



DEUTSCHE BÖRSE
GROUP

Policy Paper

Grundprinzipien für eine europäische Kapitalmarktunion

Stärkung der Kapitalmärkte zur Förderung
von Wachstum

Inhalt

Zusammenfassung	4
1. Kapitalmarktunion – Integration der Finanzmärkte in den 28 EU-Mitgliedstaaten	6
2. Nachhaltiges Wachstum durch diversifizierte Finanzierung	7
3. Grundprinzipien und politische Kernbotschaften	11
3.1 Wiederherstellung des Vertrauens in die Finanzmärkte	13
3.1.1 Anlegerschutz	13
3.1.2 Finanzwissen und Kapitalmarktkultur	14
3.2 Verbesserung der nicht-bankbasierten Unternehmensfinanzierung	16
3.2.1 Eigenkapitalinstrumente	16
3.2.2 Fremdkapitalinstrumente	17
3.2.3 „Ökosystem“ für KMU	17
3.2.4 Verbriefung	18
3.2.5 Behandlung von Eigenkapital gegenüber Fremdkapital	19
3.3 Förderung von Finanzstabilität	20
3.3.1 Reduzierung systemischer Risiken und Verbesserung des Risikomanagements durch zentrale Gegenparteien	20
3.3.2 Stabilisierung der Finanzmärkte durch Zentralverwahrer	22
3.4 Erhöhung der Transparenz	23
3.4.1 Preisfindung	24
3.4.2 Dark Pools und Marktmissbrauch	25
3.4.3 Transaktionsregister	26
3.5 Harmonisierung von Regulierungsstandards/Beseitigung von Barrieren	27
3.5.1 TARGET2-Securities	27
3.5.2 Wertpapierrecht	29

3.6	Gestaltung der unterstützenden regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen	30
3.6.1	Regulatorische Korrekturen/Anpassungen	30
3.6.2	Effiziente Aufsicht	31
3.6.3	Drittstaatenregelungen	32
3.6.4	Vermeidung regulatorischer Arbitrage	32
4.	Fazit	33
5.	Verzeichnis der Abbildungen	35
6.	Quellenverzeichnis	36
7.	Weiterführende Literatur	37
8.	Liste der Abkürzungen	38

Zusammenfassung

Die vom Präsidenten der Europäischen Kommission Jean-Claude Juncker angeregte **Kapitalmarktunion** ist der **nächste Schritt auf dem Weg zur Integration der europäischen Finanzmärkte**.

Infolge der schweren Finanz- und Wirtschaftskrise in den letzten Jahren haben viele europäische Länder **immer noch Mühe, die Arbeitslosigkeit deutlich zu senken und die Konjunktur zu beleben**.

- Die EZB hat das traditionelle geldpolitische Instrumentarium weitgehend ausgeschöpft.
- In manchen Teilen der EU erreicht die Arbeitslosenquote nach wie vor Höchststände.
- In vielen EU-Mitgliedstaaten hat sich das soziale Klima seit der Krise verschärft, breite Bevölkerungsschichten sind mit dem Wirtschaftsumfeld unzufrieden und es mangelt an der Finanzierung wachstumsfördernder Investitionen.

Die **aktuelle Verlagerung der politischen Prioritäten** (von der Krisenbewältigung hin zur Schaffung von Wachstum und Arbeitsplätzen) zeigt, dass sich die **EU an einem Scheideweg** befindet. Maßgebend werden die kommenden Jahre sein.

Eine Kapitalmarktunion könnte zur Lösung der Probleme beitragen. Ziel ist es, in der EU die **Kapitalallokation** durch die Erschließung nicht-bankbasierter Finanzierungsquellen **effizienter** zu gestalten. So werden **Wirtschaftswachstum, Innovationen und Arbeitsmarktentwicklung** in ganz Europa **nachhaltig gefördert**.

Politische Entscheidungsträger und Stakeholder aus Wirtschaft und Gesellschaft sollten gemeinsam eine weitere **Integration und Vertiefung der europäischen Finanzmärkte** vorantreiben. Dies ist essenziell, um die **Wettbewerbsfähigkeit Europas** gegenüber den USA und Asien zu stärken und die Attraktivität der Region für Investoren und Unternehmen zu steigern.

Europäischen Unternehmen, insbesondere kleinen und mittelständischen Unternehmen (KMU), soll der Finanzierungszugang erleichtert werden. Zur Umsetzung dieser Vision hat man sich eine Reihe von Zielen gesetzt:

- **Förderung alternativer, nicht-bankbasierter Finanzierungsquellen** (Eigenkapital und Fremdkapital), Schaffung einer ausgewogeneren Finanzierungsstruktur für die europäische Wirtschaft
- Wiederherstellung des **Vertrauens der Öffentlichkeit in die Finanzmärkte** und – insbesondere in Ländern mit einer schwach entwickelten Kapitalmarktkultur – Aufklärung darüber, wie sie funktionieren und für die Wirtschaft (und damit auch für die Menschen) Wert schöpfen
- **Verbesserung der Stabilität und Effizienz dieser Märkte** (insbesondere durch Nutzung von Marktinfrastrukturen) durch **Transparenz, Liquidität und Neutralität**
- Reduzierung der gegenwärtigen Fragmentierung der europäischen Kapitalmärkte durch die **Harmonisierung von Regeln und Standards**, womit viele der Barrieren beseitigt werden, die eine Integration verhindern

Bei einer Betrachtung der Kapitalmärkte dürfen die Derivatemärkte nicht vergessen werden. **Derivate spielen nicht nur an den Kapitalmärkten eine wichtige Rolle, sondern auch für die Unternehmen einer Wirtschaft, indem sie sicherstellen, dass Risiken abgesichert werden können.**

Die Gruppe Deutsche Börse schlägt folgende Grundprinzipien für die Schaffung einer funktionierenden Kapitalmarktunion vor:

1. Wiederherstellung des Vertrauens in die Finanzmärkte
2. Verbesserung der nicht-bankbasierten Unternehmensfinanzierung
3. Förderung von Finanzstabilität
4. Erhöhung der Transparenz

5. Harmonisierung von Regulierungsstandards/ Beseitigung von Barrieren
6. Gestaltung der unterstützenden regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen

Dieses Grundsatzpapier beschreibt, wie eine **funktionierende Kapitalmarktunion** aussehen könnte, und betrachtet entsprechende politische Initiativen.

Abbildung 1
Zusammenfassung der Grundprinzipien der Kapitalmarktunion

1. Wiederherstellung des Vertrauens in die Finanzmärkte	Entwicklung von Initiativen zur Rückgewinnung des Anlegervertrauens, um die Nachfrage nach neuen Finanzierungsquellen zu stimulieren . Gut informierte, fachkundige Anleger sind eher bereit in EU-Unternehmen zu investieren. Gut informierte Unternehmen suchen nach den besten Finanzierungsmöglichkeiten.
2. Verbesserung der nicht-bankbasierten Unternehmensfinanzierung	Zur Belebung des Wirtschaftswachstums in Europa ist eine bessere Verfügbarkeit von nicht-bankbasierten Finanzierungen nötig. Eine funktionierende Kapitalmarktunion bietet Investoren und Unternehmen Alternativen .
3. Förderung von Finanzstabilität	Die Förderung von Finanzstabilität ist eine unabdingbare Voraussetzung für Wachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen. Ein Mangel an Finanzstabilität führt zu wirtschaftlicher Instabilität. Um systemische Risiken zu minimieren und gut funktionierende Märkte zu schaffen, müssen Sicherheit und Integrität sichergestellt werden. Die auf Finanzstabilität ausgerichteten G20-Ziele und europäischen Regulierungen müssen weiter umgesetzt und wirklich angewandt werden .
4. Erhöhung der Transparenz	Die Erhöhung der Transparenz für Anleger und Aufsichtsbehörden ist eine wesentliche Voraussetzung für Finanzstabilität, da eine größere Transparenz die Qualität der Preisfindung verbessert und das Anlagerisiko reduziert. Um zusätzliche Kosten für Anleger und Aufsichtsbehörden zu vermeiden, sollte die Datenbereitstellung für Transparenzzwecke nur da vorgeschrieben sein, wo dies nötig ist .
5. Harmonisierung von Regulierungsstandards/ Beseitigung von Barrieren	Die Harmonisierung von Regeln und Standards ist wichtig, um Kosten verursachende Barrieren zu beseitigen und die Komplexität für Investoren und Unternehmen zu reduzieren . Initiativen in diesem Bereich, die auf dem Single Rulebook als einheitlichem Regelwerk basieren, sollten die Attraktivität von Investments und die Kapitalrenditen erhöhen und damit das Wirtschaftswachstum anregen.
6. Gestaltung der unterstützenden regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen	Eine kontinuierliche Gestaltung der unterstützenden regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen in der EU und weltweit ist wichtig, um ein Umfeld zu schaffen, das Initiativen zur Belebung des Wachstums unterstützt. Die Kapitalmarktunion sollte die regulatorische Belastung auf das Wesentliche reduzieren, eine effiziente Aufsichtsstruktur schaffen und weltweit einheitliche Bedingungen sicherstellen .

1. Kapitalmarktunion – Integration der Finanzmärkte in den 28 EU-Mitgliedstaaten

Die Integration der europäischen Finanzmärkte wird seit vielen Jahren angestrebt. Mit der Zollunion, der Währungsunion und zuletzt der Bankenunion wurden wichtige Ziele erreicht. Diese Initiativen sollen die Barrieren, komplexen Strukturen und unnötigen Kosten des fragmentierten Wirtschaftssystems abbauen und das Wirtschaftswachstum sowie die Finanzstabilität fördern.

Die Kapitalmarktunion ist der nächste Schritt auf dem Weg zur Integration der europäischen Finanzmärkte. Der Präsident der EU-Kommission beschrieb das Konzept wie folgt:

„Wenn wir die Finanzierung der Wirtschaft verbessern wollen, sollten wir die Kapitalmärkte ausbauen und integrieren. So könnten wir die Kosten der Kapitalbeschaffung senken, vor allem für KMU, und unsere starke Abhängigkeit von der Bankfinanzierung mindern. Dadurch würde Europa auch als Investitionsstandort attraktiver.“

Jean-Claude Juncker,
Präsident der Europäischen Kommission

Die Hauptziele der Kapitalmarktunion lassen sich folgendermaßen umreißen:¹⁾

- Förderung von Investitionen durch eine verstärkte nicht-bankbasierte Unternehmensfinanzierung, Schaffung neuer Arbeitsplätze und Stimulierung des Wirtschaftswachstums
- Effiziente Kapitalallokation und Minderung der Abhängigkeit vom System der bankbasierten Finanzierung
- Förderung von dauerhaften Investitionen und Innovation durch die Bereitstellung langfristig stabiler Finanzierungen und mittels verstärkter grenzüberschreitender Investitionen

- Verbesserung der Krisenresistenz des Finanzsystems
- Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Kapitalmärkte auf globaler Ebene

Die Kapitalmarktunion unterstreicht die **Verzahnung von Wirtschaft und Finanzmärkten**, denn **eine starke Wirtschaft braucht starke Kapitalmärkte** zur Finanzierung ihres Wachstums.

„Die Ergebnisse unserer Untersuchungen in Europa belegen die **positive Korrelation zwischen der Größe des Kapitalmarktes und der wirtschaftlichen Entwicklung**. Wenn die Aktien- und Anleihemärkte zusammengekommen ein Drittel zulegen, dürfte das langfristige reale Wachstum des BIP pro Kopf um circa ein Fünftel steigen, da die Liquidität der Aktien- und Anleihemärkte eine kosteneffiziente Reallokation des Kapitals in allen Branchen ermöglicht. Betrachtet man die Aktienmärkte allein, wird das Verhältnis auf 1:1 geschätzt, d.h. die Expansion eines Aktienmarktes um ein Drittel würde das reale Wirtschaftswachstum ebenfalls um ein Drittel steigern. Unseres Erachtens hängt der positive Effekt der Aktienmärkte von zwei wesentlichen Faktoren ab: (1) der Verfügbarkeit von Mitteln für langfristige risikoreiche Investitionen und (2) dem Anreiz zur Verbesserung der Corporate Governance.“²⁾

Die Kapitalmarktunion sollte die europäischen Kapitalmärkte ausbauen und vertiefen, nicht nur im Euroraum – wie die Bankenunion –, sondern **in der gesamten Europäischen Union**. Es ist wichtig, dass alle EU-Mitgliedstaaten an der Umsetzung der Maßnahmen aktiv mitwirken und die **Verantwortung** für den Erfolg dieses wichtigen Projekts **gemeinsam** tragen.

1) Vgl. Hill 2014: Capital Markets Union – finance serving the economy

2) Kaserer und Rapp 2014: Capital Markets and Economic Growth. Long-Term Trends and Policy Challenges

2. Nachhaltiges Wachstum durch diversifizierte Finanzierung

Finanzierung ist die Voraussetzung für Wirtschafts- und Beschäftigungswachstum in Europa. Gleichzeitig haben die strengeren Anforderungen an die Kapital- und Liquiditätsausstattung zu einem Rückgang der Bankfinanzierung geführt. Infolge der verschärften regulatorischen Bestimmungen müssen die Kreditinstitute ihre Bilanzen bereinigen und stärken sowie Liquiditäts- und Kapitalpuffer gemäß der CRD IV anlegen.³⁾ Viele Banken bauen deshalb ihre Risikopositionen ab, zum Teil durch eine reduzierte Kreditvergabe an Unternehmen. Da sich derzeit noch keine Trendwende abzeichnet, **muss die Wirtschaft Wege finden, ihre Abhängigkeit von den Banken zu reduzieren und alternative Finanzierungs- und Investmentoptionen zu nutzen.**

Vielen Ländern in Europa fällt es nach wie vor schwer, die Arbeitslosigkeit deutlich zu senken und die Konjunktur erfolgreich zu beleben (siehe Abbildung 2). Seit dem Ende der Finanzkrise, die 2008 begonnen hatte, liegt das Wachstum in Europa im Durchschnitt

bei –0,1 Prozent jährlich, gegenüber 0,9 Prozent in den USA und 4,4 Prozent im asiatisch-pazifischen Raum.

Unternehmen brauchen Zugang zu neuer/zusätzlicher Finanzierung, um Investitionen zu tätigen, Innovationen zu fördern und ihr Geschäft auszubauen. Gerade in wirtschaftlich schwachen Regionen haben unzureichend kapitalisierte Unternehmen große Schwierigkeiten, sich die nötigen Mittel bei Banken zu beschaffen.

