

## Bausparen und Bausparkassen 2015

# Falsche Wegweisung: das EU-Grünbuch zur Kapitalmarktunion

Die EU-Kommission versucht mit ihrem Grünbuch zur Kapitalmarktunion das Vertrauen der Investoren in die Kapitalmärkte zu stärken. Das Privatvermögen der Haushalte, das überwiegend in Wohneigentum und Bankeinlagen angelegt ist, könnte aus Sicht der Kommission im Kapitalmarkt produktiver genutzt werden. Sie fordert die Schaffung von Anreizen, künftig die Spareinlagen verstärkt in den Kapitalmarkt zu investieren. Aus Sicht der Autoren wird damit letztlich die Einlagenrefinanzierung der Kreditinstitute infrage gestellt und Verbraucher werden angereizt, ihr Vermögen künftig in riskantere Anlageformen zu investieren. Ob dies am Ende ein guter Rat für den Verbraucher sein wird, sei zweifelhaft. **Red.**

Nachdem in der vergangenen Amtszeit des französischen Binnenmarktkommissars Barnier die Umsetzung der Bankenunion mit über 40 Einzelgesetzgebungsmaßnahmen die Agenda des Europäischen Parlaments maßgeblich bestimmt hat, legt der neue britische Kommissar Sir Hill seinen Fokus auf die Kapitalmarktunion. Aus der bisherigen Generaldirektion Binnenmarkt wurden die Finanzthemen ausgegliedert und unter seiner Führung in die neue Generaldirektion mit dem Namen „Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion“ übertragen. Während Barnier die Diskus-

sionen zum Grünbuch und dem sich anschließenden Weißbuch zur langfristigen Finanzierung breiter aufgestellt hatte und auch die Notwendigkeit von langfristigen Investitionen und Sparprodukten in den Vordergrund stellte, vertritt Hill einen gänzlich anderen Ansatz. Zwar ist die Kapitalfreiheit seit den Römischen Verträgen eine der Grundfreiheiten der Europäischen Gemeinschaften und beinhaltet den uneingeschränkten Transfer von Geldern und Wertpapieren in beliebiger Höhe nicht nur zwischen den Mitgliedstaaten, sondern auch zwischen Mitgliedstaaten und Drittstaaten (Art. 63 AEUV). Dennoch werden unter diesem Stichwort nun vereinzelte Regulierungsthemen angekündigt, bei denen zweifellos noch keine europäischen Grundlagen bestehen.

Das Grünbuch zur Umsetzung der Europäischen Kapitalmarktunion der EU-Kommission vom 18. Februar 2015 enthält zunächst einen Überblick über die Aktienmärkte, das Private-Equity-Geschäft und den Anteil der Kreditwirtschaft an der Finanzierung der Wirtschaft im weltweiten Vergleich, um dann auszuführen, dass ein gestärktes Vertrauen der Investoren in die Kapitalmärkte den Abfluss der Spareinlagen der privaten Haushalte in die Kapitalmärkte erhöhen könnte. Noch sei das Privatvermögen größtenteils in Wohneigentum und Bankeinlagen angelegt.

### Prioritäten der EU-Kommission

- Reduzierung der Barrieren für den Zugang zum Kapitalmarkt.
- Verbesserung des Zugangs zum Kapitalmarkt für KMU's, auch durch verbessertes

Kreditscoring und Kreditwürdigkeitsprüfungen von KMU's.

- Etablierung nachhaltiger (einfacher und transparenter, hochqualitativer) Verbriefungen. Der Verbriefungsmarkt ist nach der Finanzkrise massiv eingebrochen. Während 2007 das Volumen in der EU noch 594 Milliarden Euro betragen habe, ist es bis zum Jahr 2013 auf 180 Milliarden Euro gesunken.

- Fortführung der Arbeiten zur Erhöhung der Qualität der Verbriefungen (ansatzweise bereits vorgenommen in Solvency II und in delegierten Rechtsakten zur LCR).

- Abbau von Barrieren im europäischen Covered-Bonds-Markt und Vorschlag entsprechender Rahmenregelwerke.

- Europäische Regeln für Unternehmensanleihen.

- Regelung sogenannter „Grüner Anleihen“ für Umweltprojekte und Vorgabe freiwilliger Standards und Prinzipien für eine Art Qualitätssiegel.

- Ein einfaches europäisches Regelwerk für „Crowd Funding“.

