

Stellungnahme

des Bankenverbandes zum Grünbuch der Europäischen Kommission
„Langfristige Finanzierung in Europa“

21. Juni 2013

A) Vorbemerkung

Regulatorische Veränderungen belasten Kreditvergabe

Der Feststellung des Berichts, dass die Fähigkeit der Banken in Europa, langfristige Kredite zu vergeben, eingeschränkt ist, stimmen wir zu. Die Ursachen sind zum Teil zyklischer Natur, da eine Erhöhung der Kapitalanforderungen mit dem Wiederauffüllen von Kapitalreserven in einem Niedrigzinsumfeld zusammenfallen. Sie reflektieren zudem weitere Änderungen des Marktumfelds. Wesentliche Ursache für eine zunehmende Zurückhaltung der Banken bei langfristigen Finanzierungen sind aber die erhöhten **Kapitalanforderungen** und die neuen **Liquiditätsvorschriften**. Diese regulativen Änderungen werden letztlich auch zu einem langfristig höheren Preisniveau – speziell für langfristige Finanzierungen – führen.

Hohe Unsicherheiten und konjunkturelle Einbrüche wirken negativ

Gleichzeitig ist aber auch die **Nachfrage** von Unternehmen nach langfristiger Finanzierung in Teilen Europas zyklisch bedingt zurückgegangen. Einerseits war (auch) der private Sektor bestrebt, Verschuldungen abzubauen und die eigene Finanzierungsstruktur zu diversifizieren. Andererseits hat das volatile Klima und die hohe Unsicherheit bezüglich künftigen Wachstums in vielen Regionen der Welt, auch bedingt durch die simultane Sparpolitik öffentlicher Haushalte in Europa, zu einer deutlichen Zurückhaltung bei Investitionen und damit der Kreditnachfrage beigetragen.

Bankfinanzierung und Universalbanken haben sich bewährt

Die Erfahrungen in Deutschland in der Wirtschaftskrise 2008/2009 haben gezeigt, dass **stabile Hausbankbeziehungen und ein breit aufgestelltes Universalbanksystem** die besten Voraussetzungen für die Liquiditätssicherung der Unternehmen und die Verfügbarkeit gerade auch langfristiger Finanzierungsmittel sind. Sie haben in volatilen Marktperioden den Unternehmen ein hohes Maß an Kontinuität und Flexibilität gesichert, die Anpassung an neue wirtschaftliche Situationen ermöglicht und so zu einer schnellen wirtschaftlichen Erholung beigetragen. Diese Flexibilität erklärt auch die im langjährigen Ländervergleich niedrige strukturelle Insolvenzrate deutscher Unternehmen.

Unternehmen sollten die Freiheit und die Möglichkeit haben, ihre Finanzierungsstrategie – und damit auch ihre Finanzierungsquellen und ihre Finanzierungspartner – flexibel und bedarfsgerecht zu planen. Dies bedeutet die Auswahl zwischen dem klassischen bilateralen Bankkredit, Zugang zum Markt für Fremdkapital ebenso wie Zugang zu Eigenkapital. Bei allen Finanzierungsformen ist die breit aufgestellte Universalbank der wichtigste Finanzierungs- und Dienstleistungspartner der Unternehmen.

Die Schlussfolgerung des Grünbuchs, dass es notwendig wäre, neben Banken andere Strukturen zur Bereitstellung langfristigen Kapitals zu fördern, scheint im Umfeld einer Debatte um „Schattenbanken“ und vor dem Hintergrund der Probleme des „Originate to Distribute“-Modells fraglich. Es stellt sich die Grundsatzfrage, woher dieser angebliche Bedarf kommt und warum die Kommission meint, dass die neuen Intermediäre die Funktion der Unternehmensfinanzierung besser ausfüllen können. Unstrittig sollte sein, dass Banken nach wie vor bestrebt und darauf angewiesen sind, Kredite an Unternehmen zu vergeben, um eine angemessene Verzinsung der ihnen überlassenen Einlagen bei gleichzeitiger Risikostreuung zu gewährleisten. Maßnahmen sollten sich daher darauf konzentrieren, Hindernisse abzubauen und die Verzerrung von Risikoprämien, die durch ungleiche Rahmenbedingungen entstehen kann, möglichst zu verhindern.

Gerade die Erfahrungen der Wirtschaftskrise 2008/2009 in Deutschland haben gezeigt, dass das Bankensystem nicht versagt hat. Dass Banken in Zeiten düsterer Wirtschaftsaussichten, wie sie in vielen Teilen Europas heute herrschen, bei der Kreditvergabe zurückhaltend sein müssen, ist dazu kein Widerspruch, sondern zwingende betriebswirtschaftliche Voraussetzung eines gesunden Bankensystems.

Voraussetzungen für langfristige Bankfinanzierungen müssen erfüllt bleiben

Zu Recht wird gefordert, dass Banken für Risiken angemessen vorsorgen sollen, dass Einlagen sicher sein müssen und dass die Banken ihren Beitrag zur Finanzierung der Wirtschaft leisten sollen. Diese regulatorischen Ziele und Forderungen können aber nicht erreicht werden, wenn Banken nur noch begrenzte Möglichkeiten haben, die ihnen zur Verfügung stehenden Mittel angemessen einzusetzen. Erforderlich ist eine **verantwortungsvolle Kreditvergabe** nach Grundsätzen der individuellen Kreditanalyse, aber auch einer sachgerechten Kreditstreuung.

Ziel ist es, hierbei (Risiko-)Prämien zu erzielen, die eine angemessene Verzinsung von Einlagen erlauben und den Aufbau von Kapitalpuffern sicherstellen, um Ausfälle abzufangen. Ein Abschmelzen der Risikoprämien bis zu einem Punkt, an dem Banken aus Risikoerwägungen heraus keine Kredite mehr vergeben können, muss vermieden werden.

Ergänzung des Bankkredits durch Kapitalmarktfinanzierung sinnvoll

Die Langfristfinanzierung ist in Europa mit ihren verschiedenen länderspezifischen Besonderheiten historisch gewachsen, fest verwurzelt und bewährt. **Es gibt** vor diesem Hintergrund – ungeachtet des Reformbedarfs hinsichtlich der regulatorischen Rahmenbedingungen in Folge der Finanzkrise – **keinen Grund, künftig vorwiegend auf marktbasiertere Finanzierungsformen zu setzen.** Die Banken sollten auch weiterhin – als Intermediäre mit jahrzehntelanger Erfahrung – als Finanzpartner in der Langfristfinanzierung ihre wichtige Rolle in der Kreditvermittlungskette beibehalten.

Das deutsche bzw. europäische Modell der bankbasierten Unternehmensfinanzierung kontrastiert mit dem US-amerikanischen, dem kapitalmarktnäheren „Originate to Distribute“-Modell. Aufgrund der Fragmentierung des dortigen Bankensystems ist es einer Hausbank meist gar nicht möglich, größere Kredite an Unternehmen zu vergeben, was zu einer deutlich größeren Rolle des Kapitalmarktes führt. Dies birgt für Kreditnehmer allerdings ein erhöhtes Refinanzierungsrisiko – eine Anschlussfinanzierung ist nicht mehr primär von den wirtschaftlichen Daten des Unternehmens abhängig, sondern auch stark durch Marktparameter bedingt. Folge ist eine erhöhte Zahl von liquiditätsbedingten Insolvenzen im Vergleich zu einer Situation, in der der Bankkredit als Finanzierungsform dominiert und somit die kreditgebende Bank selber im Risiko steht.

Im Sinne einer Diversifizierung der Unternehmensfinanzierung ist eine **Ergänzung** der langfristigen Finanzierung über Bankkredite **durch andere Finanzierungsformen** ausdrücklich zu begrüßen. Problematisch wird der im Grünbuch angedeutete Weg allerdings, wenn auf der einen Seite die Kosten für die langfristige Kreditvergabe für Banken regulatorisch erhöht werden, während auf der anderen Seite durch die Begünstigung von „alternativen“ Finanzierungsmodellen ein Druck auf Zinsen ausgeübt wird, der dazu führt, dass Banken die notwendigen Kosten im Markt nicht mehr durchsetzen können und Nachteile der Kapitalmarktfinanzierung ausgeblendet werden.

Für den Kapitalmarktzugang stehen verschiedene Instrumente zur Verfügung. So können deutsche Unternehmen auf die gerade für den Mittelstand sehr wichtige Finanzierungsform des Schuldscheindarlehens zugreifen, und ab einer gewissen Größe steht ihnen auch der Markt für Unternehmensanleihen offen. Bei all diesen Finanzierungsformen und Zwischenausprägungen spielt die **Hausbank** des Unternehmens eine wichtige Rolle. Sie kennt das Unternehmen, bleibt in der Regel „im Risiko“ und berät bei einer Diversifizierung der Finanzierungsquellen. Einer Bank mit integriertem Geschäftsmodell ist es dabei möglich, Kredite für ihre Kunden auf Anfrage von institutionellen Investoren zu vermitteln. Dies hilft, die Kreditkapazität eines Unternehmens auszuschöpfen, ohne gleichzeitig zu Konzentrationsrisiken bei der Bank zu führen. Die **Nähe zum Kunden** ist hierbei ausschlaggebend.

