich der längerfristigen Risiken und der für viele dieser Vermögenswerte charakteristischen schwachen Liquidität höhere Renditen bieten. Aufgrund der längeren Zeithorizonte können institutionelle Anleger geduldig und antizyklisch agieren, sind nicht an kurzfristiges Denken gebunden und haben einen geringeren Bedarf an Fristentransformationen. Die Notwendigkeit der Diversifizierung und die Suche nach Rendite in einem Niedrigzinsumfeld haben der Expansion in langfristige Finanzierungen weiteren Vorschub geleistet. Mittlerweile ist ein erheblicher Anteil ihrer Portfolios in langfristigen Instrumenten wie Beteiligungskapital, Private Equity und anderen schwachliquiden Vermögenswerten angelegt (einige Pensionsfonds haben z. B. in den letzten Jahren direkt in großmaßstäbliche Projekte im Bereich der erneuerbaren Energien investiert).

Institutionelle Anleger unterliegen wie die Banken einer Vielzahl aufsichtsrechtlicher Vorschriften und müssen Rechnungslegungsstandards einhalten. Die neuen Aufsichtsregeln für **Versicherungsunternehmen** (Solvabilität II-Richtlinie)<sup>18</sup> schreiben vor, je nach Art und Laufzeit ihrer Verbindlichkeiten Vermögenswerte zur Risikodeckung vorzuhalten; langfristige Investitionen werden auf die gesellschaftlichen Funktionen dieser Unternehmen abgestimmt. Solvabilität II zielt auf die Einführung einer harmonisierten Regelung ab, die sich an den wirtschaftlichen Risiken orientiert; die Bewertung von Vermögen erfolgt nach dem marktkonformen wirtschaftlichen Wert. Wie sich neue Aufsichtsregeln auf das Angebot langfristiger Finanzierungen der Versicherer auswirken, hängt zum Teil davon ab, in welcher Ausgangslage diese sich befinden und wie längerfristige Vermögenswerte im Detail behandelt werden. Der Schwerpunkt liegt hier auf der Frage, wie vermieden werden kann, dass

<sup>17</sup> Siehe Fitch 2011 und EFAMA (2012).

<sup>18</sup> Siehe [http://ec.europa.eu/internal\\_market/insurance/solvency/future/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/solvency/future/index_en.htm).

Eigenkapitalanforderungen bezüglich des gehaltenen Risikos übermäßig auf der Haltung langfristiger Vermögenswerte lasten; zudem sollte es zu keiner Schwächung der positiven Anreize kommen, die Solvabilität II bietet, damit langfristigen Verbindlichkeiten entsprechende langfristige Investitionen gegenüberstehen.

Die Kommissionsdienststellen haben in diesem Zusammenhang die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) aufgefordert zu prüfen, ob die Feinkalibrierung der Kapitalanforderungen für Investitionen in bestimmte Vermögenswerte unter der Solvabilität-II-Regelung (einschließlich Finanzierung von Infrastruktur und Projektanleihen, KMU-Finanzierung, Verbriefung usw.) angepasst werden sollte, um Hindernisse für langfristige Finanzierungen unter Vermeidung weiterer Aufsichtsrisiken auszuschließen. Kommission, Rat und Parlament haben auch über Maßnahmen, durch die das Anbieten von Versicherungsprodukten mit langfristigen Garantien und langfristigen Investitionen im Rahmen von Solvabilität II erleichtert wird, gesprochen. Die EIOPA wird diese Maßnahmen bis Juni 2013 bewerten. Auf der Grundlage der Ergebnisse dieser technischen Prüfung wird die Kommission über Maßnahmen berichten, die in die Solvabilität-II-Richtlinie oder in die einschlägigen delegierten Rechtsakte aufgenommen werden sollten.

Pensionsfonds müssen ihre Risiken so steuern, dass die jährliche Rendite für die Begünstigten in der erforderlichen Höhe erzielt wird. Die Eigenkapitalvorschriften für Pensionsfonds variieren von Mitgliedstaat zu Mitgliedstaat und unterscheiden sich von den Vorschriften für Versicherer, da den unterschiedlichen Risiken im Zusammenhang mit der betrieblichen Altersversorgung und den ihnen zur Verfügung stehenden Finanzmitteln Rechnung zu tragen ist. Die Kommission plant eine Überarbeitung der Richtlinie über Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (Pensionsfonds-Richtlinie)<sup>19</sup>, um u. a. einen besseren Schutz der Versorgungsanwärter zu ermöglichen und grenzüberschreitende Tätigkeiten in diesem Bereich zu vereinfachen. Neue aufsichtsrechtliche Vorschriften für betriebliche Pensions- und Rentensysteme dürfen einer nachhaltigen, langfristigen Finanzierung nicht schaden. Deshalb müssen bei der Überprüfung der Pensionsfonds-Richtlinie auch potenzielle Auswirkungen auf langfristige Finanzierungen und das Wirtschaftswachstum berücksichtigt werden.

