



EUROPÄISCHE
KOMMISSION

Brüssel, den 27.3.2014
COM(2014) 168 final

**MITTEILUNG DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT UND
DEN RAT**

über die langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft

{SWD(2014) 105 final}

1. EINLEITUNG

1.1 Wirtschaftlicher Kontext

Die Wirtschafts- und Finanzkrise beeinträchtigte die Fähigkeit des Finanzsektors, Mittel in die Realwirtschaft, insbesondere in langfristige Investitionen, zu leiten. Eine starke Abhängigkeit von Mitteltätigkeiten der Banken in Verbindung mit einer Verringerung des Fremdkapitalanteils bei den Banken sowie geringerem Vertrauen der Anleger führten zu einem Rückgang der Finanzierungsmöglichkeiten für alle wirtschaftlichen Branchen. Die Union handelte entschlossen, um diese Trends umzukehren und die Voraussetzungen für nachhaltiges Wachstum und tragfähige Investitionen wiederherzustellen. Die öffentlichen Finanzen wurden konsolidiert und Verfahren für eine bessere Koordinierung der Haushalts- und Wirtschaftspolitik eingeführt. Zur Wiederherstellung des Vertrauens in die Märkte ging die EZB konsequent vor. Mit der Gründung der Bankenunion wird die finanzielle Fragmentierung verringert und das Vertrauen in den Euroraum wiederhergestellt.

Die Nutzbarmachung dieser Verbesserungen erfordert langfristige Investitionen, die ein intelligentes, nachhaltiges und inklusives Wachstum stützen können. Für die Sicherung der Position Europas auf einem nachhaltigen Wachstumspfad wird die Fähigkeit des Finanzsystems, Mittel in langfristige Investitionen zu leiten, eine ganz wesentliche Rolle spielen.

1.2 Der Bedarf an langfristiger Finanzierung

Langfristige Finanzierung zeichnet sich durch bestimmte Schlüsselmerkmale¹ aus:

- Sie finanziert *produktive* Tätigkeiten, die durch Kostensenkung, Diversifizierung der Produktionsmittel und Schaffung von Arbeitsplätzen das Wachstum auf intelligente, nachhaltige und inklusive Weise unterstützen;
- Sie ist insofern *geduldig*, als Anleger die langfristige Wertentwicklung und die Risiken ihrer Anlagen berücksichtigen und nicht kurzfristige Kursschwankungen. Diese langfristige Sichtweise wirkt antizyklisch und fördert die Finanzstabilität;
- Sie ist insofern *engagiert*, als Anleger in ihren Anlagestrategien längerfristige Erwägungen wie Umwelt-, Sozial- und Governance-Aspekte berücksichtigen.

Infrastruktur und KMU leisten den wichtigsten Beitrag zu nachhaltigem Wachstum. Eine Infrastruktur hoher Qualität steigert die Produktivität der restlichen Wirtschaft, ermöglicht Wachstum und erleichtert den Zusammenschluss des Binnenmarkts. Der Investitionsbedarf für Infrastrukturnetze in den Bereichen Verkehr, Energie und Telekommunikation mit Bedeutung für die EU wird für den Zeitraum bis 2020 auf eine Billion Euro geschätzt.² Auch in Humankapital³, in der Forschung und Entwicklung, in neuen Technologien und bei der Innovation im Rahmen der Strategie „Europa 2020“ sowie dem integrierten Energie- und Klimapakete 2030 sind erhebliche Investitionen erforderlich.⁴

¹ Diese Begriffe wurden von der OECD in ihrer Veröffentlichung aus dem Jahr 2011 „Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies“ eingeführt, <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/48616812.pdf>.

² Fazilität „Connecting Europe“: 500 Mrd. EUR in Verkehrsnetze, 200 Mrd. EUR in Energie und 270 Mrd. EUR in schnelle Breitbandnetze.

(<http://ec.europa.eu/transport/themes/infrastructure/connecting/doc/connecting/2012-10-02-cef-brochure.pdf>)

³ Siehe Sozialinvestitionspaket, COM (2013)83 vom 20.2.2013.

⁴ Mitteilung über einen Rahmen für die Klima- und Energiepolitik im Zeitraum 2020-2030, http://ec.europa.eu/energy/doc/2030/com_2014_15_en.pdf.

Auf kleine und mittlere Unternehmen (KMU) entfallen etwa zwei Drittel der Beschäftigung und beinahe 60 % der Wertschöpfung in der EU. Aufgrund ihrer umfassenden Bedeutung sowie ihrer Innovations- und Wachstumskraft und ihrer Fähigkeit, Arbeitsplätze zu schaffen, leisten sie einen bedeutenden Beitrag zum BIP.

Das durch die Finanz- und Wirtschaftskrise erzeugte Klima der Ungewissheit und Risikoscheu wirkte sich sowohl auf die Nachfrage als auch das Angebot von Finanzierungen aus. Auf der Nachfrageseite belegt dies die verminderte Nachfrage durch KMU, Öffentlich-Private Partnerschaften und andere, eine langfristige Finanzierung erfordernde Investitionsprojekte, die zu einem suboptimalen Niveau an langfristigen Investitionen und Finanzierungen führt. Auf der Angebotsseite verstärkte die Krise die Risikoscheu und führte zu einer Liquiditätspräferenz, die in Verbindung mit der Verringerung des Fremdkapitalanteils bei den Banken die Fähigkeit der Wirtschaft beeinträchtigte, sich über lange Laufzeiten zu refinanzieren. In diesem suboptimalen Niveau an langfristiger Finanzierung spiegeln sich auch Marktversagen und Ineffizienzen in der Intermediationskette wider.⁵

Die Auseinandersetzung mit diesen Problemen hat für Europa Priorität. Die Fähigkeit der Wirtschaft zur Bereitstellung langfristiger Finanzierungen, mit denen die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft und Industrie Europas gestärkt wird, hängt davon ab, inwieweit es ihr gelingt, Spareinlagen durch einen offenen, sicheren und wettbewerbsfähigen Finanzsektor in die entsprechenden Kanäle zu leiten. Hier sind Rechtssicherheit und das Vertrauen der Anleger entscheidend.

1.3 Grünbuch und öffentliche Konsultation über langfristige Finanzierung

Die Europäische Kommission nahm am 25. März 2013 ein Grünbuch über die langfristige Finanzierung an, das eine breit angelegte Debatte über die verschiedenen Einflussfaktoren anstieß, die auf die Fähigkeit der europäischen Wirtschaft zur Beschaffung der für den Erhalt und die Beschleunigung ihrer Erholung benötigten Finanzmittel einwirken. Das Ziel des Grünbuchs war die Ergründung der Frage nach besseren Möglichkeiten zur Zuführung der Spareinlagen von Staaten, Unternehmen und privaten Haushalten zum langfristigen Investitionsbedarf.

Die Konsultation zum Grünbuch stieß bei den Interessenträgern auf ein sehr positives Echo und erbrachte 292 Antworten aus allen Teilen der Wirtschaft.⁶ Eine breite Mehrheit der Interessenträger stimmte zu, dass die Quellen für langfristige Finanzierungen in Europa erweitert werden müssten, erkannten aber zugleich die wichtige Rolle an, die die Banken, insbesondere für KMU, weiterhin spielen werden. Klar festgelegte, stabile regulatorische Rahmenbedingungen wurden zwar allgemein als sehr wichtig hervorgehoben, aber viele Interessenträger nannten auch eine bessere Feinabstimmung der Regulierungsreform im Hinblick auf die langfristigen Finanzierungsziele als wichtiges Anliegen.

1.4 Andere politische Initiativen auf europäischer und internationaler Ebene

Die Debatte über langfristige Finanzierung fand auf europäischer und internationaler Ebene ihren Widerhall. Der Wirtschafts- und Finanzausschuss setzte eine Hochrangige Expertengruppe ein, die ihren Bericht im Dezember 2013⁷ veröffentlichte. Im Mittelpunkt

⁵ Eine detaillierte Erläuterung ist der Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen zu entnehmen, die dem Grünbuch über langfristige Finanzierungen beigelegt ist: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SWD:2013:0076:FIN:EN:PDF>

⁶ Eine detaillierte Zusammenfassung der Antworten ist, ebenso wie die nicht vertraulichen Antworten, unter http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/long-term-financing/docs/summary-of-responses_en.pdf zu finden.

⁷ http://europa.eu/efc/working_groups/hleg_report_2013.pdf.

standen KMU und Infrastruktur. Das Europäische Parlament nahm am 26. Februar 2014 eine Entschließung⁸ über die langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft an. Diese Entschließung enthält viele Fragestellungen, die auch in der vorliegenden Mitteilung behandelt werden.