Level-playing field zwischen Bank- und Kapitalmarktfinanzierung erforderlich

Wir stimmen der Kommission zu, dass es notwendig ist, den Zugang von Unternehmen zu langfristigen Finanzierungen sicherzustellen. Auch stehen wir grundsätzlich der Förderung von Formen der langfristigen Finanzierung positiv gegenüber. Voraussetzung ist allerdings die **Bewahrung eines „level-playing field“**, das es erlaubt, die tatsächlichen Risikokosten auch im Markt durchzusetzen. Das Augenmerk muss hier vor allem auf Verzerrungen gelegt werden, die durch unterschiedliche regulatorische Behandlungen von ökonomisch gleichwertigen Transaktionen – abhängig von der gewählten Rechtskonstruktion (zum Beispiel Kredit, Verbriefung, Versicherung, Anleihe, etc.) – führen. Sollten in Zukunft vermehrt institutionelle Investoren oder Versicherungen als Finanzintermediäre zum Zuge kommen, ist es im Interesse des Kunden-

schutzes und der Marktstabilität zwingend, diese Akteure gleichen regulatorischen Anforderungen zu unterstellen. Bei den Überlegungen für alternative langfristige Finanzierungen sind die Auswirkungen und mögliche Risiken umfassend zu beachten. So ist beispielsweise sicherzustellen, dass keine Wanderungsbewegungen aus einem gut regulierten Umfeld in ein weniger gut reguliertes Umfeld und damit regulatorische Arbitragemöglichkeiten entstehen – Stichwort: **Schattenbanken**. Um dies zu gewährleisten, muss die Aufsicht über diese Unternehmen stärker entlang von Geschäftsfeldern ausgerichtet sein.

Um Wettbewerbsverzerrungen im internationalen Maßstab zu verhindern, sollte ein einheitliches Regelwerk zur Regulierung von Banken nicht nur für die EU, sondern auch darüber hinaus insbesondere in den USA, zur Geltung kommen.

Umfassende Auswirkungsstudie der Bankenregulierung erforderlich

Seit Ausbruch der Finanzmarktkrise sind an vielen Stellen wichtige und richtige Regulierungsmaßnahmen in Gang gesetzt worden. Notwendigerweise haben die Regulatoren – gerade unter dem immensen Zeitdruck – vielfach nur die einzelne Maßnahme in den Blick nehmen können; Zeit und Kapazität für eine umfassende Folgenabschätzung, die die Wirkungen der einzelnen Maßnahmen in den Kontext der Gesamtregulierung setzt, bestanden nicht. Eine Abschätzung der kumulierten Wirkung der verschiedenen Maßnahmen konnte ebenfalls nicht vorgenommen werden.

Im Grünbuch wird erstmalig aufgeführt, dass „beim Blick auf alle bereits erfolgten und noch geplanten Änderungen der aufsichtsrechtlichen Vorschriften für die verschiedenen Finanzakteure geprüft werden muss, ob die kumulierten Effekte sich hinsichtlich der langfristigen makroökonomischen Kapitalbildung nicht stärker auswirken als die Summe der isolierten Einzelwirkungen der jeweiligen Reformen.“

Diesen Ansatz unterstützen wir nachdrücklich. Nach dem Abschluss der wesentlichen Maßnahmen der Finanzmarktregulierung und ihrer Umsetzung in die Praxis ist es Zeit, eine solche **umfassende Auswirkungsstudie der Wirkung sowohl der einzelnen Maßnahmen als auch ihrer Interdependenzen** vorzunehmen. **Dies setzt zwingend voraus, die getroffenen Maßnahmen zunächst einmal wirken zu lassen und ihre Wirkung zu beobachten – und von neuen Regulierungsmaßnahmen und der Überarbeitung der bestehenden Regulierung grundsätzlich Abstand zu nehmen.**

B) Zu den Fragen der Europäischen Kommission im Einzelnen

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

Ein dauerhaftes Wirtschaftswachstum und ein hoher Beschäftigungsstand erfordern langfristige Investitionen in jenen Bereichen, welche die Produktionskapazität einer Volkswirtschaft erweitern. Dazu gehören neben der Infrastruktur vor allem Unternehmensinvestitionen in Fabrikanlagen und Ausrüstungen, gewerbliche und private Immobilien, Bildung und Ausbildung sowie Forschung und Entwicklung.

Es ist daher von großer Bedeutung, dass die Finanzsysteme in der Lage sind, Ersparnisbildung und Finanzierungsbedürfnisse auf einem effizienten Weg zusammenzuführen. Dazu muss zunächst die Ersparnisbildung selbst attraktiv sein. Denn solange die Zinsen durch die von der EZB verfolgte Politik derart niedrig (real negativ) sind wie im Moment, fehlt jeglicher Anreiz, Geld langfristig anzulegen. Darüber hinaus sind sowohl ein breit gefächertes Angebot an Finanzierungsinstrumenten, als auch stabile grenzüberschreitende langfristige Kapitalflüsse erforderlich. Bisweilen wird auch darauf abgestellt, dass die Anbieter der Finanzierungsinstrumente über einen ausreichend langen Anlagehorizont verfügen müssen. Dies ist jedoch keine notwendige Voraussetzung für eine langfristige Finanzierung, soweit die Finanzierungsinstrumente wie etwa Aktien oder Unternehmensanleihen handelbar sind oder die Risiken mit Hilfe von Derivaten am Kapitalmarkt platziert werden können.

Alle Arten von Investitionen, gleich ob kurz- oder langfristig, beinhalten zahlreiche Risiken. Für den Erfolg jeder einzelnen Investition ist es in hohem Maße von Bedeutung, dass der Zinssatz verlässlich die Kapitalknappheit signalisiert. Ein stabiles Finanzsystem ist daher eine unverzichtbare Voraussetzung für die Finanzierung langfristiger Investitionen.

Auch langfristige Investitionen sollten **in erster Linie private Investitionen** sein. Nur wenn langfristige Investitionen einen „öffentlichen Gut“-Charakter haben, scheint eine Finanzierung durch die öffentliche Hand sinnvoll zu sein. Aber selbst dann sollte stets geprüft werden, ob derjenige, der das öffentliche Gut bereitstellt, auch derjenige sein muss, der es produziert. Öffentlich-Private Partnerschaften (ÖPP) sollten daher in der Überlegung zur langfristigen Finanzierung eine Rolle spielen. Dabei sollte man sich jedoch stets der Risiken dieses Modells bewusst sein sowie des Umstandes, dass ÖPP nicht fehlende Haushaltsmittel ersetzen können, sondern Mittel über viele Jahre binden.

Langfristige Investitionen werden nur getätigt, wenn die politischen und ökonomischen Rahmenbedingungen stabil sind und auch in Zukunft stabil sein werden. Diese Voraussetzungen werden in der EU weitgehend erfüllt. **Politische und ökonomische Stabilität** alleine genügen jedoch

nicht. Der Wirtschaftsstandort EU muss für Unternehmen hinsichtlich des Angebots qualifizierter Arbeitskräfte, international wettbewerbsfähiger Entlohnungs-, Besteuerungs- und Abgabenstrukturen sowie einer international wettbewerbsfähigen Infrastruktur attraktiv sein.

Das verfügbare Angebot an Mitteln zur Finanzierung langfristiger Investitionen wird sich nach der Qualität dieser Rahmenbedingungen richten. Dabei ist es aus ökonomischer Sicht unerheblich, aus welcher Quelle die Finanzierungsmittel fließen, solange es **einen offenen Kapitalmarkt** ohne Kapitalverkehrskontrollen und **effiziente Finanzintermediäre** gibt.

Von größerer Bedeutung ist die Frage, wie groß die Risiken einer langfristigen Finanzierung sind und wie sie bei der Finanzierung verteilt werden sollen. Ihre Beantwortung führt zu der Entscheidung, ob und gegebenenfalls in welcher Kombination Eigenkapital, Fremdkapital oder Steuermittel zum Einsatz kommen sollten.

Das Umfeld der langfristigen Finanzierung ist also aus Sicht des Bankenverbandes komplex. Ergänzend bleibt noch hervorzuheben, dass es innerhalb der Europäischen Union durchaus recht unterschiedliche Systeme der langfristigen Unternehmensfinanzierung wie auch unterschiedlich effiziente Ansätze einer Unterstützung der Langfristfinanzierung durch öffentliche Förderbanken gibt. Funktionierende Systeme sollten nicht infrage gestellt werden. Sinnvoll scheint uns zudem eine saubere Unterscheidung zwischen der Unternehmensfinanzierung im engeren Sinne und der Infrastrukturfinanzierung.