Neben aufsichtsrechtlichen Vorschriften wirken sich auch eine Reihe anderer struktureller Faktoren auf die Rolle aus, die institutionelle Anleger für langfristige Finanzierungen spielen. Der wirtschaftliche Abschwung wird die langfristige Portfoliostrukturierung der institutionellen Anleger wahrscheinlich nachhaltig verändern und sich zugunsten eher konservativer Investitionsstrategien auswirken. So ist zum Beispiel die durchschnittliche Exposition institutioneller Anleger gegenüber Infrastrukturanlagen im Vergleich zu Immobilienwerten und gemessen am tatsächlichen Bedarf an Infrastrukturinvestitionen nach wie vor niedrig. Ferner könnte der Großmaßstab langfristiger Investitionsvorhaben bei institutionellen Anlegern Bedenken bezüglich Risikomanagement und Diversifizierungsbedarf wecken. Bei institutionellen Anlegern, die nicht Banken sind, sind die Verantwortlichen der Vermögensverwaltung unter Umständen weniger vertraut im Umgang mit schwachliquiden Vermögenswerten; diese Aufgaben wurden zuvor häufig spezialisierten Versicherern übertragen, die diese Vermögenswerte mit Sicherheiten unterlegten. Dies bedeutet, dass einige Anleger im Laufe der Zeit sich das erforderlichen Know-how aneignen müssen, um fundierte Anlageentscheidungen treffen zu können.

---

<sup>19</sup> Siehe [http://ec.europa.eu/internal\\_market/pensions/directive/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/pensions/directive/index_de.htm).

Vor diesem Hintergrund könnte es sich durchaus als sinnvoll erweisen, Initiativen zur Bündelung finanzieller Ressourcen<sup>20</sup> und zur Strukturierung von Finanzierungspaketen nach Risikophasen zu prüfen. Hier könnten ein Dialog zwischen Anlegern und Unternehmen außerhalb der Finanzbranche, die Verbreitung bewährter Praktiken und Fallstudien hilfreich sein<sup>21</sup>. Die Kommission hat sich dazu verpflichtet,<sup>22</sup> Vorschläge für **Fonds für langfristige Investitionen** auszuarbeiten. Erste Stellungnahmen von Interessenträgern lassen darauf schließen, dass solche Vehikel die Beschaffung von Kapital in der gesamten Union erleichtern könnten. Sie könnten beispielsweise großen und mittelgroßen institutionellen Anlegern bei bestimmten Infrastrukturprojekten helfen. Fonds für langfristige Investitionen werden institutionellen Anlegern die Diversifizierung und Risikostreuung erleichtern. Zudem könnten die Verwalter solcher Fonds zusätzliches Fachwissen über die zugrunde liegenden Vorgänge und Know-how bezüglich der Auswahl und Verwaltung langfristiger Infrastrukturprojekte einbringen.

Fragen:

6) *In welchem Umfang und in welcher Weise können institutionelle Anleger bei der Umgestaltung der Landschaft für langfristige Finanzierungen eine wichtigere Rolle spielen?*

7) *Wie kann bei der Ausgestaltung und Umsetzung der Aufsichtsvorschriften für Versicherungsunternehmen, Rückversicherungsunternehmen und Pensionsfonds wie Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Aufsichtszielen und dem Wunsch nach Förderung langfristiger Finanzierungen gefunden werden?*

8) *Welche Faktoren behindern die Schaffung gepoolter Anlageinstrumente? Könnten Plattformen auf EU-Ebene entwickelt werden?*

9) *Welche anderen Optionen und Instrumente gibt es, um die Kapazitäten von Banken und institutionellen Anlegern zur Kanalisierung langfristiger Finanzierungen zu stärken?*

### **Kumulierte Effekte der Regulierungsreform auf Finanzinstitute**

**Die EU setzt derzeit ein umfassendes Programm zur Reform des Finanzsystems um. Beim Blick auf alle bereits erfolgten und noch geplanten Änderungen der aufsichtsrechtlichen Vorschriften für die verschiedenen Finanzakteure (Banken, Versicherer, Pensionsfonds usw.) muss geprüft werden, ob die kumulierten Effekte sich hinsichtlich der langfristigen makroökonomischen Kapitalbildung nicht stärker auswirken als die Summe der isolierten Einzelwirkungen der jeweiligen Reformen. Wenn beispielsweise Banken ihre Exposition gegenüber langfristigen Realvermögenswerten infolge der strengeren Liquiditätsanforderungen verringern, könnten institutionelle Anleger mit langfristigen Verbindlichkeiten die Lücke schließen, solange der Regulierungsrahmen eine übermäßige Konzentration auf kurzfristige Volatilität vermeidet. Werden jedoch parallel dazu Liquiditätsanforderungen für andere Finanzmarktteilnehmer eingeführt, könnte dies Investitionen in**

<sup>20</sup> Aktuelle Beispiele hierfür sind die vorgeschlagene Renteninfrastruktur-Plattform im Vereinigten Königreich und die Ideen für gemeinsame Private-Equity-Fonds und Infrastrukturfonds verschiedener regionaler Pensionsfonds.

<sup>21</sup> So wurde beispielsweise ein runder Tisch zu Finanzierungsfragen eingerichtet, um zu ermitteln, welche Möglichkeiten für die Entwicklung angepasster und innovativer Finanzierungsinstrumente zur Förderung der Ressourceneffizienz bestehen.

<sup>22</sup> Siehe [http://ec.europa.eu/internal\\_market/smact/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/smact/index_de.htm).

weniger liquide Vermögenswerte behindern und damit mehrere Finanzierungsmöglichkeiten für langfristige Investitionen gleichzeitig blockieren.