- Stärkere Nutzung des Fondsvolumen in Europa für europäische Infrastrukturprojekte; immerhin verwalte der Pensions- und Versicherungssektor Vermögenswerte von insgesamt 12 Billionen Euro.

- Erarbeitung eines 29. Regimes für private Altersvorsorgeverträge; diese standardisierten Verträge mit einem angemessenen Verbraucherschutz sollen neben den nationalen Rechtsordnungen gelten.

Die in dem ursprünglichen Grünbuch von Kommissar Barnier vorgesehene Förderung des langfristigen Sparens und der langfristigen Investitionen findet sich nur noch an einer Stelle wieder. Dort werden die sogenannten europäischen langfristigen Investmentfonds (ELTIF's) erwähnt, die durch die Europäische Investitionsbank künftig kanalisiert werden sollen.

Bereits 2006, vor Ausbruch der Finanzkrise, die in den USA unbestritten ihre Ursa-

### Die Autoren

#### Christian König

Rechtsanwalt und Justitiar



#### Dr. Juri Schudrowitz

Leiter Grundsatzfragen

Beide Verband der Privaten Bausparkassen e.V., Berlin



che in der Verbriefungspraxis zur Finanzierung von Subprime-Darlehen hatte, wurden in der EU ansatzweise Maßnahmen zur Erhöhung der Verbriefungsqualität diskutiert. Dies führte damals dazu, in Art. 122 a) der Richtlinie (2006/48/EU) den Risiko-Einbehalt von 5 Prozent der Verbriefung auf der Bilanz des emittierenden Instituts zu regeln. Ursprünglich hatte die EU-Kommission 10 Prozent Risikoeinbehalt vorgeschlagen. Dieser wurde aber im Europäischen Parlament aufgrund des Einflusses sogenannter interessierter Kreise substantiell gesenkt. Auch in den USA wurden Regeln mit dem Dodd-Frank-Act durch Art. 941 der Art. 15 G des Securities Exchange Act geändert und ebenfalls analog des europäischen Beispiels eine 5 Prozent Einbehaltsgrenze eingeführt – diese aber nur für die „Mortgages“, die nicht unter die Privilegierung der sogenannten „Qualified Mortgages“ fallen. Welche Maßnahmen die EU darüber hinaus nun künftig wieder im Blick haben könnte, lassen sich bereits heute schon in dem EBA Diskussionspapier zu einfachen und transparenten Standards für Verbriefungen vom Herbst 2014 herauslesen.

## Allgemeine Vorschläge

Die EU-Kommission stellt mehrfach fest, dass die europäische Realwirtschaft massiv von der Finanzierung durch Kreditinstitute abhängig sei. Das europäische Investitionsniveau sei im historischen Vergleich sehr niedrig. Gefordert wird daher die Erhöhung des Kapitalflusses von Investoren in europäische Investitionsprojekte zur Förderung der Unternehmensgründungen, zur Finanzierung von KMU's und zur Finanzierung von langfristigen Projekten. Die Marktinfrastruktur und die Intermediäre sollen finanzielle Mittel besser und günstiger grenzüberschreitend transferieren können, um zu gleichen Kosten wachstumsfördernde Maßnahmen auch grenzüberschreitend zu finanzieren. Der Risikotransfer und die Kapitalallokation innerhalb der Eurozone sollen erhöht werden. Um künftige Schocks besser absorbieren zu können und Europa unabhängiger von der Bankenfinanzierung zu machen, sollen die Refinanzierungsquellen für die europäische Wirtschaft diversifiziert werden.

Die KMU's sollen künftig Kapital genauso leicht aufnehmen können wie große Unternehmen. Der Zugang und die Kosten für Investmentprodukte sollen in der EU konvergieren. Der Krediterhalt über den Kapitalmarkt soll direkter funktionieren.

Dazu sollen rechtliche und aufsichtsrechtliche Hindernisse zwischen den Mitgliedsstaaten abgebaut werden. Die EU-Kommission erkennt zwar an, dass Banken eine zentrale Bedeutung in der Kapitalmarktunion haben. Aber die europäische Realwirtschaft soll von den Kreditinstituten unabhängiger gemacht werden. Anders als die Bankenunion soll die Kapitalmarktunion für 28 Mitgliedsstaaten und nicht nur für die Eurozone gelten.