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

Wir halten zunächst die **Definition des FSB** für angemessen.¹

Darüber hinaus sollten aber auch Finanzierungen einbezogen werden, die mit kürzeren Laufzeiten finanziert werden, aber ihrem Zweck nach langfristiger Natur sind. Mit Blick auf diese Abgrenzung ist nach unserer Auffassung eine Unterteilung zwischen Finanzierungen ≤ 1 Jahr und > 1 Jahr im Sinne der Fristigkeit ausreichend, da zum Beispiel Finanzierungen von Investitionen in Maschinen auch regelmäßig Laufzeiten kleiner 5 Jahren aufweisen. Der Begriff sollte damit treffender **„Investitionsfinanzierungen in (Sach-) Anlagevermögen“** heißen.

Als langfristig sollten daher alle Mittel betrachtet werden, die einem Unternehmen entweder für einen fixen Zeitraum (der bereits bei 1 Jahr beginnen kann) oder „bis auf weiteres“ zur Ver-

¹ FSB Financial regulatory factors affecting the availability of long-term investment finance. „LT finance is defined as maturities of financing **in excess of five years**, including sources of financing that have no specific maturity (e.g. equities). LT investment finance is commonly defined as resources that support LT investment in the productive capacity of an economy. This includes: (i) public and private infrastructure; (ii) equipment and software; (iii) education and research and development (R&D); (iv) new housing and real estate development; and (v) construction of oil, gas and energy facilities. These investments tend to be less liquid, have maturities that extend beyond the business cycle, and are more exposed to changes in credit quality and inflation expectations rather than short-term market volatility.“ http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_130216a.pdf.

fügung stehen. Eine Beschränkung auf eine rein technische Definition des Vertragsverhältnisses wäre hier zu kurz gegriffen. So kann auch einem Betriebsmittelkredit, der regelmäßig verlängert wird, trotz einer buchhalterischen Kategorisierung als „kurzfristige Verbindlichkeit“ ökonomisch ein langfristiger Charakter zukommen.

Die Fristigkeit der notwendigen Finanzierung sollte sich (i) an dem Kapitalrückfluss der Investition und/oder (ii) an der Möglichkeit einer Anschlussfinanzierung orientieren. Die alleinige Festlegung an einem wie auch immer arbiträr bestimmten Laufzeitband ist wenig aussagekräftig.

In Erweiterung zu den dargestellten langfristigen Finanzierungen soll darauf hingewiesen werden, dass auch Investitionen zur Erschließung neuer Märkte und zur Kapazitätserweiterung durch Ausnutzung von Skalenerträgen durch Übernahme bestehender Produktionseinheiten, aber auch durch Marketing und ähnliche Maßnahmen erfolgen können. Eine zu enge Definition trägt damit der ökonomischen Realität nicht Rechnung. Gerade Markterschließungskosten, aber auch Sachinvestitionen oder Erhöhungen des Personalstockes haben häufig eine länger laufende Rückzahlungsperiode, die aus Kongruenzgründen eine längerfristige Finanzierung erfordert. Mit aufgenommen werden sollten allerdings auch der Aspekt der gesamten **Finanzierungsstruktur** eines Unternehmens und die Notwendigkeit von „ruhigem Kapital“ in mehr und mehr volatilen realwirtschaftlichen Märkten.

Es ist für die Unternehmen zum Beispiel immer wichtiger, auch eher kurzfristige Vermögenspositionen (Vorräte, Kundenforderungen) teilweise mit langfristigen Mitteln zu unterlegen. Hinzu kommt, dass die Unternehmen zunehmend interessiert sind (ohne enge Zweckbindung) über finanziellen Handlungsspielraum zu verfügen, um gegebenenfalls schnell und flexibel Investitions- und Akquisitionschancen, die sich kurzfristig ergeben, wahrnehmen zu können. Schließlich sollte vermieden werden, dass der Fokus zu sehr auf „Sachanlagen“ liegt. Bei vielen Unternehmen fließt heute mehr Geld in die **Forschung und Entwicklung** als in die Anschaffung von Maschinen und Anlagen. Dabei handelt es sich häufig ebenfalls um langfristige Investitionen; auch sie bedürfen einer langfristigen Finanzierung (die allerdings den besonderen Risiken solcher Maßnahmen Rechnung tragen muss).

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

Die maßgebliche Rolle der Banken ist die „Umlenkung der Finanzierungsquellen in produktive Investitionen“. Dies erfolgt im Rahmen der **Fristen- und Losgrößentransformation** als Kapitalsammelstelle und Finanzmarktintermediär. Wichtig in dem hier diskutierten Zusammenhang ist die Berücksichtigung der in der Praxis gebräuchlichen Verhaltensmuster und Stabilitätsannahmen.

Das Grünbuch scheint darauf abzuzielen, als Finanzierungsquelle langfristiger Investitionen Refinanzierungsquellen mit langer juristischer Laufzeit zu unterstellen. Das erforderliche Volumen für den unternehmerischen und den privaten Bereich wäre hier allerdings enorm, da gegenwärtig überwiegend kurzlaufende Einlagen gebündelt und der daraus angenommene stabile Teil zur Refinanzierung langfristiger Kredite herangezogen wird. Der Anteil von Einlagen mit tatsächlich langer juristischer Laufzeit dürfte dem gegenüber gering ausfallen. Gerade im gegenwärtigen Umfeld bestehender (politischer) Unsicherheiten und flacher Zinsstrukturkurven dürfte die Mobilisierung langfristiger Einlagen durch von den Banken zur Verfügung stehenden Maßnahmenmöglichkeiten eine große Herausforderung darstellen.

Universalbanken übernehmen neben der reinen Liquiditätsversorgung weit mehr Aufgaben (Beratung, Absicherungsgeschäfte, Zahlungsverkehr, Auslandsgeschäft etc.) und stehen dem Kunden **als stabile, verlässliche Ansprechpartner im Sinne einer auf Langfristigkeit ausgelegten Geschäftspartnerschaft** zur Verfügung. Die Kundenbeziehung nimmt eine Schlüsselrolle bei der Beurteilung der Funktion der Kreditwirtschaft ein.

Diversifizierende Ergänzungslösungen über den Kapitalmarkt oder institutionelle Anleger sind meist nur auf ein singuläres Produkt abgestellt und können die Aufgabe einer umfassenden finanzwirtschaftlichen Beratung des Kunden nicht übernehmen. Insbesondere für Kleine und Mittelständische Unternehmen (KMU) sind zudem die Transaktionskosten im Verhältnis zum relativ geringen nachgefragten Volumen hoch, so dass eine Kapitalmarktlösung oft nicht wirtschaftlich erscheint.

Es ist zudem festzuhalten, dass sich das **europäische Modell** mit seiner Ausrichtung auf Banken als wichtigste Finanzintermediäre **bewährt** hat. Dieses Modell entspricht der bestehenden Struktur, aber auch der Kultur eines Großteils der europäischen Wirtschaft.

Die Betrachtung der Kommission, Finanzierungslösungen über zum Beispiel Kapitalmarktfinanzierungen oder institutionelle Anleger zu suchen, lässt die Rolle der Banken als umfassender Finanzdienstleister der Kunden weit über die reine Liquiditätsversorgung hinaus außer Acht. Insbesondere für KMU sind neben dem Preis, der bei Kapitalmarktfinanzierungen im Vergleich zu Bankkrediten i. d. R. höher sein dürfte, auch Punkte wie langfristige Geschäftspartnerschaft, Stabilität der Gläubiger (gerade in schwierigen Unternehmenssituationen) und nicht zuletzt Unterstützung und Beratung bei der Strukturierung von unternehmensindividuellen Finanzierungsstrukturen relevant.

Die Vergangenheit hat gezeigt, dass dies ein wesentlicher Grund dafür ist, warum kleinere Unternehmen Zurückhaltung bei kapitalmarktbasierter Finanzierung und die damit verbundene Aufnahme zusätzlicher Gläubiger zeigen.

Banken sollten wegen ihrer besonderen Kompetenzen, insbesondere ihres Know-hows in der Risikobeurteilung, weiterhin eine große Rolle in der langfristigen Finanzierung spielen. Aber anders als in der Vergangenheit werden Banken weniger Kreditgeschäft über die eigene Bilanz

abwickeln können, sondern in Teilen in die Rolle eines Kreditvermittlers hineinwachsen müssen. Dies gilt vor allem in Bezug auf größere Kredite bzw. für größere Bankinstitute. Dem steht seitens vieler Anleger ein starkes Interesse an der Übernahme von Kredittranchen bzw. Kreditrisiken gegenüber, namentlich wenn es sich um Engagements im gehobenen (deutschen) Mittelstand handelt.