Auf internationaler Ebene billigte die G20 im September 2013 einen Arbeitsplan zum Thema der Finanzierung von Investitionen⁹ und rief eine Arbeitsgruppe ins Leben, die die Frage langfristiger Finanzierungen weiter bearbeiten soll. Die OECD erarbeitete übergeordnete Grundsätze für das Engagement institutioneller Anleger in langfristigen Finanzierungen¹⁰.

Vor diesem Hintergrund und auf den Konsultationen zum Grünbuch aufbauend wird in der vorliegenden Mitteilung eine Reihe konkreter Maßnahmen vorgestellt. Die Entwicklung und Diversifizierung der Methode, nach der langfristige Investitionen finanziert werden, ist eine komplexe, mehrdimensionale Aufgabe, in der es weder einen einfach wirkenden Mechanismus noch ein „Wundermittel“ gibt, sondern bei der eine ganze Bandbreite an Antworten und Initiativen zum Tragen kommt. Bei den in der vorliegenden Mitteilung vorgeschlagenen Maßnahmen steht Folgendes im Mittelpunkt: (i) die Mobilisierung privater Quellen für langfristige Finanzierungen; (ii) die bessere Nutzung öffentlicher Finanzen; (iii) die Entwicklung der Kapitalmärkte; (iv) die Verbesserung des Finanzierungszugangs für KMU; (v) die Mobilisierung privater Finanzmittel für die Infrastruktur und (vi) die Verbesserung der allgemeinen Rahmenbedingungen für nachhaltige Finanzierung.

Zusammen mit der vorliegenden Mitteilung legt die Kommission außerdem Folgendes vor:

- einen Vorschlag zur Überarbeitung der Richtlinie zu Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EBAV), um die Weiterentwicklung betrieblicher Altersversorgungseinrichtungen, einem wichtigen Typ langfristig agierender institutioneller Anleger in der EU, zu unterstützen;
- eine Mitteilung über Crowdfunding, einer wachsenden Finanzierungsquelle für KMU.

2. MOBILISIERUNG PRIVATER QUELLEN LANGFRISTIGER FINANZIERUNGEN

Die Unterstützung einer verantwortungsvollen Kreditvergabe durch Banken und die Förderung bankfremder Finanzierungsquellen wie institutioneller Anleger einschließlich Versicherungsunternehmen, Altersversorgungsfonds, herkömmlicher oder alternativer Investmentfonds, Staatsfonds oder Stiftungen ist hier von entscheidender Bedeutung. Banken werden zwar weiterhin eine wichtige Rolle spielen, aber die Diversifizierung der Finanzierung ist einerseits auf kurze Sicht für eine bessere Verfügbarkeit von Finanzmitteln, andererseits aber auch auf lange Sicht wichtig, um der europäischen Wirtschaft zu helfen, künftige Krisen besser zu überstehen.

Banken

Nach der seit Januar 2014 stufenweise eingeführten Eigenkapitalverordnung (CRR) und der Eigenkapitalrichtlinie IV (CRD IV)¹¹ müssen Banken mehr Eigenkapital vorhalten, um

⁸ [http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?reference=2013/2175\(INI\)&l=en](http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?reference=2013/2175(INI)&l=en).

⁹ Siehe <http://en.g20russia.ru/news/20130906/782782178.html>.

¹⁰ Siehe <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/G20-OECD-Principles-LTI-Financing.pdf>.

¹¹ Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 und Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und

potenzielle Verluste besser auffangen zu können. In den Jahren 2014 und 2015 wird die Kommission die Angemessenheit der Anforderungen der Eigenkapitalverordnung mit Blick auf die langfristige Finanzierung in zwei Stufen bewerten.

Für die Banken werden auch neue Anforderungen an das Liquiditätsmanagement gelten, damit sie plötzliche Liquiditätsschocks auffangen können. Dies dürfte zwar größeres Vertrauen in das Finanzsystem schaffen, doch wird auch die Meinung vertreten, dass sich verschärfte Liquiditätsvorschriften auf die Fähigkeit der Banken zur Vergabe von Krediten mit langen Laufzeiten auswirken könnten. Bei der Umsetzung der Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio, kurz: LCR, einer Liquiditätsquote mit einem Zeithorizont von einem Monat) in Europa und in den derzeitigen internationalen Diskussionen über die Festlegung der strukturellen Liquiditätsquote (Net Stable Funding Ratio, kurz: NSFR, eine Liquiditätsquote mit einjährigem Zeithorizont) muss das richtige Gleichgewicht zwischen der Erhöhung der Widerstandsfähigkeit des Bankensektors gegen Liquiditätsschocks und der Vermeidung übermäßiger Beschränkungen der Fristentransformation, die von langfristigen Finanzierungen abschrecken, gefunden werden.¹² Die Eigenkapitalverordnung sieht ferner die stufenweise Einführung der Mindestliquiditätsquote und einen langen Beobachtungszeitraum vor, bevor ein Gesetzgebungsvorschlag zur strukturellen Liquiditätsquote möglich ist.

Die Bankenreform und insbesondere die Bankenunion sind für die Wiederherstellung des Vertrauens in den Finanzsektor und zur Minderung der derzeitigen Marktfragmentierung, die sich ganz besonders auf die Finanzierung von KMU auswirkt, von entscheidender Bedeutung. Sobald diese Reformen abgeschlossen sind, dürften Darlehensnehmer und Anleger von einem größeren und tieferen sowie besser geregelten und beaufsichtigten Markt profitieren.

Wichtig ist auch der jüngste Vorschlag für eine europäische Bankenstrukturreform¹³, da er darauf abzielt, finanzielle Kerntätigkeiten wie die Kreditvergabe an die Wirtschaft zu schützen, indem diese Tätigkeiten von riskanten Handelstätigkeiten getrennt werden. Damit würde auch der aktuellen Quersubventionierung von Handelsaktivitäten durch Einlagen Einhalt geboten, so dass sich für die Banken stärkere Anreize zur Kreditvergabe an die Realwirtschaft ergäben.

Maßnahmen

- Die Kommission wird bis 2014¹⁴ und 2015¹⁵ Berichte über die Angemessenheit der CRR-Anforderungen mit Blick auf die langfristige Finanzierung erstellen.
- Die Kommission wird bei der Vorbereitung des delegierten Rechtsakts zur Mindestliquiditätsquote¹⁶ (der für die erste Jahreshälfte 2014 erwartet wird) und der abschließenden Feinabstimmung der strukturellen Liquiditätsquote¹⁷ die

Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG.

¹² Vgl. Erwägungsgrund 100 der Verordnung Nr. 575/2013.

¹³ COM(2014) 043.

¹⁴ Artikel 505: „Die Kommission erstattet dem Europäischen Parlament und dem Rat bis zum 31. Dezember 2014 Bericht darüber, ob die Anforderungen dieser Verordnung angemessen sind angesichts dessen, dass ein angemessenes Finanzierungsniveau der Wirtschaft für alle Formen langfristiger Finanzierungen, einschließlich für kritische Infrastrukturvorhaben der Europäischen Union in den Bereichen Verkehr, Energie und Kommunikation, sichergestellt werden muss“.

¹⁵ Artikel 516: „Die Kommission erstattet bis zum 31. Dezember 2015 Bericht über die Auswirkungen dieser Verordnung auf die Förderung langfristiger Investitionen in wachstumsfördernde Infrastrukturen.“

¹⁶ Artikel 460 der Eigenkapitalverordnung.

¹⁷ Artikel 510 Absatz 3 der Eigenkapitalverordnung.

Notwendigkeit, langfristige Finanzierungen durch Banken nicht über Gebühr einzuschränken, umfassend berücksichtigen. Ferner sollte der in der Eigenkapitalverordnung vorgesehene Beobachtungszeitraum voll ausgeschöpft werden, damit Anpassungen vorgenommen und möglicherweise unbeabsichtigten Folgen der neuen Liquiditätsvorschriften für langfristige Investitionen begegnet werden kann.

Versicherungsunternehmen

Institutionelle Anleger wie Versicherungsunternehmen sind geeignete Anbieter langfristiger Finanzierungen. Die Investitionen institutioneller Anleger in Vermögenswerte mit geringerer Liquidität wie beispielsweise Infrastruktur war bisher zwar begrenzt, aber durch die Suche nach höheren Erträgen in einem Niedrigzinsumfeld steigt deren Interesse an solchen Vermögenswerten.

Die ab 1. Januar 2016 anzuwendende Solvabilität-II-Richtlinie¹⁸ wird bestimmte, derzeit in den Mitgliedstaaten bestehende Hindernisse für Investitionen, insbesondere in Klassen von Vermögenswerten mit geringerer Liquidität, aufheben. Versicherern werden Investitionen in jeder Art von Vermögenswerten unter der Bedingung gestattet sein, dass sie den Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht beachten, nach dem sie in der Lage sein sollten, die mit derartigen Vermögenswerten verbundenen Risiken „angemessen erkennen, messen, überwachen, managen, steuern und berichten“¹⁹ zu können.