## Wesentliche Bedenken

In diesem Grünbuch findet sich an mehreren Stellen die Schlussfolgerung, dass der Transfer von Spareinlagen der privaten Haushalte in die Kapitalmärkte erhöht werden soll. Das Privatvermögen der Haushalte sei zum größten Teil in Wohnungseigentum und Bankeinlagen angelegt. Die EU-Kommission stellt diesbezüglich mehrfach fest, dass dieses Privatvermögen wesentlich produktiver genutzt werden könnte und deshalb in den Kapitalmarkt beziehungsweise Verbriefungsmarkt investiert werden sollte. Auch führt die EU-Kommission aus, dass sinkende Zinsen einen Anreiz für die Haushalte darstellen könnten, ihr Vermögen nun von den Banken weg in den Verbriefungsmarkt zu transferieren.

Dies kann den einlagenbasierten Kreditinstituten, Sparkassen, Genossenschaftsbanken, Bausparkassen nicht gefallen und provoziert bereits die entsprechend geäußerte Kritik an diesen Überlegungen. Die EU-Kommission führt aus, dass die bislang populärste Art der Anlage der privaten Haushalte im Investmentbereich die OGAW-Fonds (Investmentfonds) seien. Allerdings liege der Anteil der Einlagen der privaten Haushalte am Gesamtvolumen dieser OGAW-Fonds nur bei 10 Prozent. Dies muss nach Auffassung der EU-Kommission gesteigert werden. Um dies zu erreichen, fordert die EU-Kommission den Ausbau von Verbraucherbildung und die Schaffung eines verbesserten Aufsichtsrechtsrahmens. Dazu sollen ESMA und EIOPA künftig mit besseren Mitteln ausgestattet werden. Zu diesem gut gemeinten Vorschlag wird von der EU-Kommission aber vergessen zu erwähnen, dass diesen Behörden gerade in diesem Jahr fast 20 Prozent ihrer Mittel gekürzt wurden.

Zwar begrüßen die Verbraucherverbände auf EU-Ebene bereits, dass mit dem Grünbuch nun der Verbraucherschutz im Investmentbereich in den Vordergrund gerückt werde. Es erscheint aber

sehr unwahrscheinlich, dass die soeben abgeschlossenen, jahrelang geführten und mühsam erreichten Kompromisse zur MiFiD II nun erneut infrage gestellt werden. Die neuen Regeln der MiFiD II müssen nun bis Anfang 2017 national umgesetzt werden. Dazu kommen die Vorgaben der aktuell noch im Trilog verhandelten Reform der Versicherungsvermittlungsrichtlinie (IMD II) und die praktische Umsetzung der PRIIPS-Verordnung. Es ist schwer vorstellbar, dass diese Regeln nun erneut zugunsten des Verbrauchers nachgebessert werden.

Durch dieses Grünbuch zieht sich ebenfalls die Kritik an der Tatsache, dass die Kreditinstitute in der Eurozone den größten Anteil an der Finanzierung der Realwirtschaft haben. Dies mache die Realwirtschaft anfälliger für die Probleme der Kreditwirtschaft. In anderen Staaten, wie in der Schweiz oder den USA, sei der Anteil der Kreditinstitute an der Finanzierung der Realwirtschaft wesentlich geringer. Dort habe der Kapitalmarkt einen größeren Anteil. Die Rolle der Kreditwirtschaft an der Finanzierung der Wirtschaft soll nach Auffassung der EU-Kommission reduziert und den Kapitalmärkten mehr Chancen eingeräumt werden.

Mit den Vorschlägen in diesem Grünbuch gibt die EU-Kommission eindeutig drei Wertungen ab:

- Reduzierung der Rolle der Kreditwirtschaft zur Finanzierung der Realwirtschaft.
- Erarbeitung von Anreizen für den Endverbraucher zu verstärkten Investitionen auf dem Kapitalmarkt und
- Abkehr von der Einlagenrefinanzierung durch Banken.

Die EU-Kommission kritisiert offen die verbreitete Anlagestrategie der privaten Haushalte vor allem in Wohnimmobilien und Sparkonten. Stattdessen fordert sie massiv und mehrfach die Schaffung von Anreizen für Privathaushalte, künftig die Spareinlagen verstärkt in den Kapitalmarkt zu investieren. Auch sollen Versicherungs- und Aktienfonds die Möglichkeit erhalten, ihre Gelder in den Kapitalmarkt und in Infrastrukturmaßnahmen zu investieren. Letztlich wird dadurch die Einlagenrefinanzierung der Kreditinstitute infrage gestellt und Verbraucher werden angereizt, ihr Vermögen künftig in riskantere Anlageformen zu investieren. Ob sich dies am Ende als guter Rat für den Verbraucher herausstellen wird, ist zweifelhaft. ■■■■