Es ist davon auszugehen, dass in der Bauphase von Infrastrukturprojekten Banken weiterhin die Fremdfinanzierung in großen Teilen zur Verfügung stellen werden, da andere Investoren wie Versicherungen, Pensionskassen oder auch Infrastrukturfonds die Risiken in dieser Phase nicht übernehmen können. Ab der Betriebsphase kann dann auf eine Finanzierung umgestellt werden, die die institutionellen Investoren in Teilen mit einbezieht, zum Beispiel über eine (Projekt-) Anleihe oder Fondsstruktur. Die bei den Banken dadurch frei werdenden Mittel können für neue Projekte genutzt werden. Unabhängig von der gewählten Finanzierungsstruktur ist es wichtig, dass die Bank auch nach Hereinnahme weiterer Partner maßgeblich an der Kreditsteuerung und am Risiko beteiligt bleibt.

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

Die Förderbanken des Bundes, der Länder und der EU können ein wichtiges Instrument sein, um insbesondere langfristige Finanzierungen für den Mittelstand zu erleichtern und so unbeabsichtigten Nebenwirkungen der aktuellen Regulierung entgegenzutreten. **In Deutschland existiert eine sehr ausdifferenzierte und leistungsfähige Förderlandschaft** (KfW, Rentenbank, Landesförderinstitute und Bürgschaftsbanken). Zum Teil werden Darlehensprogramme durch die Europäische Investitionsbank bereits kofinanziert. Prioritäres Ziel der heutigen Förderpolitik ist es, Investitionen in (Sach-)Anlagevermögen mittelständischer Unternehmen (hierbei besonders KMU) zinsgünstig und bei Bedarf mit Risikoübernahme (i. d. R. 50%ige optionale Haftungsfreistellung) zu finanzieren.

Der Förderauftrag der Förderbanken ist im Einklang mit dem Subsidiaritätsprinzip auszulegen. Demzufolge soll sich die Fördertätigkeit auf die Bereiche beschränken, in denen der Markt zu keinen vollständig befriedigenden Lösungen führt. Das ist vor allem bei Langfristfinanzierungen sowie Forschungs-, Entwicklungs- und Innovationsinvestitionen insbesondere im Mittelstand der Fall, zumal Förderbanken auch in unsicheren oder rezessiven Phasen langfristige Finanzierungen bereitstellen. Das politische Augenmerk bei der Weiterentwicklung des Förderangebotes sollte daher insbesondere in diesem Bereich liegen. So kann die Förderpolitik eine Anpassung an das neue Markt- und Regulierungsumfeld erleichtern. Ein **grundlegender Ausbau des Förderangebots ist derzeit nicht notwendig**.

Die besondere Expertise in der Risikoanalyse und das Know-how in der Entwicklung von Finanzierungskonzepten qualifizieren die Banken auch dazu, eine feste Rolle in der staatlichen Förderung der langfristigen Finanzierung zu übernehmen. Das Hausbankprinzip, wie es sich in Deutschland seit Jahrzehnten bewährt hat, muss Bestand haben. Hier sollte auf ein „level-playing field“ zwischen Förder- und Geschäftsbanken geachtet und dafür plädiert werden, bankaufsichtsrechtliche Regelungen auch für Förderbanken anzuwenden.

Sinnvoll könnte eine stärkere Trennung zwischen Infrastrukturfinanzierung (öffentlicher Auftraggeber) und Unternehmensfinanzierung durch Globaldarlehen etc. sein. Wichtig ist eine Harmonisierung auf europäischer Ebene, denn die Förderlandschaft ist sehr zersplittert. So bedarf es dringend einheitlicher Förderkriterien und Standards, auch um die Finanzierung grenzüberschreitender Investitionen zu erleichtern. Generell sollte der Fokus mehr auf Krediten und weniger auf Zuschüssen liegen.

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

Die langfristige Finanzierung von Unternehmen könnte verbessert werden, indem Unternehmen leichter Zugang zu Risikoübernahmen von Förderinstituten erhalten – beispielsweise durch Erweiterung der „Rückdeckung“ aus EU Mitteln.

Aus deutscher Sicht wird dringend dafür plädiert, eine Vergabe von Förderkrediten nicht an die bislang praktizierten **EU-KMU-Kriterien** zu knüpfen. Viele mittelständische Unternehmen sind im Zuge der Internationalisierung kräftig gewachsen. Um sie, die ein wesentlicher Motor des Wirtschaftswachstums in der EU sind, nicht von einer Förderung auszuschließen, sollten die Umsatzgrenzen auf mindestens 250 Mio. € oder gar 500 Mio. € (deutsches Modell) festgelegt werden.

In diesem Zusammenhang sollten auch die **Beihilfe-Kriterien** grundlegend überarbeitet werden (EG-Verordnung Nr. 800/2008 der Kommission vom 06.08.2008). Die maximale Beihilfeintensität differenziert nach Unternehmensgröße, nach Region (Fördergebiet ja/nein) sowie nach Investitionszweck (zum Beispiel Allgemeine Investitionen, Umweltschutz, Forschung & Entwicklung). Zur Stärkung der langfristigen Finanzierung wäre es wünschenswert, wenn auch die Fristigkeit der Finanzierung entsprechend gewürdigt würde.

Neben nationalen und multilateralen Entwicklungsbanken spielen staatliche **Exportkreditversicherungen** eine wichtige Rolle bei der Gewährleistung langfristiger Finanzierungen. Sie sichern Exporte gegen politische und wirtschaftliche Risiken ab, wodurch die Finanzierungsbereitschaft der Kreditinstitute erhöht wird, auch Geschäfte mit risikoreicheren Ländern und Abnehmern zu finanzieren, was letztlich die heimische Exportwirtschaft stärkt. Die Exportkreditversicherung führt auf Seiten der Banken zu einer Eigenkapitalentlastung und damit zu geringeren Kosten.

Im Zuge der Finanzmarktregulierung und Finanzmarktkrise stehen viele Banken weiterhin unter Druck, ihre Bilanzen zu verkürzen. Um weiterhin Exportfinanzierungen anbieten zu können, arbeiten die Institute daher an der Einbeziehung institutioneller Investoren in die staatlich gedeckte Exportkreditfinanzierung, wobei die Aufgabe der Kreditsteuerung weiterhin bei der Bank verbliebe. Hier ist sowohl auf Seiten der Investoren als auch der Aufsichtsbehörden noch mehr Wissen über und Verständnis für die Funktionsweise und den Charakter dieser Finanzierungsart aufzubauen.

Aufgrund des langfristigen Charakters von Exportkrediten ist die Refinanzierung dieser Kredite eine zentrale Aufgabe der Kreditinstitute. Auf dem Höhepunkt der Finanzmarktkrise stellte die Refinanzierung insbesondere in US-Dollar eine Herausforderung dar. Inzwischen hat sich die Lage deutlich entspannt. Durch die Einführung einer Verbriefungsgarantie und ihre Reform im Jahr 2011 schuf der deutsche staatliche Exportkreditversicherer Euler Hermes ein wirkungsvolles Instrument zur Refinanzierung von Finanzkrediten. Mittlerweile haben weitere europäische Länder ähnliche Instrumente eingeführt oder planen deren Einführung. Die Verbriefungsgarantie ist ein gutes Beispiel, wie Länder im Rahmen von Best Practice voneinander lernen und ihrer individuellen Haushaltslage entsprechende Lösungen erarbeiten können.

Wünschenswert wäre zudem die **Repofähigkeit staatlich gedeckter Exportkredite** bei der Europäischen Zentralbank. Diese würde weniger der langfristigen Refinanzierung der Institute dienen, als vielmehr die Nutzung staatlich gedeckter Exportkredite für die Liquidity Coverage Ratio (LCR) im Rahmen der CRD IV und damit die Erfüllung der Liquiditätsvorgaben erleichtern. Dies würde sich positiv auf die bankinterne Bedeutung der Exportfinanzierung und damit auf die Aufrechterhaltung oder Ausweitung dieses Geschäftsfeldes auswirken. Zudem wäre die Repo-fähigkeit eine attraktive Alternative zur Pfandbrieffinanzierung (Hermes-gedeckte Exportkredite sind deckungsstockfähig), da letztere komplex ist und auch nicht jeder Bank zur Verfügung steht.

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

Die kontinentaleuropäischen Finanzmärkte haben eine sehr viel geringere Tiefe als die angelsächsischen (u. a. wegen anders gestalteter Altersvorsorgesysteme). Das Interesse internationaler institutioneller Anleger kann diese mangelnde Tiefe des hiesigen Kapitalmarkts ein Stück weit ersetzen. Institutionelle Anleger wie Pensionskassen und Versicherungen verfolgen in der Regel eine ausgesprochen langfristig angelegte Investitionsstrategie, sodass sie für die Langfristfinanzierung eigentlich sehr geeignete Refinanzierer sind. Daher wäre es generell wünschenswert, wenn sich diese Investoren in höherem Maße als bisher in die Langfristfinanzierung einschalten würden. Derzeit ist ein entsprechender Trend auch zu erkennen.