Banken reduzieren nicht nur die Kreditvergabe, seit der Krise ist es auch für sie selbst infolge des dramatischen Vertrauensschwunds immer schwieriger geworden, Zugang zu neuem Kapital für die langfristige Refinanzierung zu erhalten. Vor diesem Hintergrund ist zu erwarten, dass sie ihr Geschäftsmodell in den kommenden Jahren neu definieren werden.

Abbildung 2
Wichtige gesamtwirtschaftliche Indikatoren

		Vor der Krise					Nach der Krise						
		2004	2005	2006	2007	Ø 2004–2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Ø 2008–2013
Europa	Reale BIP-Wachstumsrate	2,3%	2,1%	3,5%	3,1%	2,7%	0,4%	–4,4%	2,0%	1,8%	–0,4%	0,1%	–0,1%
	Arbeitslosenquote	8,1%	8,1%	7,6%	6,9%	7,7%	7,0%	8,8%	9,2%	9,3%	10,2%	10,6%	9,2%
USA	Reale BIP-Wachstumsrate	3,8%	3,3%	2,7%	1,8%	2,9%	–0,3%	–2,8%	2,5%	1,6%	2,3%	2,2%	0,9%
	Arbeitslosenquote	5,5%	5,1%	4,6%	4,6%	5,0%	5,8%	9,3%	9,6%	8,9%	8,1%	7,4%	8,2%
Asien/Pazifik	Reale BIP-Wachstumsrate	5,3%	5,1%	5,9%	6,9%	5,8%	3,8%	1,6%	7,3%	4,7%	4,6%	4,5%	4,4%
	Arbeitslosenquote	6,9%	6,9%	6,8%	6,5%	6,8%	6,5%	6,7%	6,5%	6,6%	6,9%	6,9%	6,7%

Quellen: EIU, Eurostat, Oxford Economics

3) CRD IV ist die europäische Umsetzung der Kapitaladäquanzverordnung und -richtlinie gemäß den G20- und Basel III-Empfehlungen.

Um die entstehende Finanzierungslücke zu schließen und die Abhängigkeit vom Bankensektor zu mindern, **muss die nicht-bankbasierte Unternehmensfinanzierung ausgebaut werden.** Die Verlagerung eines Teils der Unternehmensfinanzierung auf die Kapitalmärkte würde auch die Bereinigung der Bankbilanzen erleichtern. Aufgrund ihrer strategischen Bedeutung für die Wirtschaft in der EU **brauchen v.a. KMU Zugang zu Kapital, um Arbeitsplätze und Wachstum zu schaffen.** 99 Prozent aller EU-Unternehmen sind kleine und mittlere Unternehmen. Von ihnen hängen zwei Drittel der Arbeitsplätze im Privatsektor ab.⁴⁾ Auch in den Bereichen Innovation sowie Forschung und Entwicklung spielen sie eine entscheidende Rolle.

Die Kapitalmarktfinanzierung schafft zusätzliche Kanäle, was Unternehmen verschiedener Größe hilft, Zugang zu Kapital zu erlangen, da verschiedene Finanzierungsquellen zu unterschiedlichen Kosten verfügbar sind. Des Weiteren wird eine

effiziente Kapitalallokation sichergestellt, da das Vermögen der Anleger auf diese Weise produktiv eingesetzt wird. Dies kann dazu beitragen, die Lücke zwischen der Nachfrage nach langfristigen Finanzierungen und dem entsprechenden Angebot zu schließen.

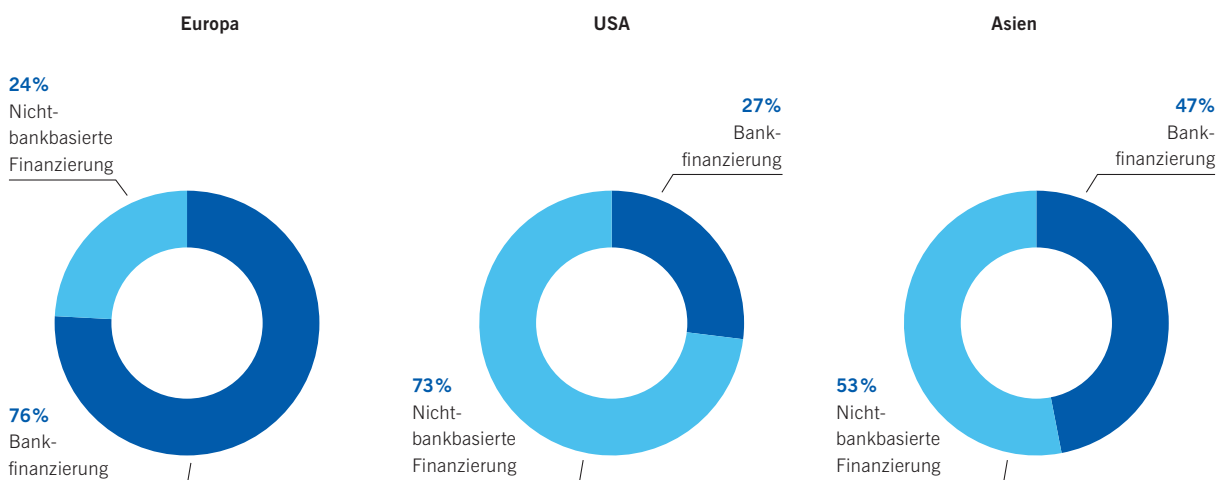
Investoren auf der Suche nach Anlagechancen dürften je nach Risikoprofil ebenfalls eine Vielfalt geeigneter Investitionsmöglichkeiten finden. Deshalb ist es für die europäischen Kapitalmärkte wichtig, sowohl Anleger aus der EU als auch aus der übrigen Welt anzuziehen.⁵⁾

Langfristig ist „sicherzustellen, dass die Haushalte langfristige Spareinlagen in angemessener Höhe für die Realwirtschaft bereitstellen.“

Better Finance for All 2014: Better Finance-Manifest für die Europawahlen 2014. Saving for Growth and Jobs.

Abbildung 3

Vergleich der Bankfinanzierung mit der nicht-bankbasierten Finanzierung in Europa, den USA und Asien



Quellen: EZB, BIZ, US-Notenbank, Fung Global Institute, Oliver Wyman (letzte verfügbare Zahlen: 2013 für Europa und USA, 2012 für Asien)

4) Vgl. Europäische Kommission 2013: Fakten und Zahlen über die kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) der EU (http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/index_de.htm)

5) Vgl. Maijor 2014: Investor Protection and an integrated EU-Capital Market. Rede bei der Konferenz „Better Finance for All – International Investor’s Conference 2014: Shareholder Rights in Europe 2020“

Obwohl in Europa bereits nicht-bankbasierte Finanzierungsmöglichkeiten bestehen, sind die entsprechenden Märkte in der Regel wesentlich kleiner als in den USA oder in Asien. Von 2003 bis 2013 **sicherten sich europäische Unternehmen 76 Prozent ihrer Finanzierung über Banken, während US-Unternehmen nur zu etwa 27 Prozent von Kreditinstituten finanziert wurden.** In Asien entfielen 2012 rund 47 Prozent der Gesamtfinanzierung auf Bankkredite (siehe Abbildung 3).

Diese Unterschiede sind größtenteils kulturell und historisch bedingt, aber auch strukturell. Europa ist „bankenorientierter“ als die USA und Asien und die Bilanzsummen der europäischen Kreditgeber sind wesentlich höher als die ihrer globalen Pendanten. In den meisten Ländern Europas ist das Bankwesen lokal ausgerichtet. Anlageentscheidungen werden aufgrund von Geschäftsbeziehungen getroffen, auch sind die Unternehmen im Schnitt kleiner als in den USA oder in Asien.

Infolge der Fragmentierung der Kapitalmärkte in Europa, der wenig attraktiven Rahmenbedingungen (Besteuerung, rechtliche Unterschiede usw.) und des fehlenden Anlegervertrauens können sich Finanzierungsalternativen nur sehr langsam durchsetzen.

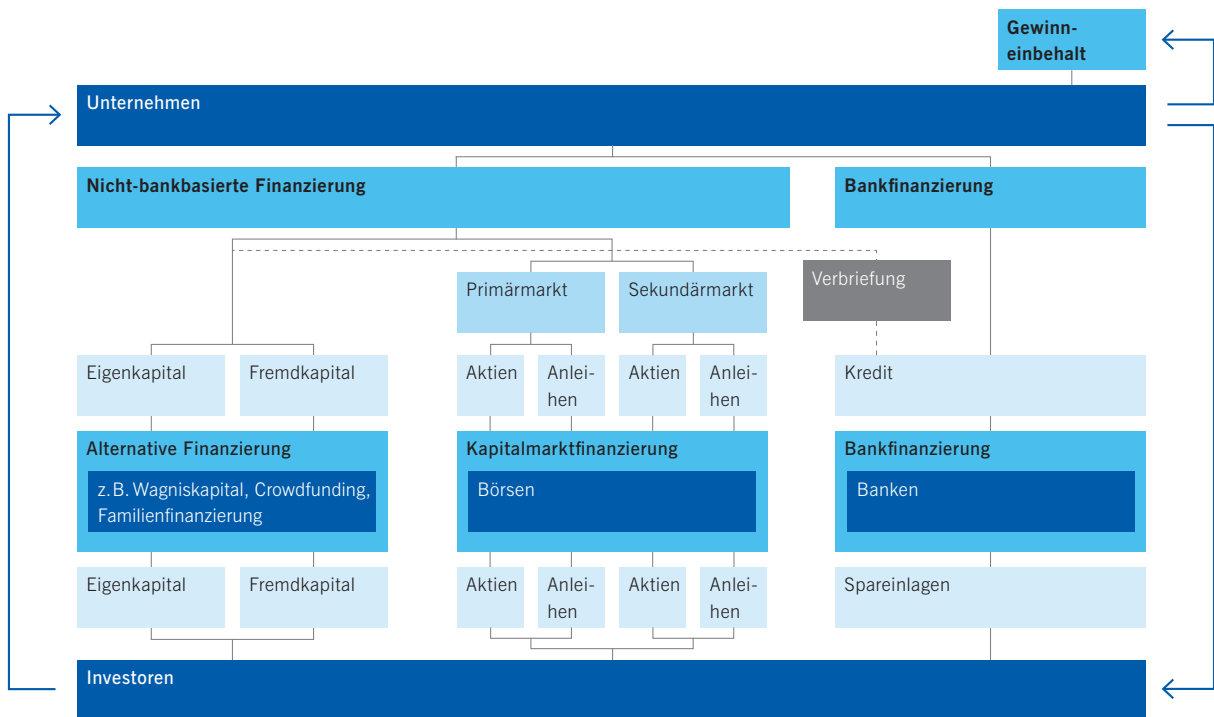
Die Gewohnheiten in Europa und den USA mögen sich unterscheiden, doch gibt es kein „perfektes Gleichgewicht“ zwischen Bank- und nicht-bankbasierter Finanzierung. Beide Finanzierungsarten haben Vorteile

(z. B. Nähe der Banken zu lokalen Kunden, Transparenz und Neutralität der Kapitalmärkte) und Nachteile (Gefahr der Instabilität von Banken, mangelndes Kapitalmarktwissen der Öffentlichkeit). Idealerweise sollten **die bankbasierte und die nicht-bankbasierte Finanzierung nebeneinander existieren**, damit Unternehmen die für sie am besten geeignete Lösung wählen und ihre Kosten zur Kapitalbeschaffung senken können (Abbildung 4 veranschaulicht die Struktur).

Europa hat noch beträchtlichen Spielraum und könnte daher die nicht-bankbasierte Finanzierung ausbauen, um die Lücke zu schließen, die durch die Drosselung der traditionellen Bankfinanzierung entstanden ist.

Die nicht-bankbasierte Finanzierung bietet Alternativen und umfasst Eigenkapital- und Fremdkapitalinstrumente. Eine gute Eigenkapitalausstattung ermöglicht es Unternehmen, langfristig zu planen. Zudem sind gut kapitalisierte Unternehmen eher in der Lage, Krisen erfolgreich zu bewältigen. Die Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz ist geringer, zumal Dividendenzahlungen ausgesetzt werden können, während Kreditzinsen regelmäßig fällig sind. Die Sekundärmärkte sind eine weitere wichtige Komponente der nicht-bankbasierten Finanzierung, weil sie den Investoren erlauben, jederzeit ein- bzw. auszustiegen.

Abbildung 4
Quellen der Bankfinanzierung und nicht-bankbasierten Finanzierung



Neben der Finanzierung benötigen Unternehmen die Kapitalmärkte auch zur Absicherung und Minimierung von Risiken, die sich aus Preisschwankungen ergeben können. Deshalb sind Derivatemärkte von wesentlicher Bedeutung für die Kapitalmarktunion, verlagern sie doch die Risiken dorthin, wo sie am effektivsten gehandhabt werden können.

Derivate erlauben es, sich mit sehr geringem Kapitalaufwand gegen Risiken abzusichern. Sie ermöglichen Unternehmen den Handel mit künftig zu erwartenden Preisen und verbessern dadurch die Effizienz der Preisfindung. Die Derivatemärkte reduzieren also die Ungewissheit und die Kosten für die Wirtschaft.⁶⁾

Die Kapitalmarktunion sollte zu einem breiter aufgestellten und effizienteren Finanzsystem mit Alternativen für die Kapitalallokation führen und die Eigenkapitalfinanzierung fördern. Die Gruppe Deutsche Börse hat sechs Grundprinzipien für die Schaffung einer wettbewerbsfähigen europäischen Kapitalmarktunion ausgearbeitet, die die beschriebenen Defizite adressieren und künftige Wachstumschancen aufzeigen möchten.

6) Vgl. Gruppe Deutsche Börse 2009: The Global Derivatives Market – a Blueprint for Market Stability and Integrity

3. Grundprinzipien und politische Kernbotschaften

Die Kapitalmarktunion stützt sich auf ein breit gefächertes Spektrum an Initiativen zur Vertiefung der bestehenden Märkte und zur Erschließung nicht-bankbasierter Finanzierungsquellen, die den freien Kapitalfluss in den 28 EU-Mitgliedstaaten sicherstellen sollen.

Die Gruppe Deutsche Börse schlägt sechs Grundprinzipien vor, die bei der Ausgestaltung der Kapitalmarktunion von zentraler Bedeutung sind (siehe Abbildung 5).