Es wird argumentiert, dass eine Verschärfung der Kapitalanforderungen in der Weise, dass sämtliche quantifizierbaren Risiken einschließlich des Marktrisikos (das in der vorherigen gesetzlichen Regelung, Solvabilität-I, nicht berücksichtigt worden war) erfasst werden, das Investitionsverhalten und die langfristigen Aussichten von Versicherungsunternehmen als institutionellen Anlegern beeinflussen könnte.²⁰ Aus diesem Grund bat die Kommission die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) im September 2012 um eine Prüfung, ob die Abstimmung und Gestaltung der Kapitalanforderungen eine Anpassung notwendig macht, ohne die aufsichtsrechtliche Wirksamkeit der Regelung insbesondere im Hinblick auf Anlagen in Infrastruktur, KMU und soziale Unternehmen (unter Einschluss der Verbriefung von diesen Zwecken dienenden Darlehen) zu gefährden. Die Analyse der EIOPA wurde im Dezember 2013 übermittelt.²¹ Sie empfiehlt Kriterien zur Definition qualitativ hochwertiger Verbriefungen und entwirft eine günstigere Behandlung derartiger Instrumente mittels Senkung der entsprechenden Stressfaktoren.²² Dies ist ein großer Schritt auf dem Weg zum allgemeinen Ziel der Förderung nachhaltiger Verbiefungsmärkte (*siehe Abschnitt 4 über*

¹⁸ Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2009 betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (Solvabilität II).

¹⁹ Artikel 132 der Solvabilität-II-Richtlinie.

²⁰ Bei Investitionsentscheidungen sind Kapitalanforderungen, neben steuerlichen Regelungen, Rechnungslegungsvorschriften oder mangelnder Sachkenntnis der Versicherungsunternehmen in Bezug auf Vermögenswerte mit geringerer Liquidität, nur ein Einflussfaktor von vielen.

²¹ Siehe https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx_dam/files/consultations/consultationpapers/EIOPA-13-163/2013-12-19_LTI_Report.pdf.

²² Anders als im Bankensektor hängen die Kapitalanforderungen vom Risikoprofil der einzelnen Versicherer ab und sind wesentlich niedriger als die Stressfaktoren, weil sich die Berechnung nicht nur auf Faktoren stützt. Die Kapitalanforderungen entsprechen dem potenziellen Verlust des Versicherers unter angespannten Marktbedingungen nach Berücksichtigung der für die einzelnen Versicherungsunternehmen spezifischen, entschärfenden Faktoren (Senkung zukünftiger Boni für Versicherungsnehmer, latente Steueransprüche, Hedging, Diversifizierung mit anderen Risikoquellen usw.). Auf der Grundlage der neuesten europaweiten quantitativen Folgenabschätzungen geht die Kommission davon aus, dass die Kapitalanforderungen für das Marktrisiko bei einem typischen Lebensversicherer mit langfristigen Verbindlichkeiten um das Zwei- bis Dreifache niedriger sind als die Stressfaktoren für jeden einzelnen Anlagentyp.

Verbriefungen). Die Kommission wird bei der Abfassung der maßgeblichen delegierten Rechtsakte für die Solvabilität-II-Richtlinie den neuesten Bericht der EIOPA berücksichtigen und auch eventuelle Anpassungen an der Behandlung anderer Klassen von Vermögenswerten als Verbriefungen (Infrastruktur, KMU und soziale Unternehmen) einbeziehen. Dies ist im ursprünglichen Mandat an die EIOPA niedergelegt.

Darüber hinaus werden mit der Omnibus-II-Richtlinie²³ Maßnahmen in die Solvabilität-II-Richtlinie eingeführt, die gezielt auf die Verstärkung bestehender Anreize angelegt sind, die langfristigen Verbindlichkeiten und die langfristigen Vermögenswerte aufeinander abzustimmen und diese bis zur Endfälligkeit zu halten. Die Liste der Vermögenswerte, die für eine Verwendung bei dieser gegenseitigen Abstimmung in Frage kommen, ist erweitert worden und beinhaltet wichtige langfristige Anlagen wie Anleihen für Infrastrukturprojekte.

Maßnahmen

- Die Kommission beabsichtigt, spätestens im September 2014 den delegierten Rechtsakt für die Solvabilität-II-Richtlinie mit einer Reihe von Anreizen zur Förderung langfristiger Investitionen durch Versicherungsunternehmen zu erlassen.

Pensionsfonds

Pensionsfonds sind institutionelle Anleger mit langfristigen Verbindlichkeiten. Als solche können sie „geduldige“ Anleger sein. Die Kommission begrüßt, dass sich Pensionsfonds zur Streuung ihrer Portfolios und Erzielung höherer Renditen zunehmend alternativen Anlageformen wie privatem Beteiligungskapital und Infrastrukturvorhaben zuwenden.²⁴ Der heute angenommene Vorschlag für eine EBAV-II-Richtlinie könnte einen Beitrag zur mehr langfristigen Anlagen betrieblicher Altersversorgungsfonds leisten, indem er die Möglichkeiten der Mitgliedstaaten, für bestimmte Arten von langfristigen Investitionen Beschränkungen vorzusehen, einschränkt.

Neben den betrieblichen haben auch individuelle Altersversorgungsprodukte das Potenzial zur Förderung langfristiger Investitionen. Im November 2012 lud die Kommission die EIOPA ein, ein Fachgutachten zur Entwicklung eines EU-weiten Rahmens für die Tätigkeiten und die Beaufsichtigung individueller Altersversorgungsprodukte zu erstellen.²⁵ Dies wäre eine Chance, mehr Spareinlagen für die Finanzierung langfristiger Investitionen zu mobilisieren und auf diese Weise sowohl die Angemessenheit der Ruhestandsbezüge als auch das Wirtschaftswachstum zu fördern. Die EIOPA wurde gebeten, mindestens zwei Ansätze zu berücksichtigen: (i) die Erarbeitung gemeinsamer Vorschriften, damit eine grenzübergreifende Tätigkeit privater Altersversorgungssysteme ermöglicht wird, oder (ii) die Erarbeitung einer 29. Regelung, nach der die EU-Vorschriften nicht an die Stelle der nationalen Vorschriften treten sondern eine Alternative zu ihnen sind. Die EIOPA hat im Februar 2014 einen vorläufigen Bericht über private Altersversorgungsprodukte vorgelegt.

Maßnahmen

²³ Eine 2011 vorgeschlagene Richtlinie (KOM(2011) 0008) zur Anpassung der Solvabilität-II-Richtlinie an den neuen, mit dem Vertrag von Lissabon eingeführten Rahmen für Durchführungsrechtsakte und zur Schaffung der EIOPA.

²⁴ Allerdings ist der Anteil des Vermögens, den sie in derartige Vermögenswerte, insbesondere in Infrastruktur, investieren, nach wie vor begrenzt. Beispielsweise wurde in einer kürzlich von der OECD bei 86 großen Pensionsfonds und Rücklagenfonds für öffentliche Renten durchgeführten Erhebung (<http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/survey-large-pension-funds.htm>) festgestellt, dass nur 1 % der Vermögenswerte dieser Fonds in nicht börsennotierten Infrastrukturanlagen und 12-15 % in alternativen Anlagen investiert worden waren (die restlichen Vermögenswerte waren in festverzinslichen, Kassa- und börsennotierten Beteiligungspapieren angelegt).

²⁵ http://ec.europa.eu/internal_market/pensions/docs/calls/072012_call_en.pdf.

- Die Kommission wird in der zweiten Jahreshälfte 2014 eine umfassende Stellungnahme der EIOPA anfordern, mit dem Ziel, einen Binnenmarkt für die persönliche Altersvorsorge zu schaffen und so möglicherweise mehr persönliche Altersvorsorgeersparnisse für die langfristige Finanzierung zu mobilisieren.

Private Sparkonten

Das Grünbuch erhielt für die Ergründung von Möglichkeiten, mit denen sich der Fluss von Mitteln aus Spareinlagen über die Ländergrenzen hinweg steigern ließe, einige Unterstützung durch Interessenträger. Zu diesen Möglichkeiten zählt die Einführung eines EU-Sparkontos mit dem Ziel des Angebots eines standardisierten Rahmens, der Sparer zu Beiträgen zu langfristigen Finanzierungen ermutigt. In einem solchen Vorhaben würde man zuerst nationale Modelle betrachten und Gesichtspunkte wie Verzinsungssätze, nationale Einlagensicherung, Komplementarität mit bestehenden nationalen Programmen, Entgegennahme von Spargeldern und Kriterien für die Kreditvergabe berücksichtigen.