Gegenwärtig ist aber durch die restriktivere Behandlung (kurzfristiger) institutioneller Einlagen eher davon auszugehen, dass institutionelle Einleger, auch oder gerade im Rahmen einer Portfoliobetrachtung, weniger stark zur Bereitstellung langfristig (modellierter) Refinanzierung beitragen können. Inwiefern sich eine juristisch lange Laufzeit (ohne Kündigungsrecht) mit den Cash-Management-Erfordernissen des Unternehmens vereinbaren lassen, wäre zu untersuchen.

Auch für institutionelle Anleger ist Liquidität (also Übertragbarkeit und Bewertbarkeit) einer Forderung wichtig. Dies erfordert im Allgemeinen ein gewisses Maß an Standardisierung der zugrunde liegenden Sicherheiten. Der **Pfandbrief** ist ein erfolgreiches Modell, Forderungen zu bündeln, liquide handelbar und damit attraktiv für institutionelle Anleger zu machen.

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

Anlagevorschriften müssten vermutlich verändert und angepasst werden; Investments in Unternehmen sind regulatorisch bislang begrenzt, ökonomisch betrachtet aber oft (nach den Erfahrungen aus der Schuldenkrise) risikoärmer als Anlagen in Staatspapieren. Durch neue Aufsichtsregularien wird die Bereitschaft institutioneller Anleger, langfristige Finanzierungen anzubieten, teilweise sogar weiter eingeschränkt. Zum Beispiel wird nach bisherigem Stand der Solvabilitäts-Richtlinie eine langfristige **Investition von Versicherungsunternehmen über Gebühr** mit einer Eigenkapitalanforderung **belastet**. Hier gilt es, die geplanten Regulierungen noch einmal auf den Prüfstand zu stellen und, wo nötig, Anpassungen vorzunehmen.

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

(Zu den Fragen 7 und 8) Es gibt bereits heute zahlreiche Formen von Anlageninstrumenten, die in der Praxis erprobt sind, aber noch Entwicklungspotenzial haben. Von besonderer Bedeutung sind hier Covered Bonds, allen voran der deutsche, streng regulierte Pfandbrief. Daneben seien CLOs, Kreditfonds, Versicherungen, Pensionsfonds und auch syndizierte Kredite genannt. Die größte Flexibilität besteht bei Verbriefungstransaktionen.

Das Problem ist daher nicht ein Mangel an denkbaren Pooling-Formaten, sondern die **aktuell hohe Unsicherheit bezüglich deren aufsichtsrechtlicher Behandlung**, speziell in kapitaltechnischer Hinsicht. Dabei führen mehrstufige, erhöhte Anforderungen entlang der Kette (vor allem Originator, Distributor, Investor, Swap-provider für ein SPV) zu kumulierten Effekten, die das Endprodukt ökonomisch unattraktiv werden lassen. Aktuell sehen wir eine starke Zurück-

haltung bei den meisten potenziellen Beteiligten, in Verbriefungs- oder Poolstrukturen involviert zu sein, da deren ökonomisches Kalkül durch anstehende regulatorische Initiativen im Nachhinein stark beeinträchtigt werden könnte.

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

Mögliche Optionen sind u. a. Permanent Partnership Lending Modelle zwischen Versicherungen, Banken und Institutionellen, zum Beispiel Loan Funds. Dabei können sich Investoren über eine Fondsbeteiligung an Mittelstandskrediten beteiligen, wobei die kreditgebenden Banken weiterhin mit im Risiko verbleiben und die bestehenden Geschäfts- und Kreditbeziehungen pflegen. Des Weiteren sind Mittelstandsanleihen als (K)MU Kapitalmarktzugang – ob einzeln oder als Basket, Index oder Fonds – zu nennen, die gegebenenfalls auch Retail-fähig sind. Ferner sind **Verbriefungen** von Mittelstandskrediten ein weiterhin tragfähiges Instrument (siehe Antwort auf Frage 14).

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

Die parallele Einführung mehrerer Regulierungsmaßnahmen im Finanzmarkt birgt die Gefahr nicht-intendierter, kumulativer Effekte. Dies kann im Ergebnis dazu führen, dass für Banken ein Spannungsfeld von Themen entsteht, die miteinander konkurrieren und sich nicht miteinander vereinbaren lassen. Diese Zielkonflikte setzen sich auf makroökonomischer Ebene fort und haben lenkende Effekte bzw. setzen Fehlanreize, die unerwünscht sind. Am wichtigsten sind die Koordination der verschiedenen Maßnahmen und die Berücksichtigung von Auswirkungsstudien, um die Netto-Effekte vorher besser abschätzen zu können (siehe unsere Vorbemerkung).

Die zurzeit in der technischen Ausgestaltung befindlichen regulatorischen **Kennziffern zu Liquiditäts- und Verschuldungsgrad** haben einen tendenziell nachteiligen Effekt auf die Verfügbarkeit langfristiger Refinanzierung. Dies ist nach unserer Beobachtung allerdings bekannt. Durch die Capital Requirement Regulation (CRR) wird eine verstärkte Nachfrage nach Staatsanleihen und Pfandbriefen stimuliert, da unbesicherte Bankschuldverschreibungen (senior unsecured) nicht als liquide Aktiva anerkannt werden. Dadurch werden Investments von Banken in unbesicherte Bankschuldverschreibungen deutlich unattraktiver. Parallel dazu entwickelte Regulierungsvorschriften, beispielsweise Bail-In-Vorschriften, entfalten zumindest keine ausgleichenden Effekte, sondern wirken in der Tendenz eher verstärkend. Durch die dadurch abnehmende Interbanken-Refinanzierung sinkt die Fähigkeit des Bankensystems zur effizienten

Vergabe von langfristigen Krediten. Zudem stellt sich die Frage, warum für Zwecke der Liquidity Coverage Ratio (LCR) gerade Einlagen von Wholesalern (darunter insbesondere KMUs) bestraft werden, wenn die Absicht besteht, Spargelder in Investitionen zu lenken. Diese Frage stellt sich mit Umsetzung der CRR verstärkt, weil Einlagen ab 1 Mio. Euro für die Berücksichtigung in der LCR bestraft werden. Das Beispiel ist ferner Beleg dafür, dass das „level-playing field“, das Basel gewährleisten soll, regelmäßig durch den EU-Gesetzgeber zu Ungunsten der Institute in der EU verlassen wird.

Besonders zu nennen ist die geplante Einführung einer **Finanzmarkttransaktionssteuer**, die der Bildung liquider Märkte entgegensteht: Es droht eine massive Beeinträchtigung der Repo-Märkte mit gravierenden Auswirkungen auf die Refinanzierung der Banken.

Auch die Wechselwirkungen zwischen unterschiedlichen Regulierungsvorhaben (Basel III vs. **Solvency II**) müssen in Betracht gezogen werden. Bei der Refinanzierung der Banken haben Versicherungen als Kapitalsammelstellen eine zentrale Bedeutung, da sie in großem Umfang sowohl in Pfandbriefe als auch in unbesicherte Bankschuldverschreibungen investieren. Aufgrund der Schlechterstellung von Bankanleihen und Pfandbriefen im Vergleich zu Staatsanleihen werden Versicherungen zukünftig nur noch zu höheren Preisen in Bankanleihen und Pfandbriefe investieren wollen. Weiterhin hängt die Eigenkapitalunterlegung gemäß Solvency II neben dem externen Rating maßgeblich von der Laufzeit ab. Die Kapitalanforderung für eine zehnjährige Anleihe ist zehnmal so hoch wie die einer einjährigen Anleihe gleicher Bonität. Der starke Einfluss der Laufzeit wird Anreize zur Investition in kurze Laufzeiten setzen.

Auch **(OTC-)Derivate** spielen zunehmend eine sehr bedeutende Rolle für die Langfristfinanzierung. Die umgesetzten und geplanten Regelungen werden sich direkt auf die Frage auswirken, in welchem Umfang, zu welchen Konditionen, in welchen Währungen und in welcher Ausgestaltungsform Banken zukünftig Finanzierungen im Markt anbieten können. Damit Banken auch zukünftig als flexibler Kreditgeber dem Markt zur Verfügung stehen können, sind daher klare Regelungen notwendig, die die Besonderheiten von OTC-Derivaten im Hinblick auf deren Rolle bei Langfristfinanzierungen ausreichend berücksichtigen.