Abbildung 5
Grundprinzipien der Kapitalmarktunion

	1. Wiederherstellung des Vertrauens in die Finanzmärkte	2. Verbesserung der nicht-bankbasierten Unternehmensfinanzierung	3. Förderung von Finanzstabilität	4. Erhöhung der Transparenz	5. Harmonisierung von Regulierungsstandards/ Beseitigung von Barrieren	6. Gestaltung der unterstützenden regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen
Definition	Rückgewinnung des Vertrauens in die Kapitalmärkte	Besserer Zugang zu alternativen, nicht-bankbasierten Finanzierungsquellen	Verringerung von systemischen Risiken und Verbesserung der Fähigkeit, Krisen zu bewältigen	Sicherstellung einer angemessenen Transparenz für Marktteilnehmer und Aufsichtsbehörden	Harmonisierung von Regeln/ Standards zur Verringerung der Fragmentierung und zur Beseitigung von Barrieren	Gestaltung der unterstützenden regulatorischen Rahmenbedingungen und effiziente Aufsicht EU- und weltweit
Wesentliche Elemente	<ul style="list-style-type: none"> Ausgewogener Anlegerschutz Förderung von Finanzwissen Kapitalmarktkultur Corporate Governance Aktionärsrechte 	<ul style="list-style-type: none"> „Ökosystem“ für KMU Verbriefungen Pre-IPO Fremdkapitalinstrumente Behandlung von Fremdkapital ggü. Eigenkapital Finanzierung durch öffentliche Institutionen 	<ul style="list-style-type: none"> G20: Reduzierung der systemischen Risiken Risikomanagement Krisenresistenz Eigenkapitalanforderungen Sicherheit/ Sicherheitsvorkehrungen/ sichere IT-Systeme 	<ul style="list-style-type: none"> Preisfindung Reduzierung von außerbörslichem Handel und Dark Pools Marktmissbrauch/Betrug Transaktionsregister Schattenbankregeln Kontentrennung 	<ul style="list-style-type: none"> T2S Wertpapierrecht Insolvenzrecht Einheitliches Regelwerk („Single Rulebook“) Branchenstandards 	<ul style="list-style-type: none"> Regulatorische Korrekturen/ Anpassungen Effiziente Aufsicht Drittstaatenregelungen (Gegenseitigkeit) Vermeidung regulatorischer Arbitrage
Wege zu mehr Wachstum	Wiederherstellung des Vertrauens zur Stärkung der Anlegernachfrage und Stimulierung von Wachstum	Entwicklung neuer Finanzierungsquellen zur Schließung der durch die rückläufige Bankfinanzierung entstandenen Lücke	Schaffung von Finanzstabilität als Voraussetzung für die Steigerung der Investitionstätigkeit und des Wachstums	Transparente Preisfindung und Transparenz gegenüber Aufsichtsbehörden zur Erhöhung der Finanzstabilität	Reduzierung von Kosten und Komplexität, Förderung grenzüberschreitender Aktivitäten und Stimulierung von Wachstum	Proportionale und effiziente Regulierung als Voraussetzung für die Steigerung der Investitionstätigkeit und des Wachstums

Die sechs Grundprinzipien und Kernelemente der Kapitalmarktunion sollen ein Gesamtbild – nicht nur mit Blick auf die KMU – davon entwickeln, wie Wachstum und eine effiziente Kapitalallokation generiert werden können. Zudem sollten bestehende Komponenten des Single Rulebook (also dem einheitlichen Regelwerk) der EU ergänzt und erweitert werden. Ziel dieses Regelwerks ist es, einheitliche regulatorische Rahmenbedingungen für den Finanzsektor zu schaffen und letztlich für einen verbesserten europäischen Binnenmarkt zu sorgen.

Von den Prinzipien würden verschiedene Stakeholdergruppen profitieren. Wenn z.B. das Vertrauen in die Kapitalmärkte wiederhergestellt ist, sind sowohl die Öffentlichkeit als auch institutionelle Anleger zuverlässiger und daher eher bereit, in Unternehmen zu investieren. Wenn die nicht-bankbasierte Finanzierung gestärkt wird, haben die Unternehmen eine größere Auswahl an Finanzierungsmöglichkeiten.

3.1 Wiederherstellung des Vertrauens in die Finanzmärkte

Seit der globalen Finanzkrise im Jahr 2008 ist das Vertrauen in die Finanzmärkte und Finanzinstitutionen geschwunden. Diese Entwicklung ist zum Teil auf den Eindruck zurückzuführen, dass die Gewinne privatisiert und die Verluste sozialisiert werden, musste der Staat und damit letztendlich der Steuerzahler doch wiederholt Banken retten. Das fehlende Vertrauen in das Bankensystem und die mangelnde Kenntnis der Ursachen der Krise führten schließlich zu einem markanten Rückgang des Vertrauens in die Kapitalmärkte und komplexere Finanzinstrumente. Auch EU-Kommissar Hill bezog sich in seiner ersten Rede zur Kapitalmarktunion auf diese Wahrnehmung:

„Ich möchte, dass Finanzdienstleistungen als Teil des Wirtschaftsgefüges gesehen werden, nicht als Bereich, der von der Gesellschaft getrennt ist.“

Jonathan Hill, EU-Kommissar für Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion

Voraussetzung für die Wiederherstellung des Anlegervertrauens sind neben einer angemessenen Unternehmensführung (Corporate Governance) und Aktionärsrechten die Verbesserung des Anlegerschutzes sowie die Förderung von Finanzwissen und einer positiven Einstellung zu den Finanzmärkten im Sinne einer Kapitalmarktkultur.

3.1.1 Anlegerschutz

Wenn alternative Finanzierungsquellen erschlossen und der Einsatz von Kapitalmarktinstrumenten gefördert werden sollen, **sind klar definierte, auf das neue Umfeld abgestimmte Regeln für den Anlegerschutz von entscheidender Bedeutung.** Der Anlegerschutz ist ein treibender Faktor für die Finanzgesetzgebung in der EU. Ein angemessener Schutz der Investoren und Verbraucher würde das Vertrauen in die Finanzmärkte wieder stärken. Anleger werden erst wieder bereit sein, an den Kapitalmärkten einzusteigen und teilzunehmen, wenn sie sich ausreichend geschützt fühlen.

Beim **Vertrieb von Kapitalmarktinstrumenten ist deshalb sicherzustellen, dass die empfohlenen Investmentprodukte wirklich für die Anleger geeignet sind.** Kundenberater sollten alle erforderlichen Informationen über den Kunden einholen, um die Geeignetheit umfassend prüfen zu können. Sie sind verpflichtet, den Kunden die richtigen Fragen zu stellen, die richtigen Auskünfte einzuholen, die gesammelten Daten korrekt zu interpretieren und letztlich ein geeignetes Anlageprodukt zu empfehlen bzw. verschiedene Optionen zur Diversifikation des Portfolios anzubieten.

Die Regulierungsbehörden haben bereits erkannt, dass diese Art des Anlegerschutzes von wesentlicher Bedeutung ist: Im Rahmen der Finanzmarkttrichtlinie MiFID II veröffentlichte die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) Richtlinien zur weiteren Verbesserung des Anlegerschutzes, insbesondere hinsichtlich der Geeignetheit der Anlageempfehlung. Diese sollen sicherstellen, dass Anleger in allen Mitgliedstaaten einen gleich guten Schutz genießen, ungeachtet dessen, in welchem europäischen Land sie investieren.

Da die Kapitalmarktunion zu einer Zunahme der Finanzierungsoptionen führt, sollten die Regulierungsbehörden fordern, dass die Anbieter von Finanzierungsprodukten die neuen Richtlinien berücksichtigen.

Es ist jedoch ebenso wichtig, dass der Anlegerschutz ausgewogen ist. Die Regulierungsbehörden sollten darauf achten, dass die Anforderungen an den Anlegerschutz keine übermäßige Belastung darstellen. Die Beurteilung der Geeignetheit einer Anlage sollte kein derart komplexer und ressourcenintensiver Prozess sein, dass dies die Vorteile der Beratung aufhebt. Die Einführung neuer oder zusätzlicher Regeln könnte dazu führen, dass Wertpapierdienstleister ihre Beraterstellen streichen oder es ablehnen, Anlageberatung anzubieten, was letztlich zu weniger Investments führt. Ferner hätten große Unternehmen einen übermäßigen Vorteil gegenüber kleineren Konkurrenten (wie in Deutschland und Großbritannien zu beobachten ist). Zudem könnte eine Überarbeitung der Prospektrichtlinie den Zugang zu Eigenkapital erleichtern.

3.1.2 Finanzwissen und Kapitalmarktkultur

Anleger ebenso wie die breite Bevölkerung misstrauen den Märkten und dem Finanzsektor weiterhin. Gerade in Europa, wo die Ersparnisse bevorzugt auf Bankkonten (Sparbüchern, Tagesgeldkonten etc.) angelegt werden, ist das fehlende Vertrauen besonders problematisch.

Dieses fehlende Vertrauen steht den Zielen einer Kapitalmarktunion entgegen, da nicht-bankbasierte Finanzierungsquellen vermehrt erschlossen werden könnten, wenn mehr Anleger bereit wären, Kapital bereitzustellen. Deshalb müssen Anleger durch attraktive Anlagechancen zur Kapitalanlage angeregt werden. Gleichzeitig müssen die Unternehmen sich der Möglichkeit bewusst und bereit sein, sich über den Kapitalmarkt zu finanzieren.

Initiativen zur Bewältigung dieses Problems sind somit eine wesentliche Voraussetzung für eine funktionierende Kapitalmarktunion, wie sie von der EU-Kommission beabsichtigt wird.

Eine qualitative und quantitative Verbesserung des Finanzwissens wäre begrüßenswert, um dem Misstrauen zu begegnen und die Einstellung der Marktteilnehmer zu ändern. **Die Kapitalmarktunion sollte Maßnahmen fördern, mit denen der breiten Öffentlichkeit die Funktionen der Kapitalmärkte im Finanzsystem erklärt und der Nutzen sowie die wirtschaftlichen Vorteile der nicht-bankbasierten Finanzierung näher gebracht werden.** Umfassendes Wissen und Informationen über die verschiedenen angebotenen Finanzprodukte sind eine wesentliche Voraussetzung, um die Anleger wieder zum Einstieg zu bewegen.⁷⁾ Wenn die Fairness, Effizienz und Transparenz der Kapitalmärkte sowie ihre anspruchsvollen Standards hervorgehoben werden, wird dies dazu beitragen, das Vertrauen in die Kapitalmarktfinanzierung wiederherzustellen.

7) Gute Beispiele sind die jüngsten Initiativen wie das vom Handelsblatt Research Institute entwickelte „Factbook Aktie“ sowie Seminare für alle Arten von Anlegern, die von akademischen Instituten, Börsen und Anlegerschützern angeboten werden (z. B. https://deutsche-boerse.com/cma/dispatch/de/kir/gdb_navigation/cma/20_Seminars/10_Trainings_for_Private_Investors).

Die Wiederherstellung des Anlegervertrauens durch Bildungsangebote kann zum Teil vom Finanzsektor geleistet werden; diese Bestrebungen sollten jedoch durch Regulierung nachdrücklich unterstützt werden.

Einige regulatorische Initiativen der jüngsten Zeit (wie MiFID II, MAD II, die Richtlinie über Aktionärsrechte und die Richtlinie über die Offenlegung nichtfinanzieller und die Diversität betreffender Informationen durch bestimmte große Unternehmen und Gruppen) sollen das Vertrauen der Anleger in die Finanzmärkte wiederherstellen. Viele dieser Initiativen konzentrieren sich auf den Anlegerschutz (siehe oben). Darüber hinaus haben auf globaler Ebene die Mitglieder der Internationalen Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) einen strategischen Rahmen zur Förderung der Anlegerbildung und des Finanzwissens festgelegt.⁸⁾

Der Mangel an Vertrauen und Wissen manifestiert sich auch auf der Nachfrageseite: Viele europäische KMU trauen sich nicht zu, über Wachstumsfinanzierung zu sprechen. Aus einer aktuellen Umfrage der EU-Kommission geht hervor, dass jedes dritte KMU Hemmungen hat, Finanzierungsmöglichkeiten mit Banken zu besprechen. Schlimmer noch: Nur jedes fünfte ist bereit, mit Aktienanlegern und Wagniskapitalgebern zu sprechen.⁹⁾ Somit sind KMU eher bereit, Möglichkeiten der Bankfinanzierung zu erkunden als Optionen der nicht-bankbasierten Finanzierung. Darüber hinaus wissen sie oft nicht, wie breit das ihnen zur Verfügung stehende Finanzierungsspektrum ist, und können infolgedessen auch nicht alle Alternativen ausloten. Nur umfassende Informationskampagnen und ein Kulturwandel können diese Lage ändern.

Um die Wachstumsziele der Kapitalmarktunion zu erreichen, sollte die Finanzbranche dringend Maßnahmen zur **Wiederherstellung des Anlegervertrauens** treffen und so die Nachfrage nach neuen Finanzierungsquellen beleben. Fachkundige, **gut informierte** (vgl. Abschnitt 3.4) und gut geschützte **Anleger** treffen verantwortungsbewusste Entscheidungen und wählen aus dem Spektrum der verfügbaren Kapitalmarktprodukte diejenigen aus, die ihren Bedürfnissen entsprechen, während **gut informierte Unternehmen** nach den besten Finanzierungsmöglichkeiten (vgl. Abschnitt 3.2) suchen.

8) Vgl. IOSCO 2014: Strategic Framework for Financial Investor Education and Financial Literacy. Abschlussbericht

9) Vgl. EZB 2014: Survey on the access to finance of enterprises of the euro area

3.2 Verbesserung der nicht-bankbasierten Unternehmensfinanzierung

Der Ausbau der nicht-bankbasierten Unternehmensfinanzierung steht im Zentrum der Initiativen zur Förderung von Wachstum und Beschäftigung in Europa, da die traditionelle Finanzierung rückläufig ist. Anleger auf der Suche nach Renditen im aktuellen Niedrigzinsumfeld würden neue Anlagemöglichkeiten begrüßen.

Wichtige Elemente, auf die sich die Kapitalmarktunion in diesem Zusammenhang konzentrieren könnte, sind das „Ökosystem“ für KMU, die Wiederbelebung der Verbriefung, das vorbörsliche Umfeld (Pre-IPO), Fremdkapitalinstrumente, die Behandlung von Eigenkapital gegenüber Fremdkapital und die Finanzierung durch öffentliche Institutionen (z. B. über europäische langfristige Investmentfonds).