Deshalb müssen die kumulierten Effekte aufsichtsrechtlicher Reformen genau beobachtet werden. Internationale Regulierungsgremien wie der Rat für Finanzstabilität und die G20-Gruppe der Finanzminister und Zentralbanken tun dies bereits. Die Herausforderung besteht darin, die Regulierungsziele einer stärkeren makrofinanziellen Stabilität und einer weltweiten regulatorischen Konvergenz zu erreichen und gleichzeitig jegliche negativen Anreize hinsichtlich der Finanzierung produktiver langfristiger Investitionen zu minimieren.

Frage:

*10) Haben die aktuellen und geplanten aufsichtsrechtlichen Reformen kumulierte Effekte in Bezug auf Höhe und Zyklus der aggregierten langfristigen Investitionen und wie signifikant sind diese? Wie könnten diesbezügliche Probleme am besten angegangen werden?*

### **3.2. Effizienz und Wirksamkeit der Finanzmärkte bei der Bereitstellung langfristiger Finanzierungsinstrumente**

Neben institutionellen Anlegern werden gut funktionierende, durch ausreichende Markttiefe gekennzeichnete Kapitalmärkte und Infrastrukturen benötigt, um über ein breiteres Spektrum von Instrumenten zur Kanalisierung langfristiger Finanzierungen zu verfügen.

Die europäischen Anleihenmärkte haben sich in den letzten Jahrzehnten außerordentlich stark entwickelt.<sup>23</sup> Allerdings liegt der Anteil der nicht vom Finanzsektor begebenen Unternehmensanleihen in Europa nach wie vor bei lediglich 15 %. In der Praxis haben nur Großunternehmen Zugang zu den europäischen Anleihenmärkten, während die meisten Mid Caps und KMU kaum zum Zug kommen. Auch die europäischen Verbriefungsmärkte sind im Vergleich zu anderen Teilen der Welt eher unterentwickelt, wodurch die Bandbreite der verfügbaren langfristigen Finanzierungsinstrumente zusätzlich eingeschränkt wird.

Die Kommission hat Reformen zur Verbesserung der Marktstruktur mittels unterschiedlicher Maßnahmen vorgeschlagen: Schaffung neuer Handelsplätze, Erhöhung der Transparenz und Informationseffizienz, Stärkung der Anforderungen zur Reduzierung des kurzfristigen und spekulativen Handels und Verbesserung des Anlegerschutzes.<sup>24</sup> Nun muss sich zeigen, inwieweit durch diese Reformen gewährleistet werden kann, dass die Kapitalmärkte langfristige Finanzierungen möglichst wirksam kanalisieren. Hier könnten noch weitere Anstrengungen nötig werden.

Die **Märkte für gedeckte Schuldverschreibungen**<sup>25</sup> haben sich in der Krise relativ widerstandsfähig erwiesen. Allerdings sind die Märkte nach nationalen Grenzen fragmentiert und muss genauer geprüft werden, ob und in welchem Umfang eine stärkere Harmonisierung die Nutzung gedeckter Schuldverschreibungen in Übereinstimmung mit den jüngsten

<sup>23</sup> Die Summe im Umlauf befindlicher Schuldtitel nichtfinanzieller Unternehmen des Euroraums belief sich im Juli 2012 auf insgesamt 940 Mrd. EUR, nach etwa 652 Mrd. EUR Anfang 2008 (Quelle: EZB).

<sup>24</sup> Siehe [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid\\_de.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_de.htm).

<sup>25</sup> Gedeckte Schuldverschreibungen („covered bonds“) sind durch Hypothekenpools gedeckt, die in der Bilanz des Emittenten verbleiben, während bei Wertpapieren, die durch Forderungen aus Hypothekendarlehen unterlegt sind, („mortgage-backed securities“, MBS) die Vermögenswerte aus der Bilanz herausgenommen werden.

marktorientierten Initiativen fördern könnte. Dabei ist Bedenken im Hinblick auf die potenziell stärkere Vermögensbelastung der Bankenbilanzen Rechnung zu tragen.

Auch die Neugestaltung der **Verbriefungsmärkte** könnte dazu beitragen, zusätzliche Finanzierungsquellen für langfristige Finanzierungen zu erschließen. Vorbehaltlich einer angemessenen Aufsicht und Datentransparenz können sie den Finanzinstituten helfen, Kapital frei zu machen, das in zusätzliche Kredite fließen kann, und die Risiken besser zu steuern. Marktgestützte Initiativen zur Förderung der Verbriefungsmärkte umfassen z. B. Qualitätslabels für hochwertige, transparente und standardisierte Verbriefungen. Ferner besteht noch Spielraum für die Entwicklung einfacher, klar strukturierter Verbriefungsprodukte ohne Einsatz von Fremdmitteln, denen sorgfältig ausgewählte, gut diversifizierte und mit geringem Risiko behaftete Basiswerte zugrunde liegen. Weitere wichtige Themen sind spezielle Märkte für KMU und angemessene Aufsichtsvorschriften und Kontrollsysteme. Außerdem könnte es Möglichkeiten für Produkte geben, die an bestimmte Sektoren gebunden sind.

In der EU gab es nie einen echten **europäischen Markt für Projektanleihen**<sup>26</sup>. Die Kommission arbeitet zusammen mit der EIB an der Umsetzung der EU-Initiative für Projektanleihen, einer Marktlösung, die Marktdefizite korrigieren und Bonitätsverbesserungen ermöglichen soll. Die Initiative soll zeigen, dass die Anleihefinanzierung von Infrastrukturprojekten machbar ist, und letztlich die Entwicklung eines liquiden Projektanleihenmarktes anstoßen. Einzelne Marktteilnehmer entwickeln auch verschiedene Investitionsplattformen, -produkte und -werkzeuge zur Förderung von Projektanleihenmärkten, was sich jedoch noch in kleinem Maßstab abspielt. Es wäre sinnvoll, unter Berücksichtigung der geplanten Zwischenbewertung der Initiative<sup>27</sup> darüber nachzudenken, wie Projektanleihen weiter gefördert werden können.