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

Ob und zu welchen Bedingungen eine langfristige Finanzierung über die Kapitalmärkte möglich ist, hängt von vielen Faktoren ab. Diese sind nur teilweise durch politische Maßnahmen zu verändern. Vorrangig sind zunächst die Reputation und die Bonität des Emittenten. Sie entscheiden zu einem erheblichen Teil darüber, ob einem Unternehmen Eigenkapital zur Verfügung gestellt wird und zu welchen Zinsen und Laufzeiten Fremdkapital verfügbar sein wird. Diese Bedingungen sind alleine vom Emittenten zu beeinflussen.

Sodann ist zwischen den Märkten für Fremd- und für Eigenkapital und ihren verschiedenen Differenzierungen zu unterscheiden. Während zum Beispiel die Rahmenbedingungen für die Eigenkapitalfinanzierung durch die Emission von Aktien an den europäischen Börsen kaum einer weiteren Verbesserung bedarf, dürfte die Beschaffung von Eigenkapital durch Kapitalbeteiligungen (Private Equity) in der EU nach wie vor stark unterentwickelt sein. Das Beispiel USA zeigt immer wieder, welche große Bedeutung ein **ergiebiger Private Equity Markt** für Wirtschaftswachstum und Beschäftigung besitzt.

Generell wäre eine Stärkung von echtem Eigenkapital erstrebenswert. Eine Mobilisierung von Überschussliquidität, welche konjunkturbedingt mangels Nachfrage nach Fremdkapital derzeit nicht immer produktiv verwendet werden kann, und deren Umwandlung in Eigenkapital zur Finanzierung echter unternehmerischer Wachstumsinitiativen, zum Beispiel im Bereich der Zukunftstechnologien, wäre hierzu wünschenswert.

Im Bereich des Fremdkapitalmarktes hat die Kommission selbst auf den Handlungsbedarf hingewiesen. Der Bankenverband sieht insbesondere im **Verbriefungsmarkt** ein großes Potenzial für die langfristige Finanzierung von Unternehmen. Es sei jedoch erwähnt, dass jede Verbriefung von Unternehmenskrediten auch ein entsprechendes Kreditvolumen voraussetzt. Ob es also gelingt, durch die Gestaltung der Rahmenbedingungen den Verbriefungsmarkt neu zu beleben, wird vor allem davon abhängig sein, dass die Banken in der Lage sind, langfristige Unternehmenskredite als Grundlage der Verbriefung zu vergeben und dass sich die Risikobeurteilungen zwischen Originator und Investor wieder angleichen.

Eine Verbesserung langfristiger Kapitalmarktfinanzierung, zumindest für deckungsstockfähige Investitionsgüter, kann durch eine sachgerechtere Behandlung von Pfandbriefen im Rahmen der Net Stable Funding Ratio (NSFR) unterstützt werden. Gegenwärtig verlieren Pfandbriefe bei Restlaufzeiten unter einem Jahr ihre Wirkung als ASF (Available Stable Funding), was der Refinanzierungsmöglichkeit durch Pfandbriefe nicht adäquat Rechnung trägt. Hier sind Anpassungen (gegebenenfalls unter Berücksichtigung von noch zu bestimmenden Qualitätsmerkmalen) erforderlich.

Die geplante **europäische Projektanleihe** verfolgt das Ziel, neue Investorengruppen für die Finanzierung eines gesamten Infrastrukturprojektes (Energienetze, Telekommunikation und Verkehr) inklusive der Bauphase zu gewinnen (Förderauftragsgedanke). Die Rolle der Geschäftsbank in diesem Modell besteht in der Beratung, Strukturierung und Emissionsbegleitung der Anleihe. Aus Sicht der privaten Banken können solche Projektanleihen eine sinnvolle Ergänzung zur Bankfinanzierung sein, um die eigene Bilanz zu schonen und die Refinanzierungsproblematik der Bank zu umgehen.

Zum jetzigen Zeitpunkt ist eine Bewertung der europäischen Initiative noch verfrüht. Ihr Erfolg wird unter anderem davon abhängen, dass

- durch die Beteiligung der EIB tatsächlich eine Ratingverbesserung auf ein Investment Grade-Rating erzielt werden kann. Dies setzt voraus, dass das Projekt schon für sich alleine im niedrigen Investment Grade-Bereich (BBB-) liegt. Bei Projekten in hochverschuldeten EU-Staaten wird dies entsprechend schwer zu erreichen sein.
- die Stabilität der Cashflows gewährleistet ist.
- ein externes Rating vorhanden ist.
- die Strukturierung der Projektanleihe den Bedürfnissen und Anforderungen sowohl der Projektgesellschaft als auch der institutionellen Anleger gerecht wird und hier für beide Seiten zufriedenstellende Lösungen im Hinblick zum Beispiel auf Auszahlungs- und Tilgungsmodalitäten gefunden werden.
- die öffentlichen Ausschreibungen ihre Bedingungen offen für eine Projektanleihefinanzierung gestalten: Problematisch könnte das in der Praxis häufig anzutreffende Erfordernis sein, dass bei Angebotsabgabe eine für mehrere Wochen gültige Finanzierungszusage gegeben werden muss. Während bei einer Bankfinanzierung das Halten des Angebots üblich ist, ist dies auf dem Anleihemarkt deutlich schwieriger und wahrscheinlich nur bei Privatplatzierungen machbar. Der meist öffentliche Auftraggeber muss bereit sein, diese im Vergleich zur Finanzierungszusage der Bank größere Unsicherheit zu tragen.
- die Projektanleihe für die Projektgesellschaft günstiger als eine Bankfinanzierung ist. Angesichts der erhöhten Refinanzierungskosten der Banken im langfristigen Bereich könnten Anleihen im Verhältnis attraktiver werden.

Insgesamt handelt es sich – zumindest auf Deutschland bezogen – noch um eine relativ neue Finanzierungsstruktur und Assetklasse, auf die sich Banken, Investoren und die ausschreibenden Behörden erst noch einstellen müssen. Dieser Lernprozess erfordert Zeit, die die Politik den beteiligten Akteuren angesichts des Umfangs der Modernisierung der Infrastruktur in Europa geben sollte.

Wichtig ist dabei, dass der finanzmarktregulatorische Rahmen nicht zum Hindernis wird. So ist die Projektanleihe ein Instrument der Kapitalmarktfinanzierung bei der Banken als Berater, Strukturierer und Emissionsbegleiter auftreten. Diese Aufgaben werden klassischerweise dem Investmentbanking zugerechnet. Aktuell steht dieses Geschäftsfeld jedoch massiv in der Kritik, was angesichts seiner Bedeutung für die Realwirtschaft nicht gerechtfertigt ist.

Investoren haben unterschiedliche Risikobereitschaft und Risikotragfähigkeit. Eine effiziente Kapitalallokation setzt voraus, dass es Investoren mit einer entsprechend höheren Risikotragfähigkeit auch möglich sein muss, höhere Risiken zu akzeptieren. Die Rolle des Aufsichtsrechts an dieser Stelle sollte daher primär sein, Transparenz bezüglich der Risiken, speziell in gepoolten Anlageformen, sicherzustellen, und Formen der regulatorischen Arbitrage, die zu einer Preisverzerrung bei Risikoprämien führen können, zu vermeiden.

Abschließend sei angemerkt, dass ein **Kapitalmarktzugang für Unternehmen**, insbesondere kleinere Unternehmen, in der Regel weder die Basisfinanzierung über Bankkredite noch die Bank als Finanzierungspartner ersetzen kann. Im Gegenteil: Nur solche Firmenkunden, die aufgrund einer überzeugenden Ausrichtung und einer aktiven Finanzkommunikation mit ihrer Bank Zugang zu Krediten haben, können ihre Bankkredite sinnvoll um alternative Finanzierungsinstrumente wie zum Beispiel Mittelstandsanleihen ergänzen. Unternehmen, die aufgrund ihrer Entwicklung keinen Kredit bekommen oder unzufrieden sind mit den Konditionen, die sie aufgrund ihres vergleichsweise schwachen Ratings erhalten, haben in der Regel kaum Zugang zu seriösen oder vorteilhafteren Alternativen.

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

Im Grünbuch wird auf Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen außerhalb des Banksektors abgestellt.

Die Kapitalmärkte sind nur bedingt geeignet, um die Eigenkapitallücke bei KMUs zu schließen. Wichtiger wäre es, den institutionellen Beteiligungsmarkt zu stärken. Dazu gehört nicht zuletzt die Etablierung europaweiter Beteiligungskapital-Plattformen. Zurzeit sind grenzüberschreitende Engagements deutlich erschwert.

Mit Blick auf die **Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken selbst** als Intermediäre für die Finanzierung einzelner Unternehmen und von Projekten ist wichtig, dass Banken einen effizienten und kostengünstigen Zugang zum Kapitalmarkt haben. Hier spielen die Regulierung, die erforderliche Kapitalausstattung und Anforderungen an die Liquidität eine entscheidende Rolle. Um Banken den erforderlichen Rahmen zu schaffen, müssen die verschiedenen Anforderungen aufeinander abgestimmt sein. Nur so kann gewährleistet werden, dass Banken eine entsprechende Kapazität zur Refinanzierung zu vertretbaren Konditionen verfügbar haben.