3.2.1 Eigenkapitalinstrumente

Ein verbesserter Zugang zur Eigenkapitalfinanzierung könnte, in Anbetracht der Eigenschaften von Eigenkapital, **ein weiterer Eckpfeiler der Kapitalmarktunion sein**. Es gibt viele verschiedene Arten von Eigenkapitalinstrumenten, z. B.:

- Business Angels – wohlhabende Privatpersonen (häufig Unternehmer), die Start-ups finanzieren
- Wagniskapital (Venture Capital) – Spezialfonds, die Kapital für aussichtsreiche Start-ups in der Frühphase bereitstellen
- Crowdfunding – Finanzierung durch (niedrige) Beiträge vieler Investoren, in der Regel über Internet-Plattformen
- Börsengang (IPO) – erstmaliges (öffentliches) Angebot der Aktien eines Unternehmens an einer Börse

Europa schneidet im Vergleich zu den USA schlecht ab, wenn es gilt, Kapital über die genannten Kanäle zu beschaffen und KMU zum Wachstum zu verhelfen. So wurde in den USA im zweiten Quartal 2014 fünf

Mal mehr Wagniskapital bereitgestellt als in Europa.¹⁰⁾ Schätzungen zufolge hätten in Europa zwischen 2008 und 2013 etwa 36.000 weitere Unternehmen mit Wagniskapital unterstützt werden können, wenn der Venture Capital-Markt so ausgeprägt gewesen wäre wie in den USA.¹¹⁾

Die Kapitalmarktunion wäre eine gute Grundlage für die Schaffung von Anreizen zur Eigenkapitalfinanzierung über Wagniskapitalgeber, Crowdfunding und Business Angels, um das Wachstum von Unternehmen zu beschleunigen. Dies könnte durch eine ausgewogene staatliche Unterstützung für Start-ups erfolgen, die ihnen die Kapitalbeschaffung erleichtern würde (z. B. durch Steuererleichterungen für Investoren).

In einer späteren Entwicklungsphase können Unternehmen einen Börsengang erwägen, der es ihnen erlaubt, sich zusätzliches Eigenkapital zu beschaffen, während die ursprünglichen Wagniskapitalgeber die Möglichkeit erhalten, über den Sekundärmarkt auszustiegen. Darüber hinaus dient ein Börsengang auch der Eigenwerbung und trägt dazu bei, das Eigenkapital für eine breitere Aktionärsbasis zu öffnen.

Um Börsengänge als alternative Finanzierungsquelle zu fördern und diese Möglichkeit insbesondere auch KMU zu eröffnen, ist es nötig, die Phase vor dem Börsengang (Pre-IPO) besser zu koordinieren. Zur Belebung des IPO-Marktes für KMU, v. a. in Ländern wie Deutschland, ist die Schaffung eines neuen Börsensegments nicht die richtige Lösung. Da den Börsen im „Ökosystem“ der Kapitalmärkte eine immer wichtigere Rolle zukommt, könnte stattdessen **durch die Marktinfrastruktur die Transparenz- und Effizienzlücke zwischen den Beteiligten im Vorfeld des Börsengangs geschlossen werden. Im Rahmen der**

10) Vgl. Centre for European Reform 2014: Unlocking Europe's Capital Markets Union

11) Vgl. New Financial 2014: Driving Growth: Making the Case for Bigger and Better Capital Markets in Europe

Kapitalmarktunion wäre eine vorbörsliche Informations- und „Vermittlungsplattform“ für KMU und Anleger denkbar, die gleichsam als Schaufenster fungiert, das Verfahren vereinfacht und Börsengänge als eine der möglichen Finanzierungsoptionen etabliert.

3.2.2 Fremdkapitalinstrumente

Trotz der Vorteile der Eigenkapitalfinanzierung stellen Fremdkapitalinstrumente in vielen Fällen eine attraktive Option für Investoren und Unternehmen dar und sollten aus diesem Grund im Rahmen der Kapitalmarktunion ebenfalls gefördert werden. Einige Unternehmer (insbesondere Eigentümer kleinerer Firmen) lehnen Beteiligungen ab, weil sie nicht bereit sind, die Kontrolle über ihr Unternehmen aufzugeben. Bei der Finanzierung über Fremdkapital ist dies nicht nötig.

Die direkte Ausgabe von Unternehmensanleihen an Anleger ist eine gute Methode der Fremdfinanzierung, die in Europa besser genutzt werden könnte. Anleihemärkte können häufig Finanzierungen bereitstellen, wenn Banken nicht bereit sind, Kredite zu gewähren. Zudem werden auf diese Weise die Eigentumsrechte der Unternehmer nicht eingeschränkt. Die Kapitalaufnahme erfolgt entweder über eine öffentliche Emission oder eine Privatplatzierung, bei der das Unternehmen die Anleihen einem kleinen Kreis spezialisierter Anleger direkt anbietet. In den letzten Jahren hat sich der Markt für Unternehmensanleihen in Europa stark entwickelt und so dem Rückgang der traditionellen Finanzierungsformen entgegengewirkt, insbesondere in Deutschland, wo seit 2010 Anleihen im Wert von über 7 Mrd. € von etwa 130 KMU begeben wurden.

Initiativen zur Unterstützung dieses Trends wären begrüßenswert, insbesondere für kleinere Unternehmen, die niedrigere Beträge beschaffen wollen und für die die Kosten eine größere Rolle spielen. So

könnten z. B. wie in den USA einheitliche Prospektanforderungen für Anleiheemissionen entwickelt werden. **Der Zugang zu standardisierten Informationen wie diesen dürfte das Interesse der Anleger stärken und größere Liquidität am Anleihemarkt schaffen, womit dieser letztlich als Finanzierungsquelle an Bedeutung gewinnen würde.**

Eine weitere Maßnahme, um die Begebung von Anleihen zu fördern, könnte darin bestehen, die freie Wahl des Emissionsortes zuzulassen. Die Kapitalmarktunion sollte danach streben, die Hürden bei grenzüberschreitenden Anleiheemissionen durch die Harmonisierung der Bedingungen in den einzelnen Mitgliedstaaten zu beseitigen.

3.2.3 „Ökosystem“ für KMU

KMU spielen eine wichtige Rolle für die Wirtschaft und die Beschäftigung in Europa. Hinsichtlich der Zusammensetzung des Sektors und seiner Entwicklung gibt es erhebliche regionale Unterschiede, die während der Krise noch deutlicher hervortraten. In der Vergangenheit entschieden sich KMU eher für Bankkredite als für nicht-bankbasierte Finanzierungen. Es gab zwar Bemühungen, den KMU diese Finanzierungsformen zu ermöglichen, ihr Erfolg hielt sich jedoch in Grenzen. Der mangelnde Erfolg ist auf viele Faktoren zurückzuführen, u. a. auf das geringe Selbstvertrauen, wenn es darum geht, alternative Finanzierungsmöglichkeiten zu diskutieren, und das oben angesprochene unzureichende Finanzwissen. Angesichts der Tatsache, dass 90 Prozent der KMU Kleinstunternehmen mit weniger als zehn Mitarbeitern sind, ist das nicht weiter verwunderlich. Dabei haben gerade KMU in den Ländern, die am meisten unter Rezession und Arbeitslosigkeit leiden, die größten Schwierigkeiten, Bankkredite zu erhalten, und zahlen wesentlich höhere Zinsen als große Unternehmen.

In Europa gibt es ein breites Spektrum an Initiativen, die KMU beim Zugang zu Finanzierungen unterstützen sollen. Bisher gingen diese Maßnahmen hauptsächlich von staatlichen Institutionen aus und waren darauf ausgerichtet, die Kreditvergabe der Banken auszuweiten. Die Einbindung des Privatsektors ist von größter Bedeutung, da direkte staatliche Kredite oder Bürgschaften zu signifikanten Kosten für den Steuerzahler führen und kreditwürdigen KMU sogar schaden können.¹²⁾

Hierbei muss in Betracht gezogen werden, dass viele Formen der Kapitalmarktfinanzierung einer Besteuerung unterliegen könnten. Eine Finanztransaktionssteuer würde die Transaktionskosten in europäischen Finanzzentren in die Höhe treiben und damit die Ziele der Kapitalmarktunion konterkarieren. Vor allem KMU müssten infolge der höheren Transaktionskosten höhere Kosten für die Kapitalbeschaffung tragen. Privatanleger würden ebenfalls größere finanzielle Einbußen erleiden, da Altersvorsorgeprodukte durch die Steuer direkt belastet würden.

Die Schaffung einer Kapitalmarktunion soll alternative Finanzierungsquellen fördern, um das Wachstum zu unterstützen, wobei es nicht nur eine Methode, sondern verschiedene Ansätze gibt, mit denen die Finanzierung der KMU in Europa erleichtert werden kann. **Die Förderung eines stabilen, positiven Umfelds und die Schaffung von Anreizen für Unternehmen durch attraktive und vielfältige Finanzierungsoptionen sind vor diesem Hintergrund von entscheidender Bedeutung.**

3.2.4 Verbriefung

Auch die Verbriefung von Krediten (für KMU) könnte dazu beitragen, dem Rückgang der Bankkredite zu begegnen. Zur Refinanzierung der Kredite würden die Banken die Forderungen bündeln und in Wertpapiere umwandeln, die für Anleger attraktiv sind. Die Revitalisierung des Kreditverbriefungsmarktes wird voraussichtlich hohe Priorität auf der Agenda der Kapitalmarktunion haben, ist doch der Verbriefungsmarkt, der unzureichend reguliert war und missbraucht wurde, aufgrund des Misstrauens der Anleger und des mangelnden Marktvertrauens seit 2008 um 30 Prozent geschrumpft.¹³⁾ **Die Wiederbelebung dürfte deshalb eine Herausforderung darstellen, wäre allerdings eine interessante Alternative, sofern die Lehren aus der Krise gezogen wurden.**

Bestimmte Faktoren müssen beim Ausbau des europäischen Verbriefungsmarktes berücksichtigt werden; diese Debatte wird zum Teil bereits geführt.

Erstens ist die EU-Kommission bestrebt, eine Differenzierung von „hochwertigen“ Verbriefungsprodukten (mit einfachen und leicht verständlichen Strukturen) auszuarbeiten, um ggf. eine bevorzugte regulatorische Behandlung über alle Finanzsektoren hinweg zu ermöglichen. Dies geschieht aufgrund der Empfehlungen der EZB und der Bank of England, denen zufolge diesen hochwertigen Produkten eine weniger strenge Regulierung zugutekommen könnte. **Verbriefern könnten dann davon profitieren, dass sie an klar regulierten und überwachten Märkten mit hoher Transparenz gehandelt werden und strikte – von Experten konzipierte – Risikomanagementsysteme durchlaufen.** Abschnitt 3.3 beschreibt, wie durch die Nutzung von Marktinfrastrukturen die Finanzstabilität erheblich verbessert werden kann.

12) Vgl. Deutsche Bank Research 2015: Mittelstandsfinanzierung im Euroraum – Neue Lösungen für ein altes Problem

13) Vgl. Llewellyn Consulting 2014: Financing Europe's Investment and Economic Growth

Zweitens **ist eine Bündelung und Standardisierung von Krediten nötig, um Transparenz und Vergleichbarkeit zu gewährleisten.** Hierfür wären die Schaffung eines institutionellen Rahmens und eine größere Bereitschaft der Banken nötig, diese Märkte zu entwickeln. Die EU-Kommission wird voraussichtlich mit internationalen Organisationen wie dem Baseler Ausschuss und der Internationalen Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) zusammenarbeiten, um globale Standards für „hochwertige“ Verbriefungen und die mit ihnen verbundenen Risiken auszuarbeiten und so regulatorische Arbitrage zu vermeiden.

3.2.5 Behandlung von Eigenkapital gegenüber Fremdkapital

Aus der Sicht eines Unternehmens/Emittenten ist Eigenkapital in den meisten Ländern höher besteuert als Fremdkapital, d.h. es besteht ein geringerer Anreiz, Eigenkapitalinstrumente zu nutzen. Zinszahlungen für Fremdkapital können vom Vorsteuergewinn abgezogen werden. Für Eigenkapital sind jedoch keine Steuererleichterungen vorgesehen (vielmehr unterliegen Kapitalerträge und Dividendenzahlungen einer signifikanten Besteuerung). Diese strukturelle Bevorteilung der Fremdfinanzierung veranlasst Unternehmen, eher Fremdkapital aufzunehmen als Eigenkapital zu beschaffen. Ein hoher Verschuldungsgrad erhöht jedoch die Wahrscheinlichkeit eines Konkurses und fördert die Risikobereitschaft – häufig auf Kosten der Gläubiger und des Staates (anstelle der Aktionäre).¹⁴⁾

Die Kapitalmarktunion sollte sich zum Ziel setzen, dem derzeitigen Ungleichgewicht entgegenzuwirken. Dafür gibt es zwei Gründe: Erstens könnte eine Korrektur die Unternehmen dazu anregen, ihre Eigenkapitalausstattung zu stärken, und sie vor einer zu hohen Verschuldungsquote bewahren. So würden sie even-

tuelle Verluste leichter bewältigen und ihre finanzielle Stabilität verbessern. Zweitens könnte eine Korrektur dazu führen, dass Anleger weniger Steuern auf ihre Eigenkapitalanlagen zahlen müssen und damit ein Anreiz für die Bereitstellung von Eigenkapital als alternative Finanzierungsquelle geschaffen wird.

Außerdem gibt es große Unterschiede bei der Differenz zwischen den effektiven Grenzsteuersätzen für fremdkapital- und eigenkapitalfinanzierte Investitionen. Laut Internationalem Währungsfonds variiert diese Differenz zwischen den einzelnen europäischen Ländern zwischen 10 und 50 Prozent. Deshalb ist es **nicht nur wichtig, die Bevorzugung von Fremdkapital zu korrigieren, sondern auch, die steuerliche Behandlung in Europa anzugleichen, um einheitliche Bedingungen zu schaffen.** Ferner ist in Betracht zu ziehen, dass diese Bevorzugung in den USA ausgeprägter ist als (im Durchschnitt) in Europa. Infolgedessen könnte eine Senkung der Steuern auf Eigenkapital die Attraktivität der Region für Investoren steigern.