Maßnahmen

- Die Kommission wird bis Ende 2014 eine Studie über mögliches Marktversagen und andere Mängel in Bezug auf die grenzübergreifenden Ersparnisströme durchführen, die auch einen Überblick über die nationalen Sparkonto-Modelle und eine Bewertung der Zweckmäßigkeit der Einführung eines EU-Sparkontos beinhalten wird.

3. BESSERE NUTZUNG ÖFFENTLICHER MITTEL

Der öffentliche Sektor leistet in Form von materiellen und immateriellen Investitionen einen wichtigen Beitrag zu den Bruttoanlageinvestitionen. Es sind Anstrengungen vonnöten, um einen transparenteren und effizienteren Einsatz öffentlicher Mittel sicherzustellen und die Rendite öffentlicher Investitionen, ihren Beitrag zum Wachstum und ihre Fähigkeit, private Investitionen zu hebeln, zu maximieren. Die Kommission wird die Haushaltspolitik der EU-28 einschließlich der Qualität der öffentlichen Ausgaben und die Einhaltung des Defizitverfahrens weiterhin im Rahmen des Europäischen Semesters verfolgen. Darüber hinaus ist eine breite Ausrichtung, die auch die Tätigkeit nationaler Förderbanken und Exportkreditagenturen einbezieht, erforderlich.

Nationale Förderbanken

Nationale und regionale Förderbanken spielen zusammen mit der EIB und dem EIF sowie anderen multilateralen Entwicklungsbanken eine wichtige Rolle als Katalysatoren für langfristige Finanzierungen. In den letzten Jahren haben sie in dem Bestreben, die schrumpfenden Bilanzsummen kommerzieller Kreditgeber auszugleichen, ihre Tätigkeiten verstärkt. In Anbetracht der sich stabilisierenden Wirtschaftslage und der begrenzten Kreditvergabekapazitäten dieser Institute müssen nunmehr Marktversagen sowie Mehrwert schaffende Vorhaben in den Mittelpunkt gerückt werden. Während der Konsultation wurde der Ruf nach mehr gemeinsamen EU-nationalen oder multinationalen Initiativen und vereinfachten Verfahren im Hinblick auf die Förderung der Zusammenarbeit und der Synergien zwischen dem EU-Haushalt und EIB/EIF, multilateralen Entwicklungsbanken und nationalen Förderbanken laut. Auch wurde zu einer stärkeren Einbeziehung der nationalen Förderbanken in die politischen Strategien der EU und ihrem Zugang zu EU-Mitteln aufgerufen. Diese politischen Strategien beinhalten unter anderem externe Umwelt- und Klimaeffekte, Innovation sowie die Sozial- und Humankapitalentwicklung. Die Frage der Koordination zwischen multilateralen Banken und nationalen Förderbanken wurde ferner im Hinblick darauf als wichtig erachtet, dass Synergien und Komplementaritäten optimiert und Arbeitsüberschneidungen und Doppelfinanzierungen vermieden werden.

Maßnahmen

- Die Kommission wird 2014 eine Mitteilung über Förderbanken herausgeben und zu folgenden Themen Leitlinien setzen: allgemeine Grundsätze; Governance und Transparenz als die Haupteinflussfaktoren, die für Anlegervertrauen und günstige Finanzierungsbedingungen sorgen; Aufsicht und regulatorische Aspekte sowie die Rolle nationaler Förderbanken bei der gemeinsamen Investition und Bereitstellung von EU-Haushaltsmitteln zur Unterstützung der politischen Prioritäten der Europäischen Union für 2020 und darüber hinaus.
- Die Kommission wird, wie vom Europäischen Rat auf seiner Tagung vom Juni 2013 gefordert, zur Zusammenarbeit nationaler Förderbanken mit der EIB und dem EIF sowie möglicherweise auch anderen multilateralen Entwicklungsbanken ermutigen, diese Zusammenarbeit beobachten und dem Rat auf seiner Tagung im Dezember 2014 Bericht erstatten.

Exportkreditagenturen

Exportkreditagenturen sind für langfristige Finanzierungen sowohl Anleger als auch Sicherungsgeber bzw. Versicherer für Risiken. In dieser Eigenschaft könnten sie bei der Unterstützung grenzübergreifender Investitionen innerhalb der EU sowie der Unterstützung von Anlagegüterexporten aus der EU eine wichtige Rolle spielen. Dies ist ein Bereich, in dem Spannungen im Zusammenhang mit dem Länderrisiko unmittelbare Auswirkungen auf langfristige Finanzierungen haben, insbesondere bei langfristigen Garantien

Maßnahmen

- Die Dienststellen der Kommission werden einen Bericht über die Förderung einer besseren Abstimmung und Zusammenarbeit zwischen bestehenden nationalen Ausfuhrkreditsystemen veröffentlichen.

4. DIE ENTWICKLUNG DER EUROPÄISCHEN KAPITALMÄRKTE

In Europa sind politische Anstrengungen zur Diversifizierung der Finanzierungswege notwendig. Im Durchschnitt sind die europäischen Kapitalmärkte vergleichsweise wenig entwickelt und können derzeit die durch die Verringerung des Fremdkapitalanteils der Banken geschaffene Finanzierungslücke nicht ausfüllen. Angemessene Finanzinstrumente werden auch gebraucht, damit die Finanzmärkte eine aktive, wirksame Rolle bei der Zuführung von Mitteln zu langfristigen Investitionen spielen können. Hierzu gehören auch innovative, mit den wichtigsten Herausforderungen für ein nachhaltiges Wachstum in Europa verknüpfte Finanzinstrumente wie Infrastruktur- und Klimaschutzanleihen sowie Anleihen für soziale Projekte („Social Impact Bonds“) (*siehe Abschnitt 6*).

Aktien- und Unternehmensanleihemärkte

Die Finanzierung über Kapitalmärkte hat seit der Krise erheblich gelitten, der Abwärtstrend nahm allerdings in den 90er-Jahren seinen Anfang. Die Anzahl der Börsengänge in Europa und den USA erreicht nur noch ein Fünftel ihres Umfangs aus der Zeit vor 1999²⁶. Untersuchungen in den USA zeigen auch, dass sich die Zeit bis zum Börsengang verdoppelt

²⁶ Die Börsengänge für das Vereinigte Königreich, Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien gingen von etwa 350 pro Jahr zwischen 1996 und 2000 auf etwa 70 pro Jahr im Zeitraum von 2008 bis 2012 zurück (siehe die Arbeitsunterlage der OECD „Making Stock Markets Work to Support Economic Growth“ http://www.oecd-ilibrary.org/governance/making-stock-markets-work-to-support-economic-growth_5k43m4p6ccs3-en). Ein ähnlicher Rückgang wurde auch in den USA beobachtet, nämlich von etwa 500 Börsengängen vor 1999 auf etwa 100 nach 1999 (siehe <http://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/ipotaskforceslides.pdf>).

hat und von 4,8 Jahren in den frühen 80er-Jahren auf über 9 Jahre seit 2007²⁷ gestiegen ist. Auch wenn man berücksichtigt, dass Börsengänge zyklisch sind, sind diese Trends besorgniserregend, insbesondere unter dem Gesichtspunkt der Schaffung von Arbeitsplätzen, denn dieselben Untersuchungen in den USA zeigen auch, dass 92 % des Wachstums in einem Unternehmen nach dem Börsengang stattfinden. Die Einrichtung einer Arbeitsgruppe „Börsengänge“ durch mehrere Marktorganisationen²⁸, die sich mit diesen Fragestellungen auseinandersetzen soll, ist eine begrüßenswerte Initiative.

Die Emission von Unternehmensanleihen wird von großen, von Ratingagenturen bewerteten Unternehmen genutzt, wobei die Anleihen in großen Stückelungen begeben und von Finanzinstituten gekauft werden. Dieser Markt ist in den letzten Jahren gewachsen. Diese Instrumente stehen jedoch KMU bzw. Unternehmen mit mittlerer Kapitalisierung („Mid Caps“) normalerweise nicht zur Verfügung, obgleich in den vergangenen Jahren auch mehrere Börsen für Anleihen für Privatanleger („retail bonds“) geschaffen wurden, nämlich in Deutschland (die 2010 gegründete BondM) im Vereinigten Königreich (die 2010 gegründete ORB), in Frankreich (die 2012 gegründete IBO) und in Italien (die 2013 gegründete ExtraMOT PRO).

Trotz solcher nationalen Initiativen sind die europäischen Märkte sowohl für Anleihen als auch für Aktien nach wie vor fragmentiert und für KMU und Unternehmen mit mittlerer Kapitalausstattung („Mid Caps“) mit ihrem niedrigen Niveau an grenzübergreifenden Anlagen in Wertpapieren außer erstklassigen Werten nicht attraktiv genug. Bedeutende Hemmnisse wie unterschiedliche Wertpapier- und Konkursgesetze bestehen nach wie vor.