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

Deutschland hat mit dem Pfandbriefgesetz einen sehr hochwertigen gesetzlichen Rahmen, der auch als solcher vom Markt, besonders von Investoren, anerkannt wird. Gerade für inländische

Investoren ist der Pfandbrief ein wichtiges Investitionsprodukt, was im Ergebnis den Pfandbriefemittenten eine sehr attraktive Refinanzierung bietet.

Eine Harmonisierung kann grundsätzlich als Schritt in die richtige Richtung gesehen werden, wenn dadurch auch sichergestellt wird, dass die **Qualität des Pfandbriefgesetzes** berücksichtigt wird. Ein besonders wichtiger Punkt ist die Beleihungswertverordnung als Grundlage zur Ermittlung des Anteils der ausgereichten Kredite, der sich für die Indeckungnahme qualifiziert.

Eine Vollharmonisierung von Covered Bonds auf „kleinstem gemeinsamen Nenner“ und ohne die Erlaubnis länderspezifischer Regelungen sollte daher nicht erfolgen. Dies würde zu einer qualitativen Verwässerung des Pfandbriefgesetzes führen. Vielmehr sollte eine **Mindestharmonisierung** verfolgt werden, die einzelnen Mitgliedsstaaten die Möglichkeit einer höheren Qualität eröffnet.

Das Potenzial für eine harmonisierte Regelung für Covered Bonds ist eng mit der Ausgestaltung des nationalen Insolvenzrechts verbunden. Ein „Europäischer Pfandbrief“ wäre sicher wünschenswert für eine Wiederbelebung der Liquidität in diesem Marktsegment. Die praktischen Hindernisse, auch für die Möglichkeit von cross-border coverage pools, erscheinen allerdings erheblich.

Der Deutsche Pfandbrief, der seine qualitative Alleinstellung in der Finanzmarktkrise nachdrücklich unter Beweis gestellt hat und zu den bedeutenden Refinanzierungsquellen für die Langfristfinanzierung gehört, muss daher von unerwünschten Nebenwirkungen der neuen Reformvorhaben soweit wie möglich unbelastet bleiben und als hoch liquides Aktiva ohne Abschläge eingestuft werden.

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

Die historische Performance der europäischen (SME-)Verbiefungen ist deutlich besser als zum Beispiel die der in Verruf geratenen Subprime-Strukturen aus den USA. Zudem haben sich viele Vorwürfe, die die sehr negative Wahrnehmung des Produktes begründen, bei genauerem Hinsehen als nicht gerechtfertigt herausgestellt. Der Verbriefungsmarkt in der EU nimmt aktuell langsam wieder an Fahrt auf, nachdem während der Finanzmarktkrise die Verbiefungstätigkeit der Banken fast vollständig zum Erliegen gekommen ist. Diese **Wiederbelebung** betrifft hauptsächlich realwirtschaftliche Transaktionen (SME-Verbiefungen). In dem aktuellen renditeschwachen Umfeld wurden die aktuellen Verbiefungstransaktionen stark nachgefragt. Inwieweit diese Entwicklung tatsächlich nachhaltig ist, kann derzeit nicht beantwortet werden.

Im Zuge der verschärften regulatorischen Anforderungen wurden schon viele Maßnahmen eingeleitet, um das Vertrauen der Investoren zurückzugewinnen. Neben den marktgestützten **Initiativen** (True Sale Initiative, Deutschland; Prime Collateralised Securities Initiative, EU)

müsste jedoch auch auf der regulatorischen Ebene eine Basis für die Wiederbelebung geschaffen werden. Dazu müsste vor allem die bestehende **Unsicherheit über die zukünftige regulatorische Behandlung** beseitigt werden. Grundsätzlich ist Klarheit bezüglich der Kapitalbehandlung von Verbriefungen eine notwendige Voraussetzung für eine Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes. Insbesondere dürften die realwirtschaftlichen Verbriefungen gegenüber anderen realwirtschaftlichen Finanzierungsformen auf der regulatorischen Ebene nicht schlechter gestellt werden. Aktuell sehen zum Beispiel die Vorschläge des Baseler Ausschusses eine erhebliche Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen für Verbriefungen vor. Andere langfristige Finanzierungsformen sind dagegen nur mit geringeren Eigenkapitalanforderungen belastet. Damit besteht die Gefahr der Austrocknung des Verbriefungsmarktes. Darüber hinaus scheint eine Würdigung der kumulativen Effekte der verschiedenen Regeln und gegebenenfalls eine Kalibrierung der Kapitalregeln, um eine risikogerechte Behandlung entlang der Wertschöpfungskette zu gewährleisten, notwendig. In jedem Fall sollte die sich abzeichnende Überregulierung von Verbriefungen verhindert werden, um vielseitige Finanzierungsformen sicherzustellen.

Ferner ist ein ausreichender zeitlicher Vorlauf zur Umsetzung ebenso essenziell wie Regeln zum Grandfathering von Bestandstransaktionen.

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

Die staatliche Förderung des Sparens oder die Einrichtung spezieller, zweckgerichteter Sparkonten sollte engen, klar definierten Verwendungszwecken vorbehalten werden. Solche Eingriffe – vor allem, wenn sie mit staatlichen Förderungen wie Garantien oder Steuervorteilen versehen sind – verzerren Marktentscheidungen von Anlegern und Investoren. Banken und andere Kapital-sammelstellen können ihre Funktion, Kapital in effiziente Verwendungen zu lenken, nur eingeschränkt erfüllen.

Bei einem staatlich geförderten Sparkonto mit dem breiten Anlagezweck „Langfristige Finanzierung“ steht zudem zu befürchten, dass erhebliche **Mittelabflüsse** aus dem Bankenmarkt (und anderen regulierten, marktmäßigen Anlageprodukten) hin in die garantierte und geförderte Anlageform erfolgen werden – mit erheblichen Folgen für die Bilanzstruktur und Fähigkeit der betroffenen Institute, selber langfristige Finanzierungen auszureichen.

Auch ist es nicht zielführend, eine bestimmte Einlagenform fest an eine bestimmte Anlageform zu binden. Hier werden Anlegern (oder staatlichen Garantiegebern) Kredit- oder Investitionsrisiken aufgebürdet, die sonst Kapitalsammelstellen wie Banken oder Versicherungen getragen hätten. Für Direktinvestitionen von Anlegern in solche Kredit- oder Investitionsrisiken stehen **hinreichend marktmäßige Anlageinstrumente** wie Aktien und Anleihen zur Verfügung, ohne dass es dazu eines zusätzlichen staatlichen Angebots bedarf.

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

Belastungsneutralität der Unternehmensbesteuerung erfordert neben Rechtsformneutralität auch Finanzierungsneutralität. Dazu bietet sich für Deutschland an, den Unternehmen eine **angemessene Verzinsung des betrieblichen Eigenkapitals** als steuermindernde Kürzung vom Gewinn zu gewähren. So könnte eine weitgehende Gleichbehandlung der Finanzierung mittels Fremd- und Eigenkapital erreicht werden.

Ferner sollte durchgehend in Europa die steuerliche Gleichbehandlung von Direktinvestitionen in Unternehmen (zum Beispiel durch Aktien) und von indirekten Investitionen (zum Beispiel durch Investmentfonds oder Private-Equity-Fonds) erreicht werden.

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

Langfristiges Sparen per se wird aus Sicht der Sparer kaum als attraktives Ziel empfunden werden. Zudem steht Europa bedingt durch den demografischen Wandel vor großen Herausforderungen. Beide Elemente können verbunden werden: Ohne eine **verstärkte Kapitaldeckung in den Altersvorsorgesystemen** wird eine Lebensstandardsicherung nicht möglich sein. Altersvorsorgebeiträge sollten deshalb einheitlich nachgelagert besteuert werden. Die nachgelagert zu steuernden Sparbeiträge können zur Vermeidung zu hoher anfänglicher Steueranfälligkeit dabei begrenzt werden; die Grenzwerte müssen jedoch an aktuelle Entwicklungen laufend angepasst werden (Stichworte: Geldentwertung, Beitragsbemessungsgrenzen in der gesetzlichen Rentenversicherung). Sämtliche Instrumente der kapitalgedeckten Altersvorsorge müssen die gleiche steuerliche Behandlung erfahren; Belastungsunterschiede sind zu vermeiden.

Diese Mittel der kapitalgedeckten Altersvorsorge stehen grundsätzlich im Rahmen vernünftiger kaufmännischer Rendite-Risiko-Abwägungen als langfristige Investitionsmittel zur Verfügung.