Ein breit gefächertes Spektrum an Finanzierungsformen kann **die Abhängigkeit von der bankbasierten Finanzierung mindern. Eine gut funktionierende Kapitalmarktunion bietet Investoren und Unternehmen Wahlmöglichkeiten.**

14) Europäische Kommission 2012: The Debt-Equity Tax Bias: Consequences and Solutions

3.3 Förderung von Finanzstabilität

Die Förderung von Finanzstabilität beruht auf einer Verbesserung der Schockresistenz, der Reduzierung systemischer Risiken und der Stärkung der Widerstandsfähigkeit der Finanzmärkte. Die Krisenresistenz wurde durch die Einführung strengerer Eigenkapitalanforderungen bereits deutlich verbessert, und einige Aspekte der Kapitalmarktunion wie die Förderung nicht-bankbasierter Finanzierungsformen dürften dies verstärken. Darüber hinaus sollte die **Nutzung von Marktinfrastrukturen verstärkt gefördert werden, da sie eine bedeutende Rolle beim Management von systemischen Risiken spielen. Marktinfrastrukturen sind hochregulierte Entitäten, die effiziente krisengetriggerte Risikomanagementsysteme bereitstellen.**

Initiativen zur Steigerung der Finanzstabilität umfassen die Reduzierung systemischer Risiken, das allgemeine Risikomanagement, Krisenresistenz und Kapitalanforderungen, effizientes Sicherheitsmanagement und Sicherheitsvorkehrungen (auch für IT-Systeme). Einige dieser Elemente werden nachstehend eingehender dargestellt.

In den letzten Jahren haben politische Entscheidungsträger und Regulierungsbehörden erkannt, dass zentrale Gegenparteien (CCPs), Zentralverwahrer (CSDs) und insbesondere Börsen einen wichtigen Beitrag zur Stärkung der Sicherheit und Integrität der Finanzmärkte durch Minderung systemischer Risiken, effiziente Nachhandlungsprozesse und Sicherheitsmanagement sowie permanente Handelsüberwachung leisten. Die jüngsten regulatorischen Bemühungen in aller Welt sind ein Beleg für diese Anerkennung.

Die G20-Staaten veröffentlichten vor Kurzem eine Erklärung, die diese Ansicht bestätigt:

„Wir arbeiten darauf hin, eine langfristige Finanzierung durch institutionelle Anleger sowie marktbasierende Finanzierungsquellen einschließlich transparenter Verbriefungen insbesondere für kleine und mittelständische Unternehmen zu fördern [...] Unsere Reformen zur Verbesserung der Kapitalausstattung und Liquidität der Banken sowie zur Erhöhung der Sicherheit an den Derivatemarkten werden die Risiken im Finanzsystem reduzieren.“

Kommuniqué der Staats- und Regierungschefs der G20, November 2014

3.3.1 Reduzierung systemischer Risiken und Verbesserung des Risikomanagements durch zentrale Gegenparteien

Eine zentrale Gegenpartei tritt als Mittler zwischen den an einem Handelsgeschäft beteiligten Parteien auf. Sie fungiert als Verkäufer für jeden Käufer und als Käufer für jeden Verkäufer, minimiert das Ausfallrisiko und erleichtert das Netting.¹⁵⁾

Erstens **verhindern zentrale Gegenparteien übermäßige Risiken**, da sie **als unabhängige Risikomanager** eine neutrale Bewertung der Risikopositionen sicherstellen. Durch die Forderung von Sicherheiten zu aktuell bewerteten Marktpreisen gewährleistet die zentrale Gegenpartei eine strikte Marktbewertung der Risiken und verhindert damit, dass übermäßig hohe Risiken entstehen.

15) Netting bezeichnet das Aufrechnen von Kauf- oder Verkaufspositionen über einen bestimmten Zeitraum, sodass Marktteilnehmer nur noch den Saldo ausgleichen müssen.

Zweitens führt die zentrale Gegenpartei im Zentrum des Marktes zur Entflechtung der Marktteilnehmer.

Da sich die zentrale Gegenpartei rechtlich in Handelsgeschäfte einschaltet und die eingegangenen Verpflichtungen der ursprünglichen Kontrahenten übernimmt, haben es die Marktteilnehmer nur noch mit einer – zentralen – Gegenpartei zu tun. Sie ermöglicht das multilaterale Netting, reduziert das Gesamtrisiko der Marktteilnehmer, verringert deren Verflechtung untereinander und fördert damit die Stabilität und Integrität, insbesondere in Zeiten von Marktturbulenzen.

Drittens dient die zentrale Gegenpartei bei einem möglichen Ausfall eines Clearingmitglieds auch als Puffer zum Schutz der nicht ausfallenden Clearingmitglieder. Damit werden durch Ausfälle verursachte Dominoeffekte und Unsicherheiten vermieden.

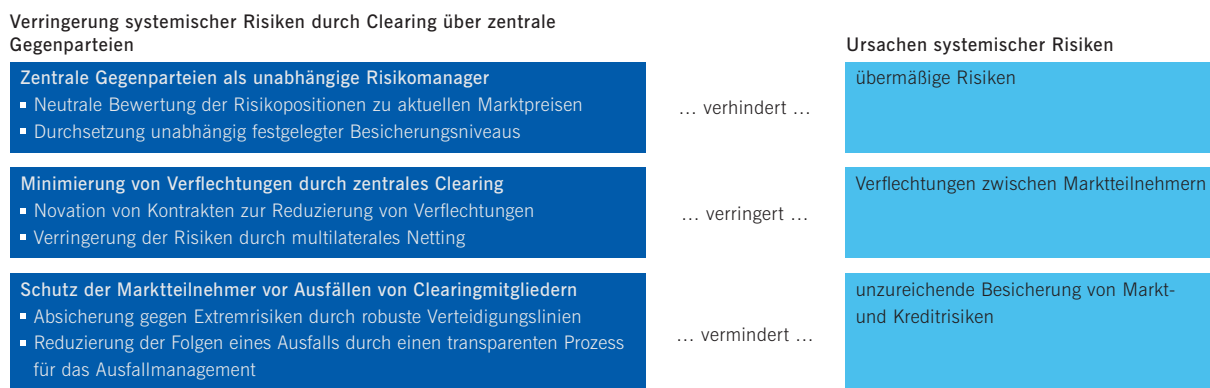
Als Garantie für die Kontrakte gegenüber nicht ausfallenden Parteien setzen zentrale Gegenparteien die Sicherheiten der ausfallenden Partei und ihre eigenen Verteidigungslinien – zusätzliche Mittel der zentralen Gegenpartei und ihrer Mitglieder (die verpflichtet sind, in den Ausfallfonds einzuzahlen) – zur Absicherung gegen

Extremereignisse ein. Die zentrale Gegenpartei verfügt über austarierte Prozesse, um mit einem Ausfall von Clearingmitgliedern umzugehen.

Damit trägt die zentrale Gegenpartei dazu bei, die drei Hauptursachen der Risiken zu mindern, wie in Abbildung 6 dargestellt.¹⁶⁾

Zentrale Gegenparteien müssen höchste Qualitätsstandards einhalten, damit sie Risiken im Finanzsystem wirksam und effizient kontrollieren können. Dies ist daher einer der Schwerpunkte europäischer Regulierung, was dazu geführt hat, dass Marktinfrastrukturen in Europa streng reguliert sind. Die hohen Anforderungen sollen sicherstellen, dass die zentralen Gegenparteien nicht selbst in Schwierigkeiten geraten und ihren Aufgaben jederzeit nachkommen können. **Die Initiativen im Zusammenhang mit der Kapitalmarktunion sollten, sofern angemessen, eine verstärkte Nutzung zentraler Gegenparteien und damit verbundener Dienstleistungen anregen, um das Risikomanagement zu verbessern und damit die Finanzstabilität zu erhöhen.**

Abbildung 6
Wie zentrale Gegenparteien systemische Risiken im Finanzsystem reduzieren



16) Gruppe Deutsche Börse 2014: How central counterparties strengthen the safety and integrity of financial markets

Trotz der klaren Vorteile zentraler Gegenparteien lautet eine wichtige Lehre aus der Krise, dass eine Interoperabilität zwischen zentralen Gegenparteien, die das Clearing von Derivaten durchführen, nicht zu empfehlen ist. Sollte es zu einer solchen Interoperabilität kommen, würde dies das Risiko erhöhen, die Funktionsfähigkeit der zentralen Gegenparteien gefährden und folglich die positiven Auswirkungen der Marktinfrastruktur auf die Finanzstabilität konterkarieren.

3.3.2 Stabilisierung der Finanzmärkte durch Zentralverwahrer

Die umfassenden regulatorischen Änderungen infolge der G20-Verpflichtungen beeinflussen das Risikomanagement von Kreditinstituten: Der gesamte Markt braucht ein **besseres Sicherheitenmanagement (Collateral Management)**, um den Einsatz dieser knappen Ressource zu optimieren. Die Regulierungsbehörden fordern eine bessere Absicherung der Banken im Falle einer Liquiditätskrise durch das Vorhalten von qualitativ hochwertigen, liquiden Vermögenswerten, die sich schnell gegen Barmittel verkaufen lassen. Die Herausforderung besteht in der richtigen Auswahl der liquiden Vermögenswerte sowie im Abschluss der erforderlichen Kontrakte und in der Einführung von Verfahren für den Verkauf dieser Vermögenswerte.

Zentralverwahrer bieten eine breite Auswahl an Nachhandelsdienstleistungen für emittierte Wertpapiere an und **sind gut aufgestellt, um Unterstützung im Bereich Sicherheitenmanagement zu bieten**. Sie fungieren als zentrale Dienstleister für die Verwahrung von Vermögenswerten über verschiedene Märkte hinweg und sind gleichzeitig **gut regulierte und neutrale Treuhänder**, die keinen Eigenhandel betreiben. Gut funktionierende und angemessen regulierte und beaufsichtigte Zentralverwahrer verbessern die grenzüberschreitende Abwicklung und gewährleisten den effizienten Einsatz von Sicherheiten. Um den Liquiditätsfluss der von Finanz- und Nichtfinanzunternehmen gehaltenen Wertpapiere sicherzustellen, und damit die Effizienz der Sicherheiten zu steigern,

ist die Bereitstellung von Dienstleistungen in den Bereichen Wertpapierleihe und Sicherheitenmanagement erforderlich.

Die „Sicherheiten-Wertschöpfungskette“ würde es Banken erlauben, ihre Eigenkapitalanforderungen gemäß Basel III um bis zu 20 Prozent bzw. 40 Mrd. € zu reduzieren. Eine adäquate Besicherung von Risiken über Sicherheiten ermöglicht eine angemessene Risikominderung im Einklang mit den regulatorischen Anforderungen und reduziert damit die Höhe des vorzuhaltenden Eigenkapitals.¹⁷⁾

Zentralverwahrer haben einen stabilisierenden Effekt und machen die Abwicklung von Wertpapieren in Europa sicher und effizient, insbesondere in der künftigen **TARGET2-Securities (T2S)**-Umgebung (vgl. Abschnitt 3.5.1).

Finanzstabilität ist eine unabdingbare Voraussetzung für Wachstum und Beschäftigung. Ein Mangel an Finanzstabilität führt zu wirtschaftlicher Instabilität, wie die jüngste Krise gezeigt hat. Um **systemische Risiken zu minimieren und gut funktionierende Märkte zu schaffen**, müssen Sicherheit und Integrität sichergestellt werden. Ein wichtiges Ziel der Kapitalmarktunion ist die Erfüllung der **G20-Verpflichtungen sowie die weitere Umsetzung und tatsächliche Anwendung** der europäischen Regelwerke (z. B. EMIR, CRD IV, CSDR) mit dem Fokus auf einer verbesserten Finanzstabilität. Dies sollte eine gemeinsame Anstrengung von Marktteilnehmern und Infrastrukturanbietern, Regulierungs- und Aufsichtsbehörden sowie Politikern sein. Stabilität ist eine wesentliche Voraussetzung dafür, dass Unternehmen und Investoren wieder Vertrauen gewinnen und die Kapitalmärkte für Anlagen und Finanzierungen nutzen.

17) Vgl. Clearstream und Elton Pickford 2014: Collateral optimisation – the value chain of collateral: Liquidity, cost and capital perspectives

3.4 Erhöhung der Transparenz

Bei diesem Prinzip geht es um die Sicherstellung einer angemessenen Transparenz der Finanzmärkte, um die Preisfindung zu erleichtern und Informationen für den Markt und seine Aufseher bereitzustellen.

Der Mangel an Informationen über die Entwicklung der Marktpreise und Risikopositionen in verschiedenen nicht börsengehandelten Anlageklassen beschleunigte die Finanzkrise. Bereits zuvor wurden im Rahmen von MiFID I Schritte unternommen, um den Wettbewerb durch mehr Auswahl an Handelsplätzen für Aktien zu stärken und eine verbesserte Vorhandelstransparenz zu schaffen. Damit sollte der Umfang der außerbörslich abgewickelten (OTC-)Transaktionen reduziert werden. Jedoch finden noch immer 36 Prozent des europäischen Aktienhandels außerbörslich statt. Die große Anzahl der OTC-Transaktionen widerspricht dem Grundprinzip der MiFID I. **Ein Großteil dieser OTC-Transaktionen hätte ohne nennenswerte**

Auswirkung auf die Preisfindung an transparenten Handelsplätzen ausgeführt werden können.¹⁸⁾

Obwohl Transparenz als positiv für die Effizienz des Gesamtmarktes zu bewerten ist, können einzelne Marktteilnehmer von mangelnder Transparenz profitieren (siehe Abbildung 7).

MiFID II/MiFIR sollen die Transparenz im Aktienhandel verbessern und den Geltungsbereich über Aktien hinaus auf alle Finanzinstrumente ausweiten.

Preistransparenz für alle Anlageklassen ist für Anleger an einem stabilen Finanzmarkt von entscheidender Bedeutung. Die **Aufsichtsbehörden brauchen jedoch zusätzliche Informationen** (einschließlich personenbezogener Daten), um einen möglichen Marktmissbrauch erkennen zu können. Nachstehend werden einige Elemente des Transparenzprinzips behandelt.

Abbildung 7
Gegensätzliche Präferenzen im Hinblick auf die Aktientransparenz

- Die **Allgemeinheit** möchte die aktuelle Auftragslage im Orderbuch bzw. die aktuellen Marktpreise kennen.
- Anleger und Händler möchten ihre gegenseitigen Orders sehen, um sich ein umfassendes Bild von der Marktlage zu machen.