Maßnahmen

- Die in der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente MiFID 2²⁹ vorgesehenen delegierten Rechtsakte der Kommission werden sicherstellen, dass die Anforderungen an die Wachstumsmärkte für KMU den Verwaltungsaufwand für Emittenten auf diesen Märkten auf ein Minimum beschränken, zugleich aber ein hohes Niveau an Anlegerschutz aufrechterhalten. Zu diesen Anforderungen gehören auch der Mindestanteil von KMU-Emittenten auf diesen Märkten sowie angemessene Kriterien für die Handelszulassung, die Anlegerinformation und die Rechnungslegung.
- Die Dienststellen der Kommission werden eine Studie durchführen, um zu klären, ob nach den mit der MiFID 2 eingeführten Verbesserungen für Nichtdividendenwerte weitere Maßnahmen erforderlich sind, um die Schaffung eines liquiden, transparenten Sekundärmarkts für den Handel mit Unternehmensanleihen in der EU zu ermöglichen.
- Die Kommission wird bis Ende 2015 die Folgen und Auswirkungen der Vorschriften der Prospektrichtlinie bewerten.³⁰ Dies wird insbesondere eine Bewertung der Regelung zur verhältnismäßigen Offenlegung für Emittenten beinhalten, die zu den KMU und den Unternehmen mit verminderter Marktkapitalisierung zählen.

²⁷ Siehe <http://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/ipotaskforceslides.pdf>

²⁸ Federation of European Securities Exchanges (FESE), European Issuers und European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA). Siehe <http://www.fese.eu/en/?inc=cat&id=8>.

²⁹ Gemäß Artikel 35 der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente zur Aufhebung der Richtlinie 2004/39/EG (MiFID 2) gemäß Entwurf im endgültigen Kompromisstext.

³⁰ Artikel 4 der Richtlinie 2010/73/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Änderung der Richtlinie 2003/71/EG betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind.

- Die Kommission wird auch untersuchen, ob in Anbetracht der Umsetzung des MiFID 2-Rahmens die Auswahlkriterien für Anlagen durch Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) auf Wertpapiere erweitert werden könnten, die auf Wachstumsmärkten für KMU notiert sind und bestimmte Liquiditätsmerkmale aufweisen. Die Frage, ob die europäischen langfristigen Investmentfonds (ELTIF) auch die Möglichkeit zur Investition in börsennotierte KMU haben sollten, gehört zu den Schlüsselfragen, die derzeit im Zusammenhang mit dem Vorschlag der Kommission zu ELTIF³¹ erörtert werden. Im Vorschlag der Kommission sind bereits nicht börsennotierte KMU in den Klassen von Vermögenswerten enthalten, die für eine Anlage durch ELTIF in Frage kämen.

Verbriefung

Verbriefungsgeschäfte ermöglichen Banken die Refinanzierung von Darlehen durch die Bündelung von Vermögenswerten und deren Umwandlung in Wertpapiere, die für institutionelle Anleger attraktiv sind. Aus dem Blickwinkel der Banken setzen solche Transaktionen Kapitalressourcen frei und steigern somit die Fähigkeit der Banken zur Erweiterung ihrer Kreditvergabe und zur Finanzierung von Wirtschaftswachstum. Für institutionelle Anleger bieten solche Wertpapiere, sofern ihr Umfang ausreicht, liquide Anlagemöglichkeiten in Klassen von Vermögenswerten, in die sie nicht direkt investieren, wie beispielsweise KMU oder Hypotheken.

Einige Verbriefungsmodelle waren in der Vergangenheit nicht ausreichend geregelt. Die Schwachstellen dieser Modelle wurden frühzeitig erkannt und in der anschließenden Finanzreform der EU angegangen. Anforderungen an Risikorückbehalte (Eigeninteresse) bestehen seit 2011 in der Bankenbranche der EU und wurden inzwischen auf sämtliche Finanzbranchen ausgeweitet. Darüber hinaus wurden die Offenlegungspflichten verschärft, damit Anleger sich gründliche Kenntnisse über die Instrumente, in die sie investieren, aneignen können.

Die Behörden treffen zahlreiche konkrete Maßnahmen, um Verbriefungsgeschäfte stärker zu standardisieren und transparenter zu gestalten und dadurch das Vertrauen der Anleger zu erhöhen³². Die Organe und Behörden der EU müssen ihre Zusammenarbeit verstärken und Synergien entwickeln, beispielsweise im Hinblick auf die Standardisierung der Berichtsvorlagen. Zusätzlich leisten von den Unternehmen geführte Initiativen wie die Umsetzung der Kennzeichnung einen Beitrag zu diesen Zielsetzungen.

Trotz dieser Maßnahmen wurde bisher keine wesentliche Erholung dieses Marktes beobachtet. Dies ist zum großen Teil auf das Stigma zurückzuführen, das diesen Transaktionen immer noch anhaftet. Ein weiterer Grund ist ihre aufsichtsrechtliche Behandlung. Zahlreiche Interessenträger haben zur Förderung der Entwicklung nachhaltiger Verbriefungsmärkte eine Differenzierung von Verbriefungsprodukten zu Aufsichtszwecken gefordert. Im technischen Bericht der EIOPA zur Solvabilität-II-Richtlinie und im Vorschlag der Kommission zu einer Bankenstrukturreform wird eine Differenzierung für „qualitativ hochwertige“ Verbriefungsprodukte eingeführt.

Maßnahmen

³¹ Siehe beispielsweise den Berichtsentwurf von Frau Kratsa-Tsagaropoulou zum Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zu europäischen langfristigen Investmentfonds.

³² Die wichtigsten Initiativen sind die Rechtsvorschriften in der Verordnung über Ratingagenturen, in denen die ESMA um die Einrichtung einer öffentlichen Website (Ratingagentur-Verordnung 3, Artikel 8b) ersucht wird, sowie das von der EZB getragene, zentrale European Data Warehouse (EDW).

- Die Kommission wird an der Differenzierung „qualitativ hochwertiger“ Verbriefungsprodukte arbeiten, damit die Kohärenz zwischen den Finanzsektoren gewährleistet werden kann. Auch wird sie eine mögliche aufsichtsrechtliche Vorzugsbehandlung prüfen, die mit den Grundsätzen der Bankenaufsicht kompatibel ist. Die Kommission wird in Erwägung ziehen, diesen Ansatz in die maßgeblichen Rechtsvorschriften der EU für sämtliche Finanzbranchen einzuführen. Die Kommission wird insbesondere nach einer weiteren Differenzierung und Standardisierung möglich werdende, zukünftige Zunahmen in der Liquidität einer Reihe von Verbriefungsprodukten berücksichtigen.
- Die Kommission wird außerdem gemeinsam mit internationalen Standardsetzern, insbesondere dem Basler Ausschuss und der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden IOSCO, an der Entwicklung und Umsetzung globaler Normen arbeiten, wobei dies insbesondere Vorschriften zum Risikorückbehalt, die Standardisierung hoher Qualität und Transparenz zur Sicherstellung der Kohärenz und Vermeidung von Aufsichtsarbitrage betreffen wird.

Gedekte Schuldverschreibungen

Gedekte Schuldverschreibungen sind durch Vermögenswerte guter Qualität gestützte Standardinstrumente, mit denen auf den Kapitalmärkten Mittel für Finanzierungen beschafft werden können. Während diese Instrumente den Anleger im Vergleich zu vorrangigen unbesicherten Wertpapieren Sicherheit und Liquidität bieten, erbringen sie Emittenten Vorteile wie eine kostendeckende Finanzierung und Diversifizierung ihrer Finanzierungen. In verschiedenen Rechtsvorschriften der EU wird zwar auf gedekte Schuldverschreibungen Bezug genommen, es besteht aber derzeit kein alleiniger, harmonisierter Rechtsrahmen. In einigen Mitgliedstaaten gibt es keine besonderen Rechtsvorschriften hierzu. Nachdem sich die Auswahlkriterien für erleichterte Eigenkapitalanforderungen im Bankensektor zu einem in weiten Kreisen akzeptierten Marktstandard³³ entwickelt haben, sind nichtsdestotrotz gewisse Konvergenzen eingetreten.

Maßnahmen

- Die Kommission wird im Hinblick auf den Aufbau einer Basis für einen integrierten europäischen Markt für gedekte Schuldverschreibungen bis Ende 2014³⁴ prüfen, wie gedekte Schuldverschreibungen in der Eigenkapitalverordnung behandelt werden. In dieser Prüfung werden Kreditqualität, anrechenbare Sicherheiten und Transparenz berücksichtigt werden. Auch Fragen der Stärkung der Aufsicht, der Durchsetzbarkeit von Vorzugsrechten sowie Gesichtspunkte der Absonderung in Konkursverfahren werden untersucht werden.
- Unter Berücksichtigung der Ergebnisse der oben beschriebenen Überprüfung werden die Dienststellen der Kommission eine Studie zu den Vorteilen der Einführung eines EU-Rahmens für gedekte Schuldverschreibungen auf den Weg bringen.