Häufig wird darauf verwiesen, dass Wirtschaft, Unternehmen und Investitionsvorhaben statt höherer Schulden mehr **Beteiligungskapital** benötigen. Beteiligungskapital kann für langfristige, risikoreiche Investitionen oder für Investitionen mit erheblichen Informationsasymmetrien und „Moral-Hazard“-Risiken in der Tat ein besseres Finanzierungsinstrument sein. Seit der Krise könnten sich die makroökonomische Unsicherheit und das Niedrigzinsumfeld auf die Nachfrage und die Risikobereitschaft der Unternehmen im Hinblick auf die langfristige Bindung von Eigenkapital ausgewirkt haben. Die Anleger suchen eher Zuflucht in staatlichen Schuldtiteln mit hoher Bonität. Gleichzeitig sind die Marktfenster für Börsengänge kleiner als je zuvor, so dass den Unternehmen der Zugang zu Kapital erschwert wird und die europäischen Börsen zunehmend eine Rolle als Anbieter von Liquidität spielen, anstatt frisches Kapital zur Verfügung zu stellen. Insgesamt verharren die Preise für Eigenkapital auf hohem Niveau, während die Kosten für die Schuldenfinanzierung gesunken sind. Dies verdeutlicht die Eigenkapitallücke in Europa, die sich wahrscheinlich nicht so schnell schließen dürfte. Diese Entwicklungen scheinen insbesondere bei den Mid Caps Wirkung zu zeigen. Staatliche Politik und Regulierung sollten in Bezug auf die Entscheidungen privater Akteure zwischen Eigen- bzw. Fremdfinanzierung (siehe unten Unternehmensbesteuerung) so neutral wie möglich bleiben.

---

<sup>26</sup> Projektanleihen sind private Schuldtitel, die ein Unternehmen begibt, um ein bestimmtes außerbilanzielles Projekt zu finanzieren.

<sup>27</sup> Hierzu könnten zählen: a) Standardisierung und Kennzeichnung der Projektanleihen von „Projektgesellschaften“ in der EU, b) Prüfung der Notwendigkeit eines spezifischen Regulierungsrahmens und c) Analyse des Bedarfs und der Vorteile eines Projektanleihemarkts (z. B. über eine Handelsplattform). Projektanleihen könnten auch „grüne Anleihen“ und spezielle Projektanleihen für industrielle Demonstrationsprojekte, einschließlich Prototyp-Projekten und Demonstrationsprojekten im kommerziellen Maßstab, umfassen.

Fragen:

11) *Wie könnte die Kapitalmarktfinanzierung langfristiger Investitionen in Europa verbessert werden?*

12) *Wie können die Kapitalmärkte dazu beitragen, die Eigenkapitallücke in Europa zu schließen? Was sollte sich bei der marktgestützten Finanzierungsvermittlung verändern, damit Finanzmittel stärker in langfristige Investitionen fließen, die Finanzierung langfristiger Investitionen für ein wirtschaftlich, gesellschaftlich und ökologisch verantwortbares Wachstum besser gefördert und ein angemessener Anleger- und Verbraucherschutz gewährleistet werden?*

13) *Welche Vor- und Nachteile hätte ein stärker harmonisierter Rahmen für gedeckte Schuldverschreibungen? Aus welchen Elementen könnte sich ein solcher Rahmen zusammensetzen?*

14) *Wie könnte der Verbriefungsmarkt in der EU wiederbelebt werden, um ein ausgewogenes Gleichgewicht zwischen Finanzstabilität und der nötigen Verbesserung der Fristentransformation im Finanzsystem zu erreichen?*

### **3.3. Querschnittsfaktoren, die langfristiges Sparen und langfristige Finanzierungen ermöglichen**

Es gibt eine Reihe von Faktoren, die eher Querschnittscharakter haben, mit Blick auf langfristige Investitionen bedeutsam sind und angesichts der Auswirkungen, die sie sowohl auf das Angebot an langfristigen Finanzierungen als auch auf deren Vermittlung haben können, ebenfalls zu berücksichtigen sind.

Maßnahmen öffentlicher Stellen, einschließlich Steuerregelungen, spielen eine wichtige Rolle für langfristige Investitionsprojekte, können Anreize und Möglichkeiten schaffen, damit die Privathaushalte langfristige Ersparnisse aufbauen und die Marktteilnehmer langfristige Finanzierungen in produktive Investitionen lenken. Die Festlegung eines langfristigen politischen Rahmens durch die öffentlichen Stellen fördert die Entwicklung strategischer Investitionsprogramme, die über Amtszeiten hinausreichen, und sorgt für mehr Transparenz und mehr Rechtssicherheit für Anleger und Unternehmen. Staatliche Interventionen (in diesem Kontext) dürfen nicht den Wettbewerb verzerren, private Anleger verdrängen oder die Gleichheit der Wettbewerbsbedingungen im Binnenmarkt zunichtemachen.