- Einzelne Marktteilnehmer würden ihre eigenen Orders lieber nicht offenlegen, da sie ihren Informationsvorteil nicht offenbaren möchten, v.a. nicht bei großen Orders.
- Deshalb tendiert der Markt zur Intransparenz, ein natürliches Gleichgewicht, das eintreten würde, wenn keine Regulierung stattfinden würde, um Transparenz zu schaffen.

Präferenz der Allgemeinheit: Transparenz



Individuelle Präferenz: keine Transparenz

1) OTC = over-the-counter, außerbörslich

18) Vgl. Gomber und Pierron 2010: MiFID – Spirit and Reality of a European Financial Markets Directive

3.4.1 Preisfindung

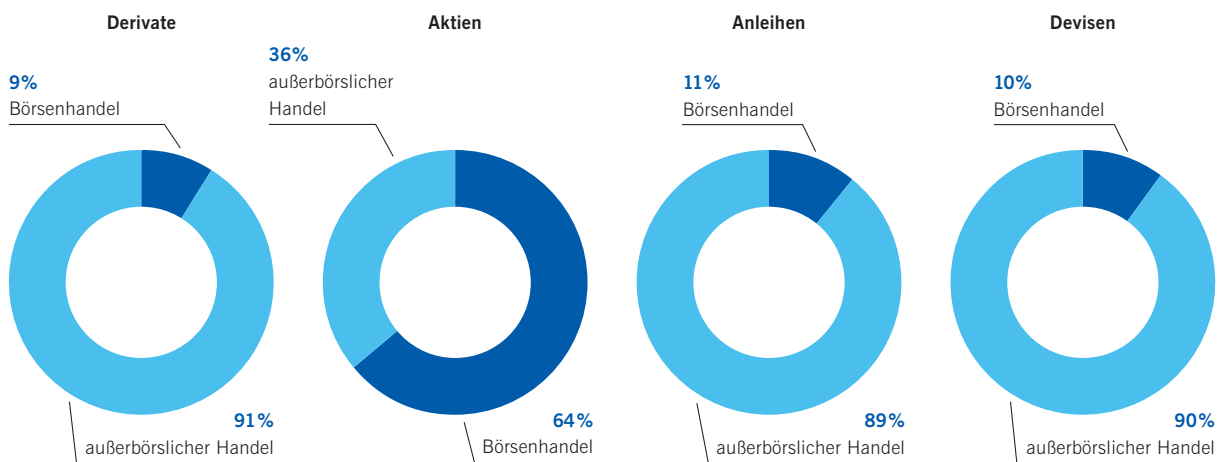
Die Handelsaktivitäten sind nicht nur auf Börsen und multilaterale Handelssysteme (MTFs) beschränkt. Bei vielen Anlageklassen findet ein großer Teil des Handels außerbörslich statt. Im Gegensatz zu Börsen sind die OTC-Märkte zumeist bilateral, dezentralisiert und nicht transparent. Deshalb können Transaktionen direkt zwischen Käufer und Verkäufer abgewickelt werden, ohne dass die anderen Marktteilnehmer den Preis erfahren. Im „Dunkeln“ verwendete Preise basieren dabei häufig auf den Kursinformationen der transparenten Märkte. Damit hängt ein großer Teil des Marktes von einem kleinen Teil des Handels ab, was sich nachteilig auf die allgemeine Preisfindung auswirken kann. Schätzungen zufolge werden 91 Prozent des Nominalwertes ausstehender Derivate außerbörslich gehandelt (siehe Abbildung 8), im Vergleich zu

lediglich 36 Prozent des gesamten Aktienhandels. Auch 89 Prozent des Anleihen- und 90 Prozent des Devisenhandels finden außerbörslich statt. Damit herrschen für den Großteil dieser Märkte keine transparenten Bedingungen.

Mangelnde Transparenz kann in Stressphasen eine ernstzunehmende Gefahr für die Marktstabilität darstellen, wie in der jüngsten Krise zu beobachten war. Eine echte Preisfindung für Derivate wie Zinsswaps und Credit Default Swaps, die ausschließlich außerbörslich gehandelt wurden, war nicht möglich, da die Liquidität mangels Käufer austrocknete. Das Liquiditätsproblem wurde noch dadurch verschärft, dass sich Broker-Dealer zunehmend aus ihrer Funktion als Market Maker zurückzogen, was schließlich zu einer globalen Kreditkrise führte.

Abbildung 8

Derivate-, Aktien-, Anleihen- und Devisenmärkte – Börsenhandel und außerbörslicher Handel



Hinweis: Daten für Derivate weltweit, Stand: 2013; Aktiendaten für Europa, Stand: Juni 2014; Anleihendaten für Europa, Stand: 2010; Devisenmarktdaten für Europa, Stand: 2013. Als Maßstab für Derivate wurden globale Zahlen verwendet, da für Europa keine Zahlen verfügbar sind und die proportionale Aufteilung vergleichbar ist.
Quellen: FESE, ESMA, BIZ, PwC

Die regulatorischen Initiativen wie MiFID II/MiFIR und EMIR greifen viele dieser Probleme auf und haben die Transparenz seit der Krise verbessert. In diesem Zusammenhang wurden Schritte in die richtige Richtung unternommen, nämlich soweit wie möglich multilaterale Handelsplattformen und Clearinginstitute für OTC-Transaktionen zu nutzen. **Die Kapitalmarktunion sollte auf der Grundlage dieser Initiativen weitere Verbesserungen anstreben, die durch angemessene Transparenz funktionierende Preisfindungsmechanismen sicherstellen. Dabei ist zu beachten, dass die unterschiedlichen Datennutzer (Privatanleger, institutionelle Anleger oder Aufsichtsbehörden) unterschiedliche Bedürfnisse im Hinblick auf Transparenz haben.**

3.4.2 Dark Pools und Marktmissbrauch

Ein großer Teil des außerbörslichen Aktienhandels wird über nicht regulierte Dark Pools abgewickelt, bei denen es weder Transparenz noch Überwachung gibt. Im Gegensatz dazu hat Handel im Dunkeln an regulierten Handelsplätzen klare Vorteile. Institutionelle Anleger, die mit ihren Aktivitäten den Markt nicht beeinflussen wollen, können hier sehr große Transaktionen ausführen. Wenn dieser Handel jedoch unreguliert stattfindet, kann der Mangel an Transparenz und Überwachung der Handelsausführung zu Interessenkonflikten, räuberischen Handelspraktiken und Marktmissbrauch führen. Der unregulierte außerbörsliche Handel trägt per definitionem nicht zur Preisfindung bei¹⁹⁾ und unterliegt keiner Überwachung. Im Rahmen von MiFID II/MiFIR wird ein Teil dieser Problematik adressiert.

Die G20-Staaten äußerten bereits 2009 Besorgnis über mangelnde Transparenz und forderten, dass diese bis Ende 2012 durch die Nutzung von Marktinfrastrukturen verbessert werden sollte:

„Alle standardisierten OTC-Terminkontrakte sollten, soweit sie geeignet sind, an Börsen oder auf elektronischen Handelsplattformen gehandelt und über zentrale Gegenparteien abgewickelt werden [...] [Sie] sollten Transaktionsregistern gemeldet werden. Nicht über zentrale Clearingstellen abgewickelte Kontrakte sollten höheren Eigenkapitalanforderungen unterliegen. Wir fordern den Finanzstabilitätsrat und seine Mitglieder auf, die Umsetzung regelmäßig zu beurteilen und zu untersuchen, ob sie ausreicht, um die Transparenz an den Derivatemärkten zu verbessern, systemische Risiken zu mindern und die Marktteilnehmer gegen Marktmissbrauch zu schützen.“

Erklärung nach dem Gipfel der Staats- und Regierungschefs der G20 in Pittsburgh, September 2009

Wie oben empfohlen, müssen die Aufsichtsbehörden weiterhin regelmäßig beurteilen, ob die Derivatemärkte ausreichend transparent sind. **Insgesamt sollten die OTC-Märkte dazu ermutigt werden, soweit wie möglich „Licht in die Dark Pools zu bringen“, wobei zu beachten ist, dass der Wert des OTC-Handels für bestimmte Bereiche erhalten werden sollte.**

19) Vgl. Kwan, Masulis und McInish 2014: Trading Rules, Competition for Order Flow and Market Fragmentation

3.4.3 Transaktionsregister

Transaktionsregister sammeln und verwalten, wie von den G20-Staaten gefordert (siehe oben), die von ihren Kunden gemeldeten Transaktionsdaten und Marktinformationen über verschiedene Produktklassen und Rechtsräume hinweg. **Sie verschaffen den Aufsichtsbehörden einen Überblick über die Handelssituation** und melden offene Risikopositionen. Um diese Berichterstattung vollständig bewerten zu können und einen größeren Nutzen daraus zu ziehen, sind weitere Optimierungen notwendig, aber das Potenzial ist bereits klar zu erkennen.

EMIR, MiFID II und MiFIR greifen diese Initiative bereits auf. Gleichzeitig **sollten nur die Daten angefordert werden, die nötig sind** und für eine sinnvolle Analyse zur Unterstützung stabiler Finanzmärkte verwendet werden. Andernfalls wäre die Datensammlung lediglich ein teures Unterfangen ohne echten Mehrwert.

Transparenz für Anleger und Aufsichtsbehörden ist eine wesentliche Voraussetzung für die Verbesserung der Finanzstabilität, da eine größere Transparenz bezüglich der Ausführung im Vor- und Nachhandelsbereich die Preisfindung verbessert und das Anlagerisiko reduziert. Es sollte sichergestellt werden, dass die Bereitstellung von Daten für Transparenzzwecke nur gefordert wird, soweit dies nötig ist, um zusätzliche Kosten für Anleger und Aufsichtsbehörden zu vermeiden.

3.5 Harmonisierung von Regulierungsstandards/ Beseitigung von Barrieren

Trotz beträchtlicher Fortschritte in Richtung eines europäischen Binnenmarktes sind die Kapitalmärkte noch immer fragmentiert. Das schafft Barrieren, die den freien Kapitalfluss behindern. Diese Hürden zwischen den Regionen machen grenzüberschreitende Investitionen komplex und teuer – und damit weniger attraktiv. Das Single Rulebook konnte noch nicht vollständig umgesetzt werden. **Eine weitere Harmonisierung nationaler Regeln und Standards zur Beseitigung Kosten verursachender Barrieren und Reduzierung der Komplexität für Anleger ist von entscheidender Bedeutung.** Zahlreiche Initiativen (z.B. TARGET2-Securities und von der Finanzbranche ausgehende Initiativen) sollen die „Giovannini-Barrieren“ abbauen.²⁰⁾ Diese resultieren aus der Fragmentierung der europäischen Clearing- und Abwicklungsmärkte und der damit verbundenen Ineffizienzen (siehe Abbildung 9). Sie sind besonders relevant, weil viele Kapitalmarkttransaktionen unterschiedliche Bereiche der Wertschöpfungskette der Marktinfrastruktur betreffen. Längerfristig dürfte eine weitere Konvergenz von Gesellschafts- und Insolvenzrecht sowie steuerlichen Verfahrensregeln nötig sein, um die grenzüberschreitenden Kredit- und Investitionsströme zu fördern. In einigen Fällen könnte es sogar erforderlich werden, sich auf völlig neue „europäische“ Regeln zu einigen.

Aufgrund der erheblichen Unterschiede zwischen den nationalen rechtlichen Rahmenbedingungen ist die Harmonisierung keine einfache Aufgabe und auch nicht unbedingt in allen Bereichen wünschenswert. Die Regulierungsbehörden müssen hier Kosten und Nutzen sorgfältig abwägen. Wenn der

Aufwand für die Standardisierung eines bestimmten Elements des Finanzsystems höher ist als die damit erreichten Einsparungen und Impulse für das künftige Wirtschaftswachstum, ist dieser Aufwand nicht gerechtfertigt. Diese übergeordnete „Plausibilitätsprüfung“ muss bei der Bewertung der nachstehend angesprochenen Initiativen immer beachtet werden.

Ungeachtet dessen dürfte die Kapitalmarktunion ein gutes Vehikel sein, um einige der grenzüberschreitenden Barrieren abzubauen, die die Entwicklung integrierter Märkte in Europa behindern. Im öffentlichen Bereich besteht immer noch eine starke Fragmentierung, z.B. im Wertpapierrecht, im Insolvenzrecht, bei den Rechnungslegungsstandards für KMU und bei der Besteuerung (in Bezug auf Kapitalmaßnahmen: insbesondere bei der Quellensteuer).