Privatplatzierung

Privatplatzierungen können eine Alternative zur Kreditvergabe der Banken und zu öffentlichen Emissionen von Unternehmensanleihen bieten und potenziell die Verfügbarkeit von Finanzmitteln für mittlere bis große, nicht börsennotierte Gesellschaften und

³³ Die seit 2006 in der Eigenkapitalrichtlinie und jetzt in der Eigenkapitalverordnung enthaltenen Bestimmungen führten bereits zu einer wichtigen Harmonisierung im Hinblick auf die Bandbreite der auf gedekte Schuldverschreibungen anrechenbaren Vermögenswerte. Auch hinsichtlich der Transparenz setzte die Eigenkapitalverordnung bereits Mindeststandards.

³⁴ Siehe Artikel 503 der Eigenkapitalverordnung.

möglicherweise auch Infrastrukturprojekte erweitern. Der derzeitige regulatorische Rahmen lässt Privatplatzierungen zu und einige Mitgliedstaaten haben diesen Markt bereits entwickelt (beispielsweise mit dem Schuldscheinmarkt in Deutschland und der „Euro PP“ in Frankreich). Wie sich an dem Wachstum der bestehenden Märkte in der EU und an der Zahl europäischer Emittenten, die in den US-Markt für Privatplatzierung³⁵ eintreten, ablesen lässt, nehmen Angebot und Nachfrage für diesen Finanzierungsweg zu.

Diese Aktivitäten haben sich in auf breiterer europäischer Ebene jedoch nicht verstärkt. Zu den Gründen hierfür zählen das Fehlen einer standardisierten Dokumentation und Information über die Bonität der Emittenten und die mangelnde Liquidität im Sekundärmarkt. Da für Anleger, die in diese Produkte investieren, Informationen über die Forderungseinziehung besonders wichtig sind, wurden auch die Unterschiede in den Insolvenzgesetzen in Europa als Hemmnisse für die Entwicklung eines breiter angelegten, grenzübergreifenden Markts für Privatplatzierungen genannt.

Maßnahmen

- Die Dienststellen der Kommission werden bis Ende 2014 eine Studie zur Bestandsaufnahme der Privatplatzierungsmärkte in Europa im Vergleich zu anderen Standorten und Finanzierungspraktiken durchführen und dabei die wichtigsten Erfolgsfaktoren analysieren. Ferner werden sie politische Empfehlungen ausarbeiten, wie sich dieser Erfolg in der EU auf breiterer Basis wiederholen ließe. Auch die möglichen Risiken werden bewertet werden, denn Märkte für Privatplatzierungen sind per definitionem weniger transparent als öffentliche Kapitalmärkte und zudem hochgradig illiquide. Die Studie wird auf der öffentlichen Konsultation und der Folgenabschätzung aufbauen, die in den Jahren 2007 und 2008 durchgeführt wurden³⁶.

5. VERBESSERUNG DES FINANZIERUNGSZUGANGS FÜR KMU

Die besonders starke Abhängigkeit der KMU von Bankmitteln brachte es mit sich, dass sie während der Krise am stärksten litten. Für sie stellt die Beschaffung von Darlehen immer noch eine Herausforderung dar, insbesondere in den peripheren Volkswirtschaften. Teilweise ist dies auf die Fragmentierung des Bankensektors zurückzuführen.³⁷

Ein Schlüsselthema bei den Finanzen von KMU ist die Erleichterung des Übergangs von der Neugründung zum KMU und weiter zum Unternehmen mit mittlerer Kapitalausstattung („Mid Cap“), also des Übergangs von einer Stufe der „Finanzierungstreppe“ zur nächsten. Während sie ihren Lebenszyklus durchlaufen, nutzen KMU verschiedene Finanzierungsquellen, unter anderem Bankschulden und externes Kapital privater Geldgeber („Business Angels“), Risikokapital, privates Beteiligungskapital und schließlich die Kapitalmärkte. KMU empfinden den Übergang von einem Mix von Finanzierungsquellen auf

³⁵ 2012 nahmen 36 europäische Unternehmen (darunter elf kleinere Unternehmen mit Einnahmen unter 500 Mio. USD) den US-Markt für Privatplatzierungen für einen Betrag von fast 20 Mrd. USD in Anspruch. Siehe <http://www.thecityuk.com/research/our-work/reports-list/alternative-finance-for-smes-and-mid-market-companies/>.

³⁶ Siehe http://ec.europa.eu/internal_market/investment/private_placement/index_en.htm.

³⁷ Siehe die Untersuchung der EZB über den Zugang zu Finanzmitteln für KMU im Euroraum, April 2013 bis September 2013 <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201311en.pdf?acff8de81a1d9e6fd0d9d3b38809a7a0>. Nur 33 % der KMU, die in Griechenland einen Kredit beantragen, erhalten den vollen Betrag und in Spanien und Italien ist dies nur bei 50 % der Fall (gegenüber durchschnittlich 65 % im Euroraum und 87 % in Deutschland). Bei einigen dieser Daten ist jedoch eine vorsichtige Besserung zu verzeichnen: 60 % der KMU in Irland melden bei der Beschaffung von Krediten vollen Erfolg, gegenüber 30 % in den vorausgegangen sechs Monaten. Auch in Spanien trat eine Verbesserung von 40 % auf 50 % ein.

einen anderen häufig als Herausforderung. Zwischen den verschiedenen Wachstumsstadien sind Unternehmen mit „Finanzierungslücken“ und „Bildungslücken“ konfrontiert. Aufgrund der in Europa begrenzten Finanzierungsmöglichkeiten durch Risikokapital tritt dies in der Anfangs- und der Wachstumsphase besonders stark zutage.

Im Jahr 2011 erließ die Kommission einen Aktionsplan zur Finanzierung von KMU. Viele der dort genannten Maßnahmen sind inzwischen durchgeführt worden, unter anderem regulatorische Maßnahmen, Finanzprogramme und Förderinitiativen. Ein Überblick über die Durchführung des Aktionsplans ist der Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen zu entnehmen, die der vorliegenden Mitteilung beigelegt ist. Einige dieser Maßnahmen, beispielsweise Initiativen des Enterprise Europe Network zur Schließung der Bildungs- und Informationslücken bei KMU, laufen noch. Das zukünftige Europe Enterprise Network, dessen Start für 2015³⁸ geplant ist, wird den KMU ausführlichere Beratung und Unterstützung beim Zugang zu Finanzmitteln bieten und eng mit anderen örtlichen Dienstleistern wie Finanzmittlern und Buchhaltern zusammenarbeiten. Auf nationaler Ebene wurden vor allem zur Vorbereitung von KMU auf den Zugang zu den Kapitalmärkten verschiedene Coachingprogramme entwickelt (beispielsweise das von der Borsa Italiana entwickelte Programm ELITE)³⁹.

Das Fehlen ausreichender, vergleichbarer, zuverlässiger und frei verfügbarer Informationen über KMU wird häufig als Hürde genannt, die traditionell zu einer größeren Abhängigkeit der KMU von der Finanzierung durch lokale Banken führte. Im November 2013 veranstaltete die Kommission mit einer breiten Palette an Interessenträgern einen Workshop, auf dem die im privaten und öffentlichen Umfeld angewandten Praktiken in den verschiedenen Ländern und neue Initiativen im Hinblick darauf erörtert werden sollten, Wege zur Verbesserung der Informationen über KMU zu finden. In dem Workshop wurde bestätigt, dass in der gesamten EU eindeutig Hemmnisse für den Zugang von Anlegern und Geldgebern zu verlässlichen, verfügbaren und vergleichbaren Informationen über KMU bestehen. Solche Hemmnisse sind zum Teil auf die zwischen den Mitgliedstaaten bestehenden, enormen Unterschiede beim Grad der Information und Offenlegung gegenüber der Öffentlichkeit zurückzuführen, die überwiegend auf die Gestaltung der nationalen Rechtsgrundlagen zurückzuführen sind.