Manche Mitgliedstaaten haben auch Maßnahmen getroffen, um langfristiges Sparen und langfristige Investitionsentscheidungen seitens der Privathaushalte zu fördern. In einigen Ländern wurden Rentensysteme mit automatischer Mitgliedschaft eingeführt. Andere haben zweckgebundene Sparkonten geschaffen<sup>28</sup>, um die Finanzierung langfristiger Investitionsprojekte zu unterstützen, wobei eine feste Rendite (staatlich) garantiert wird und in einigen Fällen auch Steuervergünstigungen gewährt werden. Die Gelder auf solchen Konten werden in öffentliche Projekte wie Krankenhäuser, Sozialwohnungen oder Universitäten investiert. Auf längere Sicht könnte es sinnvoll sein, darüber nachzudenken, ob **spezifische Instrumente auf EU-Ebene** langfristige Ersparnisse besser mobilisieren und unmittelbarer mit weiterreichenden gesellschaftlichen Zielen verknüpfen könnten. Ein solches Modell müsste anpassungsfähig sein, damit es auf EU-Ebene angewandt werden kann.

Auch Wertermittlungsmethoden, Rechnungslegungsgrundsätze und die Strategien der Vermögensverwalter werden von vielen Kommentatoren als Faktoren genannt, die die

<sup>28</sup> Als Beispiele seien das *Livret A* in Frankreich, die *libretti postali* in Italien und der *Bausparvertrag* in Deutschland genannt.

Kreditvermittlungskette verkomplizieren, die Kosten der Vermittlung in die Höhe treiben und Fehlanreize schaffen, wie sie sich z. B. aus einer spekulativen und kurzfristigen Ausrichtung ergeben und die auch darauf zurückzuführen sind, dass bei langfristigen Investitionen von höheren Risiken ausgegangen wird und Renditen erst zu einem späteren Zeitpunkt erzielt werden.

Frage:

15) Worin bestehen die Vorteile der verschiedenen Modelle für spezielle Sparkonten innerhalb der EU? Wäre es möglich, ein EU-Modell zu entwickeln?

### **Besteuerung**

Struktur und Höhe der Besteuerung können sich auf Investitions- und Sparentscheidungen und damit auf das Wachstum auswirken. Generell sollten Steuersysteme so ausgelegt sein, dass sie die wirtschaftlichen Entscheidungen von Bürgern und Unternehmen so wenig wie möglich beeinflussen, es sei denn, mit der Besteuerung wird die Korrektur externer Effekte angestrebt, die aus einem konkreten Marktversagen resultieren.

- **Steuern und Investitionen:** Die Körperschaftssteuer ist einer von vielen Faktoren, die sich auf Entscheidungen über Höhe und Art der Finanzierung von Investitionen auswirken. Vor allem begünstigen die Körperschaftssteuersysteme in den meisten Mitgliedstaaten tendenziell den Aufbau von Schulden gegenüber dem Aufbau von Eigenkapital und schaffen damit für die Unternehmen Anreize für einen stärkeren Rückgriff auf Fremdkapital, da Zinszahlungen steuerlich absetzbar sind, wohingegen für Kapitalrenditen in der Regel keine Vergünstigungen gewährt werden. Eine gut austarierte Steuerbemessungsgrundlage, die Verzerrungen aufgrund eines hohen Fremdkapitalanteils mindert, könnte die Unternehmen auch weniger verwundbar gegenüber kurzfristigen Kreditverknappungen machen. Reformen, die auf die Beseitigung dieser Verzerrungen abzielen, gibt es jedoch nur in sehr wenigen Mitgliedstaaten. Daher könnte eine EU-weite Fortführung der Debatte über die Ausgestaltung der Körperschaftssteuer im Hinblick auf ihre Finanzierungsneutralität zielführend sein.
- **Steuern und Aufbau von Ersparnissen:** Die Besteuerung von Ersparnissen hat wesentliche wirtschaftliche Konsequenzen. Dies liegt unter anderem daran, dass die Gesamtheit der Ersparnisse einer Volkswirtschaft betroffen ist, was sich auf Kapitalallokation und Investitionen auswirkt. Angesichts dieser Auswirkungen müssen entsprechende steuerpolitische Maßnahmen sorgfältig ausgearbeitet werden. Zahlreiche Mitgliedstaaten haben bereits verschiedene Anreize für einen verstärkten (langfristigen) Aufbau von Ersparnissen, insbesondere mit Blick auf die Bildung von Ersparnissen zur Altersvorsorge, geschaffen. Darüber hinaus wenden viele Mitgliedstaaten duale Einkommensteuersysteme an, wobei Kapitaleinkünfte generell getrennt und zu einem geringeren Satz besteuert werden als Einnahmen aus anderen Quellen.
- **Steuerliche Anreize:** Steuerliche Anreize werden häufig als Instrument zur Förderung bestimmter Arten von Investitionen gesehen. Eine Steuervergünstigung kann gerechtfertigt sein, wenn die soziale Rendite einer Investition höher ist als die private Rendite des Anlegers und die Höhe der Investitionen somit hinter dem sozialen Optimum zurückbleibt (z. B. im Bereich Forschung und Entwicklung und im Umweltbereich). Wenngleich



steuerliche Anreize ihre Berechtigung haben können, können sie wegen der wachsenden Zahl von Ausnahmen und ergänzenden Bestimmungen auch einen erhöhten Verwaltungsaufwand bedingen. Zudem können aufgrund der Fülle unterschiedlicher nationaler Vorschriften in einigen Fällen Arbitragemöglichkeiten entstehen.