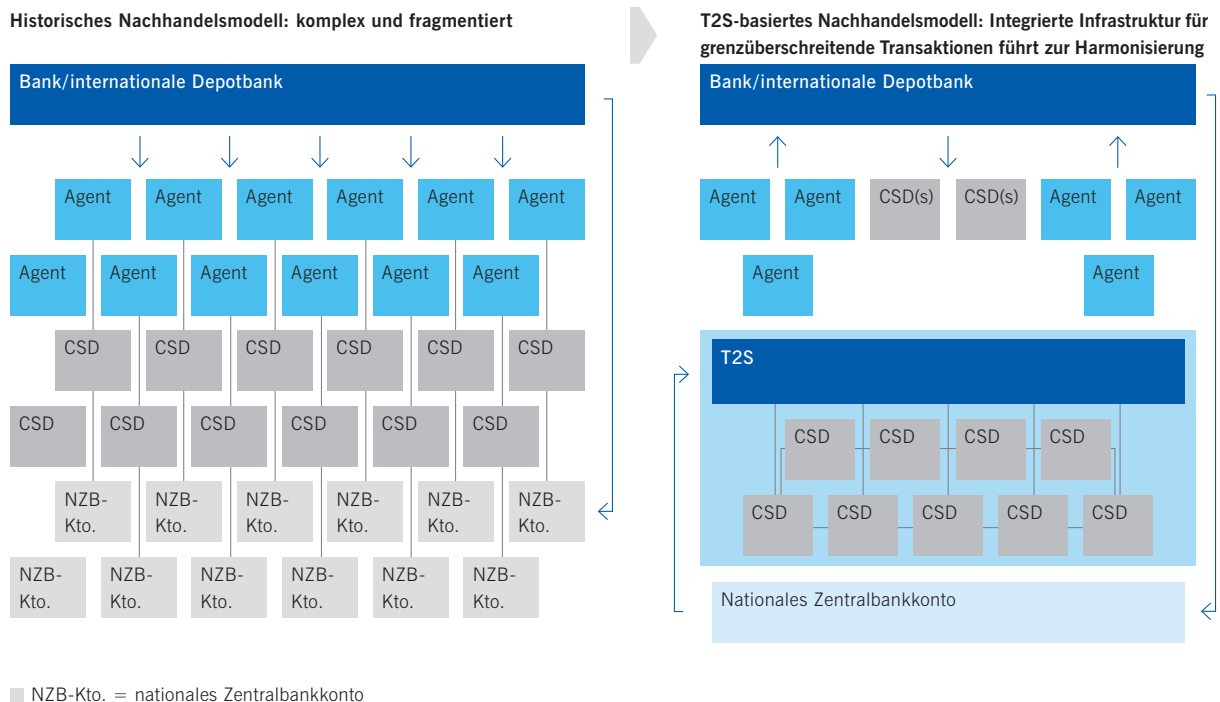
3.5.1 TARGET2-Securities

Das TARGET2-Securities-Projekt (T2S) hat zum Ziel, die Fragmentierung und Ineffizienzen der europäischen Märkte durch die Harmonisierung der Marktinfrastruktur für die Wertpapierabwicklung in Europa (siehe Abbildung 9) zu beseitigen.²¹⁾ Die Plattform wird ab Mitte 2015 schrittweise in Betrieb genommen und wird dann Wertpapiertransaktionen gegen Zentralbankgeld in ganz Europa in Echtzeit abwickeln. **Die Reduzierung der bestehenden Ineffizienzen trägt entscheidend dazu bei, die gesamtwirtschaftlichen Vorteile aus der Integration der europäischen Wertpapiermärkte auszuschöpfen, aufbauend auf der Schaffung des Euro und dem gemeinsamen Zahlungsverkehrssystem TARGET2.**

20) Vgl. Giovannini-Gruppe 2003: Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements

21) Gruppe Deutsche Börse 2014: The T2S Opportunity – Unlocking the hidden benefits of TARGET2-Securities

Abbildung 9
 Prozesskonsolidierung im Rahmen des entstehenden Nachhandelsmodells



In den Berichten der Giovannini-Gruppe wurden konkret 15 Barrieren identifiziert, die ein effizientes grenzüberschreitendes Clearing und Settlement (Abwicklung) in Europa verhindern. **Die EZB schätzt, dass mit T2S mindestens sechs der Giovannini-Barrieren beseitigt werden. Ferner sollte auch**

die CSDR die Barrieren weiter abbauen, entweder direkt oder im Zusammenspiel mit anderen Faktoren (siehe Abbildung 10).²²⁾

22) EZB: Giovannini barriers to be reduced by T2S (<https://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/about/html/giovannini.en.html>)

Abbildung 10
Giovannini-Barrieren, die durch T2S und CSDR beseitigt werden

Giovannini-Barriere	Beitrag von T2S zur Beseitigung	Beitrag von CSDR zur Beseitigung
1. Nationale Unterschiede bei der Informationstechnologie und den Schnittstellen	■	■
2. Nationale Beschränkungen für Clearing und Abwicklung, die den Einsatz mehrerer Systeme erforderlich machen	■	■
3. Unterschiede bei nationalen Regelungen in Bezug auf Kapitalmaßnahmen, Eigentumsrecht und Depotverwahrung	■	■
4. Fehlen einer untertägigen Abwicklungsfinalität	■	■
5. Praktische Hindernisse für Fernzugriff auf nationale Clearing- und Abwicklungssysteme	■	■
6. Nationale Unterschiede bei der Abwicklungsdauer	■	■
7. Nationale Unterschiede bei Geschäftszeiten/Abwicklungsfristen	■	■
8. Nationale Unterschiede bei Emissionsverfahren für Wertpapiere	■	■
9. Nationale Beschränkungen hinsichtlich des Verwahrortes von Wertpapieren	■	■
10. Nationale Beschränkungen für Aktivitäten von Primärhändlern und Market Makers	■	■
11. Inländische Quellensteuerbestimmungen zum Nachteil ausländischer Intermediäre	■	■
12. Erhebung von Transaktionssteuern über eine in ein lokales Abwicklungssystem integrierte Funktion	■	■
13. Fehlen eines EU-weiten Rechtsrahmens für die Behandlung von Wertpapieren	■	■
14. Nationale Unterschiede bei der rechtlichen Behandlung von bilateralem Netting bei Finanztransaktionen	■	■
15. Unterschiedliche nationale Kollisionsnormen	■	■

■ Ja ■ Nein

Quelle: EZB 2014

3.5.2 Wertpapierrecht

Die Gesetzgebung in Bezug auf Wertpapiere unterscheidet sich von Land zu Land erheblich. So machen rechtliche Hürden den grenzüberschreitenden Wertpapierbesitz wesentlich komplexer und erhöhen die Transaktionskosten. Außerdem erzeugen sie Unsicherheit und bereiten den Investoren Probleme, wenn sie ihre Rechte im Ausland ausüben möchten.

Da rechtliche Unsicherheiten dieser Art die Finanzstabilität und das Wachstum behindern, untersucht die Europäische Kommission seit mehreren Jahren die Barrieren zwischen den Wertpapiermärkten, um einen stabilen und effizient funktionierenden Binnenmarkt zu schaffen. Die Schaffung einer Kapitalmarktunion dürfte diese Initiative beschleunigen.

Die weitere Harmonisierung von Regeln und Standards ist entscheidend, um Kosten verursachende Barrieren zu beseitigen (insbesondere die Giovannini-Barrieren) und die Komplexität für Investoren und Unternehmen zu reduzieren. Initiativen auf diesem Gebiet, die auf dem Single Rulebook als einheitlichem Regelwerk basieren, sollten die Attraktivität von Investments und die Kapitalrenditen erhöhen und damit das Wirtschaftswachstum anregen.

3.6 Gestaltung der unterstützenden regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen

Die Gestaltung der unterstützenden regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen, auf denen die Kapitalmarktunion aufbaut – sowohl in der EU als auch weltweit – ist eine wesentliche Voraussetzung, um ein nachhaltiges Umfeld zu schaffen, in dem Wachstumsinitiativen Erfolg haben können.

Wichtige Elemente sind regulatorische Korrekturen/Anpassungen, eine effiziente Aufsicht, Drittstaatenregelungen und der „Grundsatz der Gegenseitigkeit“ sowie die Vermeidung regulatorischer Arbitrage.

3.6.1 Regulatorische Korrekturen/Anpassungen

Die vorige EU-Kommission brachte wichtige regulatorische Initiativen (CRD IV/CRR, MiFID II/MiFIR, EMIR, CSDR, AIFMD, OGAW V usw.) auf den Weg, die unter dem Dach der Kapitalmarktunion integriert werden sollten. Mit diesen Initiativen werden viele der oben genannten Grundprinzipien und Elemente adressiert. Sie müssen jedoch umgesetzt und angewandt werden.

„Diese neuen Regeln verbessern die Funktionsweise der Kapitalmärkte zum Nutzen der Realwirtschaft. Sie sind ein wichtiger Schritt zur Etablierung eines sichereren, offeneren und verantwortungsvolleren Finanzsystems und zur Wiederherstellung des Anlegervertrauens nach der Finanzkrise.“

Michel Barnier, ehemaliger EU-Kommissar für Binnenmarkt und Dienstleistungen

Vor diesem Hintergrund sollte die Kapitalmarktunion auf bestehenden regulatorischen Elementen aufbauen und sicherstellen, dass diese vollständig umgesetzt werden (z.B. gab es im Jahr 2014 etwa 400 delegierte Rechtsakte). Regulierungs- und Aufsichtsbe-

hörden sollten untersuchen, wie bestehende und kürzlich eingeführte Regulierungsmaßnahmen in der Praxis funktionieren, die Auswirkungen analysieren und sicherstellen, dass Überschneidungen oder Fehlinterpretationen behoben werden, sowie die Lücken und mögliches Marktversagen klar identifizieren, bevor sie neue Regeln ausarbeiten. Rechtssicherheit ist für Unternehmen von großer Bedeutung.

Die verschiedenen Regeln für Finanzmarktinfrastrukturen sind häufig nicht ausreichend harmonisiert. Es beginnt mit Querverweisen, Doppelungen und widersprüchlichen Definitionen in den verschiedenen Gesetzestexten zur Finanzmarktregulierung. Hier wäre eine „Omnibus“-Regulierung – als übergeordnete Regulierung – zur Definition einer einheitlichen Terminologie hilfreich. Darüber hinaus sollten die Unterschiede bei den Regeln für die Corporate Governance angeglichen werden. Dies könnte gleichfalls im Zuge der Omnibus-Regulierung geschehen.

Die Kapitalmarktunion sollte sicherstellen, dass das langfristige Ziel darin besteht, die regulatorische Belastung auf das Wesentliche zu reduzieren. Mit Blick auf die Finalisierung, Umsetzung und Anwendung bestehender regulatorischer Initiativen müssen außerdem nicht zu Ende gebrachte Punkte geklärt werden. **Das Zusammenwirken von verschiedenen Regelwerken muss analysiert werden, um unbeabsichtigte Folgen zu vermeiden.** Überflüssige oder fehlgeleitete Regulierungen verursachen Kosten für Unternehmen und entziehen wertvolle Mittel, die stattdessen für Innovationen und die Generierung von Wachstum verwendet werden könnten. Das übergeordnete Ziel sollte die Schaffung eines **attraktiveren Umfelds** für Unternehmen und Investoren sein.

3.6.2 Effiziente Aufsicht

Auf der Grundlage des Subsidiaritätsprinzips wird die geeignete Handlungsebene im Bereich der geteilten Zuständigkeiten zwischen der EU und den Mitgliedstaaten ermittelt. Dabei kann es sich um eine Maßnahme auf europäischer, nationaler oder lokaler Ebene handeln. Grundsätzlich sollte die Union nur dann tätig werden, wenn sie in der Lage ist, effizienter zu handeln als die Mitgliedstaaten.

Im Hinblick auf die europäische Finanzaufsicht bietet sich ein zweigeteiltes Bild: Einerseits hat jeder der 28 Mitgliedstaaten seine eigene nationale Regierung sowie Regulierungs- und Aufsichtsbehörden, die den jeweiligen Heimatmarkt am besten kennen. Es ist zu überlegen, ob es nötig oder gar wünschenswert ist, die europäischen Institutionen mit der Kapitalmarktaufsicht zu betrauen. Die Übertragung nationaler Souveränität auf die supranationale europäische Ebene wäre ein einschneidender Eingriff und bedürfte der Zustimmung der politischen Entscheidungsträger und Wähler der einzelnen Staaten. Andererseits wurden mit der Bankenunion – 120 Banken unter der direkten Aufsicht der EZB – die Aufsichtsbefugnisse zusammengefasst und der EZB übertragen. Begründet wurde dieser Schritt damit, dass so grenzüberschreitende Vergleiche und die frühzeitige Erkennung von Risiken ermöglicht werden. Darüber hinaus wird die Gefahr gemindert, dass nationale Aufsichtsbehörden Unternehmen aus dem eigenen Land bevorzugt behandeln könnten.

Für die Kapitalmärkte wurde die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) eingerichtet; Vertreter der nationalen Aufsichtsbehörden sind im Rat der Aufseher der ESMA an gemeinsamen Entscheidungen beteiligt. In der derzeitigen Fassung ist dies eine Kombination aus nationaler und europäischer Aufsicht.

Derzeit werden die europäischen Finanzmarktinfrastrukturen unterschiedlich beaufsichtigt: Börsen und Zentralverwahrer durch nationale Aufsichtsbehörden, zentrale Gegenparteien durch nationale Aufseher in Verbindung mit Aufsichtskollegien, Transaktionsregister durch die ESMA.

Die Kapitalmarktunion sollte auf einer effizienten Aufsichtsstruktur aufbauen. Deshalb sollte das **Subsidiaritätsprinzip**, bei dem die primäre Verantwortung bei national zuständigen Behörden liegt, beibehalten und Redundanzen vermieden werden. Falls europäische Aufsichtsstrukturen eingeführt werden, **sind klare Verantwortungsbereiche sowie Regeln für die Entscheidungsfindung und Verfahren** erforderlich, um **effiziente Prozesse** im Hinblick auf die Marktteilnehmer zu ermöglichen, da auch die Zeit eine wichtige Komponente darstellt.

3.6.3 Drittstaatenregelungen

Da in der EU derzeit viele neue regulatorische Initiativen umgesetzt werden und aufgrund der Tatsache, dass es sich bei Kapitalmärkten um globale Märkte handelt, ist die Anerkennung von Dienstleistern aus Drittstaaten ebenfalls ein wichtiges Thema. Im Allgemeinen sollten die gleichen Anforderungen für Unternehmen aus Drittstaaten, die ihre Dienste in einem EU-Mitgliedstaat anbieten, gelten, um die europäischen Standards aufrechtzuerhalten. Möglicherweise weniger strikte Standards von Drittstaaten für die gleichen Dienstleistungen sollten nicht via Anerkennungsverfahren eingeführt werden. Besonders sensibel ist dies im Hinblick auf den ausländischen Wettbewerb, der sich auf das Wachstumspotenzial von EU-Unternehmen auswirken könnte. **Insofern muss ein faires Gleichgewicht gefunden werden, wie Nicht-EU-Unternehmen ihre Dienstleistungen in Europa anbieten können.**

Es ist zu beachten, dass die Märkte in anderen Ländern hohe Eintrittsschranken haben können. Dies ist ein weiterer Grund, Initiativen in Betracht zu ziehen, die sicherstellen, dass EU-Marktteilnehmer ihre Dienstleistungen außerhalb der EU zu den gleichen Bedingungen anbieten können wie Nicht-EU-Anbieter. Es sollte beispielsweise sichergestellt werden, dass die strengen europäischen Anforderungen an das Risikomanagement maßgeblich dafür sind, ob Unternehmen aus Drittstaaten ihre Dienstleistungen anbieten dürfen. Sollten Akteure aus Drittstaaten auf der Basis ihrer weniger strikten heimischen Rechtsordnung in der EU aktiv werden können, würden die hohen EU-Risikostandards untergraben. In dieser Hinsicht sollte in Bezug auf Drittstaatenregelungen Gegenseitigkeit gefordert werden.