Maßnahmen

- Die Dienststellen der Kommission werden 2014 eine Bestandsaufnahme der in der EU und den einzelnen Ländern geltenden Rechtsvorschriften und Praktiken mit Einfluss auf die Verfügbarkeit von Kreditinformationen über KMU vornehmen. Hierbei sollen mögliche Herangehensweisen der EU gegenüber der Kredit-Scoring-Branche abgewogen und die Machbarkeit einer Harmonisierung bzw. Erhöhung der Vergleichbarkeit von KMU-Daten in der gesamten EU geprüft werden.
- Die Dienststellen der Kommission werden den Dialog zwischen Banken und KMU neu beleben, um die Bewandtheit von KMU in Finanzierungsfragen insbesondere in Bezug auf die Rückmeldungen von Banken zu Darlehensanträgen zu verbessern. Die Kommissionsdienststellen werden auch empfehlenswerte Praktiken zur Unterstützung von KMU beim Zugang zu den Kapitalmärkten bewerten.

6. MOBILISIERUNG PRIVATER FINANZIERUNGEN FÜR INFRASTRUKTUR IM RAHMEN VON EUROPA 2020

³⁸ Siehe die kürzlich erfolgte Aufforderung der Kommission zur Einreichung von Vorschlägen (http://ec.europa.eu/enterprise/contracts-grants/calls-for-proposals/index_en.htm).

³⁹ Siehe <http://elite.borsaitaliana.it/en>.

Ursprünglich waren Infrastrukturinvestitionen auf Projekte mit großem Kapitaleaufwand wie Straßen- und Eisenbahnnetze, Energieleitungen und Stromleitungsnetze sowie nationale Grundnetze für Telekommunikation ausgerichtet. Der im Rahmen der Fazilität „Connecting Europe“ (CEF) und des europäischen Struktur- und Investitionsfonds (ESIF) verfolgte, neue Ansatz legt das Hauptgewicht auf Nachhaltigkeit, Energieeffizienz, Innovation, Interoperabilität und Verknüpfungen in einer multimedalen europäischen Infrastruktur. Daraus ergibt sich eine Verlagerung auf die Schiene und intelligentes Verkehrsmanagement im Beförderungssektor, auf emissionsarme Stromerzeugung und Energieeffizienz in Gebäuden und auf Verbundsysteme in den Sektoren Energie und IKT.

Die EU-Initiative für Projektanleihen (PBI)⁴⁰ wurde von vielen Interessenträgern als positives Beispiel für die Mobilisierung privaten Kapitals für Infrastrukturprojekte hervorgehoben. Die Dienststellen der Kommission bewerten eine Reihe von Verbesserungen der PBI sowie die mögliche Erweiterung von Projektanleihelösungen auf andere Infrastrukturbereiche, unter anderem nachhaltiger Verkehr, Erzeugung erneuerbarer Energien und intelligente Netze. Insbesondere könnten praktische Regelungen für etwaige Beiträge im Rahmen des ESIF nach Maßgabe der betreffenden Verordnungen geprüft werden.

In diesem Zusammenhang wird die Kommission die entscheidungstragenden Behörden in der gesamten EU dazu ermutigen, eine Beteiligung des Privatsektors an der Durchführung von Infrastrukturprojekten in Erwägung zu ziehen, wenn ein entsprechender wirtschaftlicher Nutzen gegeben ist. Sie wird die Behörden dazu ermutigen, Ökobilanzen und Kosteneffizienzanalysen einzusetzen und Angebote zu fördern, die sich auf eine größere Bandbreite an Finanzierungsoptionen stützen, in vollständiger Übereinstimmung mit den kürzlich vorgenommenen Änderungen an den Richtlinien für öffentliche Auftragsvergaben. Eine Verbesserung der Verfügbarkeit transparenter Informationen und Daten zu neuen Projekten für Öffentlich-Private Partnerschaften könnte europäische Projekte auch für institutionelle Anleger interessant machen.

Trotz der großen Bedeutung von Infrastrukturinvestitionen gibt es nur sehr wenige kohärente, europaweite Daten über die Wertentwicklung von Infrastrukturdarlehen. Die EIOPA hob in ihrem Bericht an die Kommission vom Dezember 2013 das Fehlen von Daten hervor. Sie bezeichnete dies als Hemmnis, das es ihr unmöglich macht, die für eine Empfehlung der Absenkung der Kapitalanforderungen für Infrastrukturvermögenswerte erforderlichen Analysen durchzuführen.

Infrastrukturvermögenswerte sind groß und folglich sind bei ihnen die Stichprobenumfänge kleiner als bei typischen Unternehmensdarlehen. Die betreffenden Daten sind häufig gesetzlich geschützte Informationen der Banken und Eigenkapitalgeber und unterliegen strengen Geheimhaltungsklauseln. Stellte man diese Daten dem breiten Markt zur Verfügung, würde dies nicht nur die Erweiterung des Kreises institutioneller Anleger fördern, sondern auch den Aufsichtsbehörden helfen, die Begründetheit maßgeschneiderter, aufsichtsrechtlicher Regelungen für Infrastrukturinvestitionen zu untersuchen.

Maßnahmen

- Die Dienststellen der Kommission werden 2014 die Durchführbarkeit der freiwilligen Bereitstellung vorhandener Informationen über Pläne und Projekte nationaler, regionaler und kommunaler Behörden für Infrastrukturinvestitionen prüfen, wobei nach Möglichkeit ein einziges Portal genutzt werden soll.

⁴⁰ Die Initiative für Projektanleihen ist ein von der Kommission und der EIB geschaffenes Instrument zur Risikoteilung. Sie dient dem Ziel, Projektunternehmen in die Lage zu versetzen, Projektanleihen zu begeben, die für Anleger auf den Fremdkapitalmärkten in den Bereichen der transeuropäischen Netzwerke Verkehr (TEN-T), Energie (TEN-E) sowie der Telekommunikations- und Breitbandnetzwerke attraktiv sind.

- Die Dienststellen der Kommission werden 2014 die Durchführbarkeit und die praktischen Vorkehrungen für die Erfassung und nach Möglichkeit die Bereitstellung umfassender, standardisierter Kreditstatistiken zu Infrastrukturschulden über eine einzige Anlaufstelle prüfen. In diese Aufgabe, die die Arbeiten des FSB und der G20 unterstützen würde, könnten EIB, EBWE, nationale Förderbanken und institutionelle Anleger einbezogen werden.

7. AUSBAU DES ALLGEMEINEN RAHMENS FÜR NACHHALTIGE FINANZIERUNG

Die Fähigkeit der Wirtschaft, langfristigen Investitionen Mittel zuzuleiten, hängt auch von einer Reihe übergreifender Faktoren wie den Grundsätzen der Unternehmensführung (Corporate Governance), der Rechnungslegung und den steuerlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen ab. Das allgemeine unternehmerische und regulatorische Umfeld spielt sowohl für innerstaatliche als auch grenzübergreifende Investitionen eine wichtige Rolle.

Unternehmensführung

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.

Viele Interessenträger sowie zahlreiche empirische Untersuchungen und Berichte hoben die potenziellen Vorteile hervor, die im Hinblick auf höhere Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit auf der einen, und Motivation und Mitarbeiterbindung auf der anderen Seite aus einer finanziellen Beteiligung der Arbeitnehmer und einer Kapitalbeteiligung durch Belegschaftsaktien entstehen. Programme dieser Art bringen darüber hinaus langfristig orientierte, engagierte Aktionäre hervor.

Die wichtige Rolle ökologischer und sozialer Fragen sowie des Themas der guten Unternehmensführung (ESG) für die auf lange Sicht nachhaltige Wertentwicklung von Unternehmen und Anleger, die sich in diesen Bereichen engagieren, ist darüber hinaus umfassend belegt. Die Kommission hat bereits mehrere Initiativen zur Steigerung der Unternehmenstransparenz ausgearbeitet, ein Beispiel ist der Vorschlag zur Berichterstattung über nichtfinanzielle Aspekte.⁴¹ Allerdings berücksichtigt nur eine geringe Zahl von Anlegern beim Aufbau ihrer Portfolios ESG-Fragen. Gewisse Anleger sind sogar der Ansicht, dass eine Einbeziehung solcher Faktoren gegen ihre Treuhänderpflicht der Gewinnmaximierung für ihre Leistungsempfänger verstieße.

Maßnahmen

- Die Kommission wird einen Vorschlag zur Überarbeitung der Aktionärsrechterichtlinie erwägen, um die langfristigen Interessen von institutionellen Anlegern, Vermögensverwaltern und Unternehmen besser miteinander in Einklang zu bringen.
- Im Rahmen des Pilotprojekts des Europäischen Parlaments zur Förderung der Mitarbeiterkapitalbeteiligung und Mitarbeiterbeteiligung („Promotion of Employee Ownership and Participation“) wird die Kommission 2014 in der gesamten EU die Kapitalbeteiligungen durch Belegschaftsaktien bewerten, um Probleme bei der grenzübergreifenden Umsetzung von Programmen zur finanziellen Beteiligung von Arbeitnehmern und zur Kapitalbeteiligung durch Belegschaftsaktien ermitteln und mögliche Maßnahmen der EU zur Förderung der finanziellen Beteiligung von

⁴¹ COM(2013) 207.