Fragen:

16) Welche Art von Körperschaftssteuerreformen könnte die Rahmenbedingungen für Investitionen durch Beseitigung der Ungleichbehandlung von Fremd- und Eigenkapital verbessern?

17) Welche Überlegungen sollten angestellt werden, damit auf nationaler Ebene die richtigen Anreize für langfristiges Sparen gesetzt werden? Welche steuerlichen Anreize sollten geschaffen werden, um langfristiges Sparen in ausgewogener Weise zu fördern?

18) Welche Arten körperschaftssteuerlicher Anreize sind sinnvoll? Welche Maßnahmen könnten getroffen werden, um Arbitragerisiken zu vermeiden, wenn für bestimmte Tätigkeiten Ausnahmen/Anreize gewährt werden?

19) Wäre eine weitergehende steuerliche Koordinierung in der EU der Finanzierung langfristiger Investitionen förderlich?

### **Rechnungslegungsgrundsätze**

Rechnungslegungsverfahren sind in ihrer Wirkung nicht neutral, sie beeinflussen wirtschaftliche Entscheidungen: Rechnungslegungsstandards und –maßnahmen (wie die IFRS) tragen dazu bei, dass Unternehmer, Anleger und Behörden eine gemeinsame Sprache sprechen, und fördern Vertrauen und Sicherheit. Dies bedeutet, dass sie verschiedene Standpunkte miteinander in Einklang bringen müssen: wirtschaftliche Interessen auf der einen Seite und finanzielle Interessen bzw. Anlegerinteressen auf der anderen Seite. Die **Grundsätze der Rechnungslegung zum beizulegenden Zeitwert** können Transparenz und Kohärenz der Finanzinformationen verbessern, da sie Aufschluss über den Marktpreis von Vermögenswerten und Verbindlichkeiten geben und Informationen über die relative Finanzlage verschiedener Institute liefern. Sie können aber auch der Stabilität und langfristigen Finanzierungen abträglich sein. So weisen einige Forschungsarbeiten auf einen Rückgang des Aktienanteils im Anlageportfolio institutioneller Anleger hin, der darauf zurückzuführen sei, dass Aktienkapital als volatiler und riskanter angesehen werde als Anleihen. Andere Forscher machen geltend, dass eine marktkonforme Bewertung langfristige Anleger dazu ermutigen könne, höhere Risiken einzugehen, wenn die Volatilität von Anlagen nicht in die Gewinn- und Verlustrechnung einfließen muss. Es sollte eingehender geprüft werden, ob die Standards geeignet sind, wenn es um langfristige Investitionen geht. In diesem Zusammenhang wäre es angezeigt, nach Wegen zu suchen, wie ein ausgewogenes Verhältnis zwischen der Genauigkeit der Anlegern zur Verfügung gestellten Informationen einerseits und ausreichenden Anreizen für das Halten und Verwalten sehr langfristiger Anlagen andererseits hergestellt werden kann.

Frage:

20) Inwieweit begünstigt die Anwendung des Prinzips des beizulegenden Zeitwerts Ihrer Ansicht nach ein kurzfristig ausgerichtetes Anlegerverhalten? Welche Alternativen oder anderen Wege könnten in Betracht kommen, um solche Effekte zu kompensieren?

## **Corporate-Governance-Vereinbarungen**

Die Art und Weise, wie Vermögenswerte verwaltet werden, kann eine wichtige Rolle für Langzeitfinanzierungen spielen, wenn Anreize für Vermögensverwalter, Anleger und Unternehmen an langfristigen Strategien ausgerichtet werden und Bedenken in Bezug auf kurzfristige Strategien, Spekulationen und die Beziehungen zu Agenturen entgegengewirkt wird. Bereits eingeführt wurden Vorschriften zu Treuhänderpflichten, Interessenkonflikten, Vergütungen, Ausübung von Stimmrechten, Offenlegung der Kosten sowie zu Anlageberatung und Portfoliomanagement.<sup>29</sup> Weitere Maßnahmen werden im **Aktionsplan „Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance“**<sup>30</sup> beschrieben, unter anderem mögliche Änderungen der Richtlinie über Aktionärsrechte. Darüber hinaus könnten noch weitere Schritte ins Auge gefasst werden, unter anderem eine eingehendere Bewertung der Art und Weise, wie die Anreize für Vermögensverwalter strukturiert sind. Dabei bestünde das Ziel darin, sich stärker an langfristigen Überlegungen zu orientieren und von Vermögensverwaltern mehr Transparenz hinsichtlich der Erfüllung ihrer treuhänderischen Verpflichtungen zu verlangen. Andere Vorschläge zielen darauf ab, das langfristige Engagement der Aktionäre zu fördern. Dazu könnten weitergehende Überlegungen angestellt werden. So könnten Optionen geprüft werden, die darin bestehen, langfristigen Anlegern größere Stimmrechte einzuräumen oder höhere Dividenden zu zahlen.