3.6.4 Vermeidung regulatorischer Arbitrage

Aufgrund des **globalen Charakters der Kapitalmärkte** ist die Koordinierung der Aufsicht sowohl innerhalb als auch außerhalb Europas wichtig, um gleiche Bedingungen sicherzustellen und die europäische Wettbewerbsfähigkeit aufrechtzuerhalten. Bei der Gestaltung der Kapitalmarktunion sollte man sich bewusst sein, dass sich das Kapitalmarktgeschäft leichter ins Ausland verlagern lässt als traditionelle Bankdienstleistungen. Deshalb sollte **sichergestellt werden, dass die von Institutionen wie der Internationalen Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden, der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich und dem Finanzstabilitätsrat festgelegten globalen Standards und Regeln bei der Ausarbeitung von EU-Regulierungen sorgfältig beachtet werden, um eine regulatorische Arbitrage zu vermeiden, die negative Auswirkungen auf das Wachstum haben könnte.**

Beispielsweise sollten Sicherheitsstandards, Maßnahmen zur Risikominderung und Datenschutzvorschriften auf höchstmöglichem Niveau festgelegt werden. Ein **„Unterbietungswettlauf“ ist zu vermeiden**, damit einzelne Marktakteure keine Möglichkeit haben, regulatorische Lücken auszunutzen. Nationale Alleingänge bei Regulierungen sollten ebenfalls vermieden werden.

Die konstante Verbesserung der **regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen**, sowohl innerhalb der EU als auch weltweit, ist eine wesentliche Voraussetzung für die **Schaffung eines Umfelds**, in dem Initiativen zur **Stimulierung von Wachstum** Erfolg haben können.

4. Fazit

Die Realisierung einer **Kapitalmarktunion in den 28 EU-Mitgliedstaaten** wäre eine bedeutende Errungenschaft für die europäische Integration. Die Aufgabe ist zwar komplex, doch ist jetzt der richtige Zeitpunkt, sich auf die **Erschließung nicht-bankbasierter Finanzierungsquellen zur Förderung eines nachhaltigen Wirtschaftswachstums und zur Ankurbelung der Beschäftigung in Europa zu konzentrieren.**

Mittlerweile wurden bereits bedeutende Fortschritte erzielt, insbesondere in regulatorischer Hinsicht

– mit dem Schwerpunkt auf der Krisenbewältigung. Es ist jedoch von entscheidender Bedeutung, dass sich im Rahmen der Kapitalmarktunion der Schwerpunkt weg von der reinen Krisenbewältigung hin zu einer stärkeren Wachstumsorientierung bewegt – verbunden mit der Stärkung des einheitlichen Rechtsrahmens (Single Rulebook).

Die Elemente der Kapitalmarktunion lassen sich in sechs Grundprinzipien gruppieren, die eine wesentliche Voraussetzung für das Erreichen der Ziele des Projekts darstellen:

1. **Entwicklung von Initiativen zur Wiederherstellung des Vertrauens in die Finanzmärkte**, um die Nachfrage nach neuen Finanzierungsquellen zu stimulieren. Gut informierte, fachkundige Anleger sind eher bereit, in EU-Unternehmen zu investieren. Gut informierte Unternehmen suchen nach den besten Finanzierungsmöglichkeiten.
2. Zur Belebung des Wirtschaftswachstums in Europa ist eine **bessere Verfügbarkeit von nicht-bankbasierten Unternehmensfinanzierungen** notwendig. Eine funktionierende Kapitalmarktunion bietet Investoren und Unternehmen Wahlmöglichkeiten.
3. **Die Förderung von Finanzstabilität** ist eine unabdingbare Voraussetzung für Wachstum und Beschäftigung. Ein Mangel an Finanzstabilität führt zu wirtschaftlicher Instabilität, wie die jüngste Krise gezeigt hat. Um systemische Risiken zu minimieren und gut funktionierende Märkte zu schaffen, müssen Sicherheit und Integrität sichergestellt sein. Es ist wichtig, dass die auf erhöhte Finanzstabilität ausgerichteten G20-Ziele und europäischen Regelwerke (EMIR, CRD IV, CSDR) weiter umgesetzt und tatsächlich angewandt werden.
4. **Die Erhöhung der Transparenz für Anleger und Aufsichtsbehörden** ist eine wesentliche Voraussetzung für Finanzstabilität, da Transparenz die Preisfindung verbessert und das Anlagerisiko reduziert. Um zusätzliche Kosten für Anleger und Aufsichtsbehörden zu vermeiden, sollte die Datenbereitstellung für Transparenzzwecke nur da vorgeschrieben sein, wo dies nötig ist.
5. **Die Harmonisierung von Regeln und Standards** ist entscheidend, um Kosten verursachende Barrieren zu beseitigen und die Komplexität für Investoren und Unternehmen zu reduzieren. Initiativen auf diesem Gebiet, die auf dem Single Rulebook als einheitlichem Regelwerk basieren, sollten die Attraktivität von Investments und die Kapitalrenditen erhöhen und damit das Wirtschaftswachstum anregen.
6. **Eine kontinuierliche Gestaltung der unterstützenden regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen**, sowohl in der EU als auch weltweit, ist wichtig, um ein Umfeld zu schaffen, in dem Initiativen zur Wachstumsförderung Erfolg haben können.

Maßnahmen im Einklang mit diesen Prinzipien und die Verwirklichung vertiefter Kapitalmärkte dürften bedeutende positive Auswirkungen haben. Der Wissenschaftliche Dienst des Europäischen Parlaments schätzt, dass der **potenzielle Effizienzgewinn aus voll integrierten und effizient regulierten EU-weiten Finanzmärkten bei rund 63 Mrd. € pro Jahr liegt**. Marktintegration bedeutet geringere Kosten und damit auch günstigere Preise. Schätzungen der Einsparungen für KMU nach einer erfolgreichen Umsetzung der Initiativen bewegen sich bei rund 53 Mrd. €. ²³⁾

Angesichts des hohen Anteils von Bankfinanzierungen im Vergleich zur nicht-bankbasierten Finanzierung **besteht Spielraum für eine Zunahme der nicht-bankbasierten Finanzierungen in Europa. Damit könnte die Finanzierungslücke geschlossen werden, die durch die Bereinigung der Bankbilanzen entsteht**. Europa sollte zwar nicht versuchen, das US-Modell nachzuahmen; der Vergleich ist jedoch nützlich, um zu verstehen, welche Initiativen Veränderungen fördern könnten, und um das Potenzial einschätzen zu können.

Die Denkfabrik „New Financial“ schätzt aufgrund Ihrer Untersuchungen, **dass die Unternehmen über 1 Bio. € zusätzliches Kapital beschaffen könnten, wenn Europa bis 2020 die Hälfte der Lücke bei der Kapi-**

talmarktfinanzierung zu den USA schließen würde. Dieses Vorgehen würde zur Entlastung der Bankbilanzen beitragen und die Banken in die Lage versetzen, ihre Kreditvergabe auf KMU zu konzentrieren, die zu klein sind, um alternative Finanzierungsformen zu nutzen.

Als regulierter Marktinfrastrukturanbieter für die globalen Kapitalmärkte und Marktplatzorganisator ist die Gruppe Deutsche Börse ein wichtiger Marktakteur. **Marktinfrastrukturanbieter sind gut aufgestellt, um im öffentlichen Konsultationsprozess einen Beitrag zur Gestaltung der Kapitalmarktunion zu leisten**.

Deshalb zielen die in diesem Papier dargelegten Elemente und Grundprinzipien darauf ab zu erläutern, wie das Konzept einer **funktionierenden Kapitalmarktunion** in der Praxis aussehen könnte. **Angesichts der potenziellen ökonomischen Vorteile und Effizienzgewinne aus einer Vertiefung der Kapitalmärkte und der zu erwartenden positiven Auswirkungen auf Wachstum und Beschäftigung sollten politische Entscheidungsträger zeitnah einen Aktionsplan ausarbeiten und eine Vielfalt von Initiativen umsetzen, um das Konzept zu realisieren**.

23) Vgl. Europäisches Parlament 2012: Towards a genuine Economic and Monetary Union

5. Verzeichnis der Abbildungen

Abbildung 1	5
Zusammenfassung der Grundprinzipien der Kapitalmarktunion	
Abbildung 2	7
Wichtige gesamtwirtschaftliche Indikatoren	
Abbildung 3	8
Vergleich der Bankfinanzierung mit der nicht-bankbasierten Finanzierung in Europa, den USA und Asien	
Abbildung 4	10
Quellen der Bankfinanzierung und nicht-bankbasierten Finanzierung	
Abbildung 5	11
Grundprinzipien der Kapitalmarktunion	
Abbildung 6	21
Wie zentrale Gegenparteien systemische Risiken im Finanzsystem reduzieren	
Abbildung 7	23
Gegensätzliche Präferenzen im Hinblick auf die Aktientransparenz	
Abbildung 8	24
Derivate-, Aktien-, Anleihen- und Devisenmärkte – Börsenhandel und außerbörslicher Handel	
Abbildung 9	28
Prozesskonsolidierung im Rahmen des entstehenden Nachhandelsmodells	
Abbildung 10	29
Giovannini-Barrieren, die durch T2S und CSDR beseitigt werden	

6. Quellenverzeichnis

- Better Finance for All 2014.** Better Finance-Manifest für die Europawahlen 2014. Saving for Growth and Jobs.
- Centre for European Reform 2014.** Unlocking Europe's Capital Markets Union. Oktober 2014.
- Clearstream und Elton Pickford 2014.** Collateral optimisation – the value chain of collateral: Liquidity, cost and capital perspectives.
- Deutsche Bank Research 2015.** Mittelstandsfinanzierung im Euroraum – Neue Lösungen für ein altes Problem. Januar 2015.
- Europäische Kommission 2012.** The Debt-Equity Tax Bias: Consequences and Solutions. Juli 2012.
- Europäische Kommission 2013.** Fakten und Zahlen über die kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) der EU. (http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/index_de.htm)
- Europäisches Parlament 2012.** Towards a genuine Economic and Monetary Union.
- EZB.** Giovannini barriers to be reduced by T2S. (<https://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/about/html/giovannini.en.html>)
- EZB 2014.** Survey on the access to finance of enterprises of the euro area. April bis September 2014.
- Giovannini-Gruppe 2003.** Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements. April 2003.
- Gomber, Peter und Pierron, Axel 2010.** MiFID – Spirit and Reality of a European Financial Markets Directive. September 2010.
- Gruppe Deutsche Börse 2009.** The Global Derivatives Market – a Blueprint for Market Stability and Integrity. September 2009.
- Gruppe Deutsche Börse 2014.** How central counterparties strengthen the safety and integrity of financial markets. Juli 2014.
- Gruppe Deutsche Börse 2014.** The T2S Opportunity – Unlocking the hidden benefits of TARGET2-Securities. September 2014.
- Hill, Jonathan 2014.** Capital Markets Union – finance serving the economy. Eröffnungsrede bei der Konferenz "Finance for growth – Towards a Capital Markets Union". 6. November 2014.
- IOSCO 2014.** Strategic Framework for Financial Investor Education and Financial Literacy. Abschlussbericht. Oktober 2014.
- Kaserer, Christoph und Rapp, Marc Steffen 2014.** Capital Markets and Economic Growth. Long-Term Trends and Policy Challenges. März 2014.
- Kwan, Amy; Masulis, Ronald und McInish, Thomas 2014.** Trading Rules, Competition for Order Flow and Market Fragmentation. April 2014.
- Llewellyn Consulting 2014.** Financing Europe's Investment and Economic Growth. Juni 2014.
- Maijoor, Steven 2014.** Investor Protection and an integrated EU-Capital Market. Rede bei der Konferenz „Better Finance for All – International Investor's Conference 2014: Shareholder Rights in Europe 2020“. 9. Dezember 2014.
- New Financial 2014.** Driving Growth: Making the Case for Bigger and Better Capital Markets in Europe. Oktober 2014.

7. Weiterführende Literatur

Deutsches Aktieninstitut 2014. The Road to Growth: Setting Capital Markets Regulation Right. Guiding Principles for a Capital Markets Union. November 2014.

Europäische Kommission 2014. A Partial and Fragile Recovery. Jahresbericht zu europäischen KMU 2013/2014.

Finance Watch 2014. A missed opportunity to revive „boring“ finance? Dezember 2014.

Handelsblatt Research Institute 2013. Factbook Aktie. Juli 2013.

Martinez, Joseba und Philippon, Thomas 2014. Does a Currency Union Need a Capital Market Union? Vortrag bei der 15. Jacques Polak Annual Research Conference des Internationalen Währungsfonds, Washington, DC. 13. – 14. November 2014.

Oliver Wyman 2014. Towards Better Capital Markets Solutions for SME Financing.

Véron, Nicolas 2014. Defining Europe's Capital Markets Union. Bruegel Policy Contribution, Ausgabe 12/2014. November 2014.

8. Liste der Abkürzungen

AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive, Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds	IPO	Initial public offering, Börsengang
BIP	Bruttoinlandsprodukt	KMU	Kleine und mittelständische Unternehmen
CCP	Central counterparty, Zentrale Gegenpartei	MAD	Market Abuse Directive, Marktmissbrauchsrichtlinie
CRR/CRD	Capital Requirements Regulation and Directive, Kapitaladäquanzverordnung und -richtlinie	MiFID	Markets in Financial Instruments Directive, Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente
CSD	Central securities depository, Zentralverwahrer	MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation, Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente
CSDR	Central Securities Depository Regulation, Regeln über Zentralverwahrer	MTF	Multilateral trading facility, Multilaterales Handelssystem
EMIR	European Market Infrastructure Regulation, Verordnung über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister	NZB	Nationale Zentralbank
ESMA	European Securities and Markets Authority, Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde	OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in übertragbaren Wertpapieren
EU	Europäische Union	OTC	Over-the-counter, außerbörslich
EZB	Europäische Zentralbank	T2S	TARGET2-Securities
G20	Gruppe der 20 größten Volkswirtschaften der Welt	USA	Vereinigte Staaten von Amerika
IOSCO	International Organization of Securities Commissions, Internationale Vereinigung der Wertpapieraufsichtsbehörden		

Herausgeber

Deutsche Börse AG
60485 Frankfurt am Main

Kontakt

Dr. Alexandra Hachmeister
E-Mail alexandra.hachmeister@deutsche-boerse.com

Sujata Wirsching
E-Mail sujata.wirsching@deutsche-boerse.com

Januar 2015
Bestellnummer 9000-4553

Weitere Exemplare dieser Broschüre können
bei der Publications Hotline bestellt werden:

Telefon +49-(0) 69-2 11-1 15 10

Fax +49-(0) 69-2 11-1 15 11

Redaktionelle Anmerkung

Zitate wurden teilweise vom Herausgeber übersetzt.