Arbeitnehmern, insbesondere der Kapitalbeteiligung durch Belegschaftsaktien, formulieren zu können.

- Die Kommission wird eine Empfehlung zur qualitativen Verbesserung der Berichterstattung über die Unternehmensführung, einen Bericht über Anreize für institutionelle Anleger und Vermögensverwalter, bei ihren Anlageentscheidungen Informationen über ökologische (beispielsweise CO₂-Fußabdruck und Klimarisiken) und soziale Fragen sowie die Unternehmensführung stärker zu berücksichtigen, und eine Studie über Treuhänderpflichten und Nachhaltigkeit erwägen.

Rechnungslegungsstandards

Das Grünbuch ergründete die Frage, wie ein ausgewogenes Verhältnis zwischen der Genauigkeit der Anlegern zur Verfügung gestellten Informationen einerseits und ausreichenden Anreizen für das Halten und Verwalten langfristiger Anlagen andererseits hergestellt werden kann. In diesem Zusammenhang kritisierte eine Reihe von Interessenträgern die Rechnungslegung nach dem Prinzip des beizulegenden Zeitwerts, weil sie Marktschwankungen in Finanzberichte einführt und damit kurzfristig angelegtes Verhalten begünstigt. Viele der Befragten äußerten sich auch zur Bedeutung des Rahmenkonzepts des IASB zur Sicherstellung dessen, dass zukünftige Rechnungslegungsstandards in einer Weise entwickelt werden, die langfristigen Anlagen nicht schadet. Sie wiesen auch auf die laufenden Arbeiten des IASB zur Überprüfung der Bilanzierung von Finanzinstrumenten (IFRS 9) hin.

Die Verordnung über internationale Rechnungslegungsstandards (IAS) aus dem Jahr 2002 wird derzeit unter anderem im Hinblick auf die Frage evaluiert, ob die 2002 festgelegten Anerkennungskriterien noch angemessen und für Europa heute und in Zukunft hinreichend robust sind⁴².

Die Bilanzierungsmethoden von KMU spielen diesbezüglich eine wichtige Rolle. Viele Interessenträger baten um eine für börsennotierte KMU vereinfachte Fassung des gesamten, für alle börsennotierte Unternehmen gelten Satzes an IFRS-Normen, wobei sie jedoch anerkennen, dass robuste Standards zur Wahrung des Vertrauens der Anleger notwendig sind.⁴³ Ein vollständiger, eigenständiger Rechnungslegungsrahmen für KMU würde darüber hinaus grenzübergreifenden Gruppen und Anlegern Nutzen bringen. Heute unterliegen nicht börsennotierte KMU nationalen Rechnungslegungsvorschriften auf der Grundlage der EU-Rechnungslegungsrichtlinien, die Gemeinsame Grundprinzipien setzen, die die Mitgliedstaaten bei der Gestaltung ihrer nationalen Rechnungslegungsrahmen für KMU anwenden müssen (*siehe die Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen*).

Maßnahmen

- Im Rahmen der Übernahme des überarbeiteten IFRS 9 wird die Kommission abwägen, ob die Verwendung des beizulegenden Zeitwerts in diesem Standard Norm insbesondere im Hinblick auf Geschäftsmodelle für langfristige Anlagen angemessen ist.
- Die Kommission wird den IASB auffordern, die Auswirkungen seiner Entscheidungen auf die Anlagehorizonte der Anleger sowohl bei bestimmten maßgeblichen Projekten als auch bei der Entwicklung des Rahmenkonzepts

⁴² Siehe den Bericht von Philippe Maystadt "*Should IFRS Standards be More European?*", http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/governance/reform/131112_report_en.pdf.

⁴³ Das International Accounting Standards Board (IASB) hat eine Serie vereinfachter Standards erarbeitet, die sogenannten IFRS für KMU. Diese richten sich jedoch an nicht börsennotierte Gesellschaften.

angemessen zu berücksichtigen und dabei der Wiedereinführung des Vorsichtsprinzips besondere Beachtung zu schenken.

- In der Evaluierung der IAS-Verordnung durch die Dienststellen der Kommission wird im Laufe des Jahres 2014 gemeinsam mit den Interessenträgern die Angemessenheit der Übernahmekriterien untersucht werden. Dabei wird man auch Europas Bedarf an langfristigen Finanzierungen berücksichtigen.
- Die Dienststellen der Kommission werden 2014 ein Konsultationsverfahren zur Prüfung folgender Fragen einleiten: (i) Argumente für einen vereinfachten Rechnungslegungsstandard für die konsolidierten Jahresabschlüsse börsennotierter KMU und (ii) Nutzen eines komplett eigenständigen Rechnungslegungsstandards für nicht börsennotierte KMU zur Ergänzung der Rechnungslegungsrichtlinie.

Steuerliche und rechtliche Rahmenbedingungen

Die Mehrheit der Systeme zur Unternehmensbesteuerung in Europa (und auf internationaler Ebene) begünstigt **Fremdfinanzierungen gegenüber einer Finanzierung durch Eigenkapital**, indem sie den Abzug von Zinskosten zulässt, während für Eigenkapitalbeschaffungskosten keine vergleichbare steuerliche Behandlung vorgesehen ist. Diese einseitige Ausrichtung auf die Fremdfinanzierung kann für Unternehmen ein Anreiz sein, mehr Schulden zu machen und innovative Unternehmen und Neugründungen, die mittels Beschaffung von Eigenkapital finanziert werden, möglicherweise schlechter stellen. Dieses Thema traf in der öffentlichen Konsultation auf erhebliches Interesse.

Was die rechtlichen Rahmenbedingungen für langfristige Finanzierungen betrifft, führen Diskrepanzen zwischen den insolvenzrechtlichen Vorschriften in den Mitgliedstaaten und die mangelnde Flexibilität dieser Rechtsvorschriften zu hohen Kosten für Anleger und niedrigen Erlösen für Gläubiger sowie Schwierigkeiten für Unternehmen mit grenzübergreifenden Tätigkeiten oder Eigentum in verschiedenen EU-Ländern. Diese Ineffizienzen beeinträchtigen die Verfügbarkeit von Finanzmitteln und die Fähigkeit von Firmen, sich zu etablieren und zu wachsen. Dies wirkt sich insbesondere auf KMU aus. Darüber hinaus bestehen gesetzliche Hürden für die Übertragung von Ansprüchen, die unter dem Rechtsbegriff der Forderungsabtretung bekannt sind und Bestandteil vieler grenzübergreifender Finanzierungstransaktionen wie beispielsweise Verbriefungen und Factoring-Geschäften sind. Das Fehlen einer eindeutigen Regulierung auf EU-Ebene⁴⁴ erzeugt bei grenzübergreifenden Forderungsabtretungen Rechtsunsicherheit.

Maßnahmen

- Die Kommission wird über die länderspezifischen Empfehlungen im Rahmen des Europäischen Semesters weiterhin Anreize für Equity-Investitionen setzen, insbesondere für Mitgliedstaaten, deren Unternehmensbesteuerung einen hohen Verschuldungseffekt beinhaltet.
- Gemäß ihrer Empfehlung vom März 2014⁴⁵ über optimale Verfahrensweisen für die Ermöglichung einer frühen Umstrukturierung überlebender Unternehmen und die Einräumung einer zweiten Chance für insolvente Unternehmer wird die Kommission die Umsetzung der Empfehlung überprüfen und mögliche zusätzliche Maßnahmen bewerten.

⁴⁴ Die Verordnung Nr. 593/2008 über das auf vertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht (Rom I) regelt diese Frage nicht ausdrücklich.

⁴⁵ C(2014)1500.

- Die Dienststellen der Kommission werden 2014 einen Bericht über das bei Forderungsabtretungen im Hinblick auf Dritte anzuwendende Recht veröffentlichen.

8. SCHLUSSFOLGERUNG

Die Förderung langfristiger Finanzierung ist für ein intelligentes, nachhaltiges und inklusives Wachstum Europas von essenzieller Bedeutung. In dieser Mitteilung wird eine breite Palette von Initiativen an verschiedenen Fronten dargelegt. Einige davon beziehen sich auf bestehende Rechtsvorschriften, andere haben eher Erkundungscharakter. Alle zielen darauf ab, die Fähigkeit des Finanzsystems, Mittel in langfristige Investitionen zu leiten, zu verbessern.

Die Kommission verpflichtet sich zur Umsetzung dieses Maßnahmenplans. Zu diesem Zweck wird sie nach Bedarf regelmäßig mit allen maßgeblichen Interessenträgern zusammentreffen. Die Kommission ruft die Mitgliedstaaten und das Europäische Parlament auf, die in dieser Mitteilung dargestellten Initiativen zu unterstützen.