Fragen:

21) *Welche Art von Anreizen könnte zur Förderung eines langfristigen Engagements der Aktionäre beitragen?*

22) *Wie können die Mandate der Vermögensverwalter und die ihnen gebotenen Anreize ausgestaltet werden, damit sie langfristige Investitionsstrategien und Beziehungen begünstigen?*

23) *Besteht die Notwendigkeit, die Pflichten eines Treuhänders im Kontext langfristiger Finanzierungen neu zu definieren?*

## **Information und Berichterstattung**

Neuere Analysen zeigen, dass zunehmend Interesse an der **Offenlegung nichtfinanzieller Informationen durch Unternehmen** besteht. Einschlägige Forschungsarbeiten legen nahe, dass Unternehmen, die sich proaktiv und kontinuierlich um Nachhaltigkeit in ihren Geschäften bemühen, generell geringere Kapitalkosten haben und ihren Mitbewerbern auf lange Sicht voraus sind. Generelle Offenlegungspflichten reichen unter Umständen nicht aus, um Entscheidungen über langfristige Investitionen herbeizuführen. Daher arbeitet die Kommission an der Entwicklung eines solideren Rahmens für die Berichterstattung über nichtfinanzielle Aspekte. Die Offenlegung nichtfinanzieller Informationen durch Vermögensverwalter und Eigentümer ist eine Frage, zu der ebenfalls weitergehende Überlegungen angestellt werden sollten. Dabei wird es unter anderem auch darum gehen, wie den spezifischen Risiken und Auswirkungen mit Blick auf die Nachhaltigkeit im Portfoliomanagement Rechnung zu tragen ist. Viele Kommentatoren sind auch der Auffassung, dass eine **vierteljährliche Berichterstattung** falsche Anreize setzt und die Marktteilnehmer dazu veranlasst, den Fokus auf sehr kurzfristige Ergebnisse zu legen. Im

<sup>29</sup> Siehe [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/ucits\\_directive\\_de.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/ucits_directive_de.htm) und [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/alternative\\_investments\\_de.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_de.htm).

<sup>30</sup> Siehe [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/121212\\_company-law-corporate-governance-action-plan\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/121212_company-law-corporate-governance-action-plan_de.pdf).

Zuge der Überprüfung der Transparenzrichtlinie<sup>31</sup> hat die Kommission vorgeschlagen, die Verpflichtung zur vierteljährlichen Berichterstattung aufzuheben.

Auch **Benchmarks** und **Kredit-Ratings** legen den Schwerpunkt mitunter auf einen jährlichen oder auf einen kurzen Zeithorizont. Die Kommission hat eine Verschärfung der Vorschriften vorgeschlagen, um die Abhängigkeit von traditionellen Ratings zu verringern, und im November 2012 wurde eine politische Einigung über verschiedene Legislativreformen erzielt.<sup>32</sup> Die Entwicklung von Messmethoden und Ratings, die ein ausgewogenes Verhältnis zwischen einer Langzeitperspektive einerseits und kurzfristigen Rechenschaftspflichten andererseits herstellt, könnte ein nützliches Instrument zur Unterstützung langfristiger Anleger sein.

Fragen:

*24) Inwieweit kann eine stärkere Integration finanzieller und nichtfinanzieller Informationen dazu beitragen, ein klareres Bild von der langfristigen Leistung eines Unternehmens zu vermitteln und bessere Investitionsentscheidungen zu treffen?*

*25) Besteht die Notwendigkeit, spezifische Langzeit-Benchmarks festzulegen?*

### **3.4. Erleichterung des Zugangs zu Bankkrediten und Nichtbankenfinanzierungen für KMU**

Die kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) von heute haben das Potenzial, das langfristige künftige Wachstum zu untermauern. Traditionell haben sie beim Zugang zu Finanzierungen, die es ihnen ermöglichen, zu wachsen, mit erheblichen Schwierigkeiten zu kämpfen. Da sie häufig auf eine Finanzierung durch Banken angewiesen sind, werden diese Schwierigkeiten mit der Verringerung des Fremdkapitalanteils der Banken noch größer. Zudem sehen sich die KMU inzwischen mit fragmentierten Finanzmärkten in der EU konfrontiert, da der Zugang zu Finanzierungsbedingungen von einem Land zum anderen stark variiert.

Die begrenzte Verfügbarkeit von Bankkrediten hat bereits politische Maßnahmen zur Förderung der Entwicklung alternativer Nichtbankenkanäle für KMU-Kredite angestoßen. Im Jahr 2011 hat die Kommission einen Aktionsplan zur Verbesserung des Finanzierungszugangs für KMU angenommen.<sup>33</sup> Über bestimmte Initiativen wurde bereits Einigung erzielt, unter anderem über neue EU-Rahmen für Investitionen in Risikokapital und Fonds für soziales Unternehmertum. Darüber hinaus wurden politische Initiativen auf den Weg gebracht, um KMU den Zugang zu Aktienmärkten zu erleichtern. Andere im Zusammenhang mit dem Aktionsplan stehende Legislativvorschläge müssen jedoch noch angenommen werden. Ferner wurden Vorschläge vorgelegt, die es den Betreibern multilateraler Handelsplattformen ermöglichen sollen, sich auch unter dem Label „KMU-Wachstumsmarkt“ registrieren zu lassen, sowie Vorschläge für eine verhältnismäßige Regelung für KMU zur Verringerung der Verwaltungskosten und des Verwaltungsaufwands beim Zugang zu Finanzierungsmärkten.<sup>34</sup> Parallel dazu waren ein Wachstum auf etablierten Märkten wie Anlagenfinanzierung und „Supply-Chain“-Finanzierung sowie finanzielle

<sup>31</sup> Siehe [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_de.pdf).

<sup>32</sup> Siehe [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/agencies/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_de.htm).

<sup>33</sup> Siehe [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/com-2011-870\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/com-2011-870_de.pdf).

<sup>34</sup> Siehe [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/prospectus/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/prospectus/index_de.htm).

Innovationen festzustellen, die neue Technologien und das Internet nutzen, wie etwa das „Crowdfunding“.

Diese Maßnahmen werden aber möglicherweise nicht ausreichen, um die Schwierigkeiten von KMU beim Zugang zu Finanzierungen zu beseitigen. Weitere Schritte könnten in Betracht gezogen werden, unter anderem folgende:

- **Bereitstellung von Risikokapital.** Der Risikokapitalsektor leidet unter einem Mangel an Ressourcen und wird von der Regulierung durch die Banken- und Versicherungsaufsicht beeinflusst. Dachfonds könnten effiziente Instrumente für die Erhöhung des Risikokapitalvolumens sein. Ein Garantiefonds für institutionelle Anleger könnte zum weiteren Abbau der auf diesem Markt bestehenden Beschränkungen beitragen.
- **Aufbau spezieller Märkte und Netze für KMU.** Risikokapitalfonds sind auch angewiesen auf leistungsfähige, KMU-orientierte Börsen, damit sie in Börsengänge investieren können. Denkbare Maßnahmen wären ein KMU-spezifischer Ansatz, der über den vorliegenden MiFID-II-Vorschlag hinausgeht. In Betracht käme auch die Entwicklung spezifischer Rechnungslegungsvorschriften für börsennotierte KMU und neue Handelsplattformen. Spezielle KMU-Märkte könnten für eine größere Außenwirkung sorgen, neue Anleger anziehen und die Entwicklung neuer Verbriefungsinstrumente für KMU fördern. Die Schaffung eines Rahmens für Unternehmensnetze könnte die Bildung von KMU-Pools sowie Risikoteilung, gegenseitige Unterstützung und Diversifizierung fördern und damit für einen besseren Zugang zu Finanzierungen sorgen.
- **Entwicklung neuer Verbriefungsinstrumente für KMU.** Die Kommission hat bereits ein KMU-Verbriefungsinstrument eingeführt und vorgeschlagen, Verbriefungen weiterhin im Rahmen des COSME-Programms zu unterstützen. Darüber hinaus könnten im Einklang mit den EU-Kriterien für KMU-Industrieinvestitionen von europäischem Interesse strukturierte Kreditinstrumente mit einem europäischen Label versehen werden. Angesichts der beträchtlichen Unterschiede zwischen verschiedenen Wirtschaftssektoren und verschiedenen Investitionszyklen sollten diese Instrumente entsprechend ausdifferenziert sein.
- Die **Entwicklung von Standards für die Kredit-Scoring-Bewertung von KMU** könnte dazu beitragen, den Mangel an zuverlässigen Informationen über KMU zu beheben und die daraus resultierenden Schwierigkeiten für potenzielle Anleger bezüglich der Bonitätsbewertung anzugehen. Die Festlegung gemeinsamer Mindestqualitätsstandards für die externe Evaluierung von „Mid-Caps“ und KMU könnte deren Zugang zu Finanzierungen, auch grenzüberschreitend, weiter erleichtern und zu einer tieferen Marktintegration führen.
- **Entwicklung bzw. Förderung „nichttraditioneller“ Finanzierungsquellen** wie Leasing, „Supply-Chain“-Finanzierung, internetbasierter Finanzierungen wie „Crowdfunding“ (Schwarmfinanzierung) usw. Es sind weitere Überlegungen dazu anzustellen, wie ein nachhaltiges Wachstum dieser Märkte und deren angemessene Unterstützung innerhalb eines entsprechenden Rechtsrahmens sichergestellt werden können.

Fragen:

26) Welche weiteren Schritte (z. B. Regulierung auf EU-Ebene oder andere Reformen) könnten ins Auge gefasst werden, um KMU den Zugang zu alternativen Finanzierungsquellen zu erleichtern?

27) Wie könnten Verbriefungsinstrumente für KMU ausgestaltet werden? Wie können Verbriefungen am besten genutzt werden, um Kapital von Finanzintermediären für zusätzliche Kredite an / Investitionen in KMU zu mobilisieren?

28) Wäre es sinnvoll, einen völlig getrennten und spezifischen Ansatz für KMU-Märkte zu entwickeln? Wie und von wem könnte ein Markt für KMU – einschließlich speziell für den Finanzierungsbedarf von KMU ausgelegter verbriefter Produkte – entwickelt werden?

29) Wäre ein EU-Rechtsrahmen für die Entwicklung solcher alternativer Nichtbankenfinanzierungsquellen für KMU eher hilfreich oder eher hinderlich? Welche Reformen könnten ihrem kontinuierlichen Wachstum förderlich sein?

Frage:

30) Was könnte – zusätzlich zu den in diesem Grünbuch genannten Analysen und potenziellen Maßnahmen – sonst noch einen Beitrag zur langfristigen Finanzierung der europäischen Wirtschaft leisten?

#### **4. NÄCHSTE SCHRITTE**

Auf der Grundlage der Ergebnisse dieser Konsultation wird die Kommission prüfen, welche Maßnahmen weiterverfolgt werden sollten. Die Kommission wird die eingehenden Antworten auf ihre Website stellen, sofern nicht um vertrauliche Behandlung gebeten wird, und eine Zusammenfassung der Konsultationsergebnisse veröffentlichen.

Stellungnahmen können bis zum 25. Juni 2013 per E-Mail an folgende Adresse gerichtet werden: [markt-consultation-long-term-financing@ec.europa.eu](mailto:markt-consultation-long-term-financing@ec.europa.eu)