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

Besonderer körperschaftsteuerlicher Anreize, außer der Einhaltung eines international wettbewerbsfähigen Steuerbelastungsniveaus, **bedarf es unseres Erachtens in Deutschland nicht**. Zur Vermeidung von Arbitragerisiken sollten stattdessen steuersystemwidrige Restriktionen im Körperschaftsteuerrecht beseitigt werden. Das betrifft insbesondere Betriebsausgabenabzugs-

verbote wie beispielsweise die sogenannten Zinsschranke und die Nichtberücksichtigung erlittener Verluste auch bei betriebswirtschaftlich sinnvollen Unternehmensumstrukturierungen. Auch die jüngst eingeführte (Mehrfach-) Besteuerung von Dividenden aus sogenannten Streubesitzanteilen fällt in die Kategorie der unsystematischen Regelungen.

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

Eine weitergehende steuerliche Koordinierung in der EU wird der Finanzierung von Unternehmen im Allgemeinen und der Finanzierung langfristiger Investitionen im Besonderen **nur dann förderlich** sein, **wenn** durch die Koordinierung im Ergebnis die **Steuerbelastung der Unternehmen sinkt** – zumindest langfristig – und/oder im Fall gleichbleibender Steuerbelastung jedenfalls die Befolgungskosten (Compliance-Kosten) der koordinierten steuerlichen Vorschriften bei den Steuerabteilungen der Unternehmen (erheblich) reduziert werden.

Erschöpfen sich die Einsparungen hingegen allein in der Reduzierung von Steuerverwaltungskosten auf Ebene der Finanzbehörden und stehen diesen Entlastungen womöglich noch zusätzliche Lasten in Form erhöhter Erklärungs- und Mitwirkungspflichten auf Ebene der steuerpflichtigen Unternehmen gegenüber, wird eine weitergehende steuerliche Koordinierung keine positiven Effekte auf die Finanzierung von Unternehmen bzw. von langfristigen Investitionen haben.

Bei der von der Europäischen Kommission geplanten Einführung einer Gemeinsamen Konsolidierten Körperschaftsteuer-Bemessungsgrundlage (GKKB) sollen steuerliche Hindernisse durch ein dreistufiges System vermindert werden, namentlich durch einheitliche Gewinnermittlung, grenzüberschreitenden Verlustausgleich sowie durch Konsolidierung und Aufteilung der Bemessungsgrundlage. Nach dem aktuellen Stand der Untersuchungen werden der einheitlichen Gewinnermittlung und dem grenzüberschreitenden Verlustausgleich nur sehr eingeschränkt positive Auswirkungen auf die Finanzierung von Unternehmen zugeschrieben. Diese werden vor allem in der Konsolidierung und Aufteilung der Bemessungsgrundlage (durch Reduzierung der Rechtsbefolgungskosten auf Grund einer EU-weit vereinheitlichten Steuerberechnung) gesehen. Es bestehen grundsätzliche Vorbehalte einzelner EU-Mitgliedstaaten gegen einen solchen Ansatz, insbesondere gegen die Konsolidierung und Gewinnaufteilung. Zudem sind noch vielfältige Sachprobleme, zu denen u. a. die derzeit bestehenden größeren nationalen Unterschiede bei der Besteuerung von Sachanlagevermögen (Abschreibungen), Bildung und Bewertung von Rückstellungen sowie der Verlustverrechnung gehören, klärungsbedürftig. Angesichts dieser Ausgangslage ist zurzeit nicht absehbar, ob und inwiefern es zu einer weitergehenden steuerlichen Koordinierung auf diesem Gebiet kommen wird – und womöglich wird sich diese auf das Gebiet der Bemessungsgrundlage (GKB) beschränken.

Eine steuerliche Koordinierung auf EU-Ebene wäre **beispielsweise sinnvoll hinsichtlich** der primären Zurverfügungstellung von Kapital, insbesondere also **Venture Capital und Private Equity** (siehe Antwort zu Frage 16).

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

Die Aufgabe der Rechnungslegung liegt darin, **die ökonomische Realität angemessen** und glaubwürdig **darzustellen**. Durch die Vermittlung von entsprechenden Informationen etwa im Jahresabschluss sollen deren Nutzer unterstützt werden, fundierte Entscheidungen zu treffen. Grundlage dafür ist, dass die Besonderheiten der verschiedenen Geschäftsmodelle von Banken berücksichtigt werden können. Beabsichtigt eine Bank zum Beispiel den Handel mit Vermögenswerten, ist eine Bilanzierung zum Fair Value sachgerecht. Strebt sie hingegen regelmäßige Einnahmen an, ist eine Bilanzierung zu fortgeführten Anschaffungskosten angemessen.

Hierdurch werden dem Leser der Finanzberichterstattung nützliche Informationen bereitgestellt, die gleichzeitig eine Beurteilung der nachhaltigen Ertragskraft des Unternehmens ermöglichen. Nach den derzeitigen Regeln des IAS 39 können jedoch Wertpapiere mit Halteabsicht teilweise nur unter sehr restriktiven Bedingungen (keine Verkäufe mit Strafvorschriften bei Verstößen) zu fortgeführten Anschaffungskosten bilanziert werden (IFRS-Kategorie „Held to Maturity“). Ansonsten sind sie der Kategorie „available for sale“ zuzuordnen und zum beizulegenden Zeitwert zu bilanzieren, wobei Wertveränderungen im Eigenkapital gezeigt werden. Hier entsteht ein Anreiz, Wertpapiere zu verkaufen, um negative Bewertungseffekte zu verhindern. Die Rolle des jeweiligen Geschäftsmodells soll nach den Vorschlägen des IASB beim IFRS 9 (Classification/ Measurement) zukünftig eine wesentliche Rolle bei der Bilanzierung spielen. Da jedoch noch keine finalen Regeln existieren, kann an dieser Stelle noch keine abschließende Aussage zu den bilanziellen Effekten getätigt werden.

Mit IFRS 9 sollen auch die Regelungen zum Impairment überarbeitet werden. Die vorgesehene Einführung eines Expected Loss Model, das die Risikovorsorge auf Basis eines Mixed Model (1 Year Expected Loss für Good Book, ansonsten Lifetime Expected Loss) bildet, unterstützen wir. Mit Blick auf die langfristige Finanzierung kommt es dabei jedoch entscheidend darauf an, dass die Grenze für den Übergang zum Lifetime Expected Loss adäquat gesetzt und das Langfristgeschäft nicht diskriminiert wird.

Unabhängig davon ist es aus unserer Sicht generell wichtig, dass andere Ziele als die Abbildung der ökonomischen Realität, wie zum Beispiel die Erfüllung regulatorischer Anforderungen oder die Steuerung des Anlegerverhaltens, nicht im Rahmen der Rechnungslegung behandelt werden

und von uns auch nicht als notwendig erachtet werden. Denn dies würde die Transparenz von Rechnungslegungsinformationen senken.

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

Institutionelle Investoren sind bei der Anlage der von Ihnen verwalteten Gelder gezwungen, auf kurzfristige Auszahlungswünsche von Anlegern oder auf andere Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld flexibel reagieren zu können. Eine wesentliche Voraussetzung für langfristige Investitionen besteht darin, die Anlageobjekte notfalls auch kurzfristig wieder zu liquidieren. Für Investoren ist es daher leichter, eine langfristige Anlageentscheidung zu treffen, wenn ein liquider Sekundärmarkt existiert und geringe Beschränkungen für die Veräußerung von Anlageobjekten besteht.

Wie sich Beschränkungen von Veräußerungen einer Anlage auswirken können, kann man empirisch sehr gut – wenn auch in einem anderen Zusammenhang – bei Kapitalverkehrskontrollen beobachten: Länder, die den Kapitalverkehr beschränken, sehen deutlich weniger ausländische Direktinvestitionen als solche Länder, in denen Anlageobjekte bei Bedarf jederzeit liquidiert und das Kapital repatriert werden kann. Funktionierende Märkte und einfache Übertragbarkeit von allen Formen langfristiger Beteiligungen – inkl. nicht-gelisteter Aktien, stiller Beteiligungen, etc. – werden daher zur Maximierung des für langfristige Finanzierungen zur Verfügung stehenden Kapitalpools beitragen.

Steuerliche Anreize, welche in der Vergangenheit immer wieder zu Käufen von bestimmten Anlageformen benutzt wurden, führten in der Regel zu Fehlallokationen. Dies resultierte in einer Verzerrung von Preisen und Risikoprämien bzw. in sub-optimale Anlageresultate für viele Anleger, die ihre Entscheidung primär nach steuerlichen und nicht nach wirtschaftlichen Motiven ausrichteten. Eine gleichmäßige Besteuerung von Erträgen aus Kapitalvermögen unabhängig von dessen Laufzeit und den Kapitalertragsquellen, wie sie aktuell in Deutschland praktiziert wird, ist im Gegensatz hierzu anreizneutral und stabilitätsfördernd. Diese sollte deshalb beibehalten werden.

Ein hohes Maß von Stabilität im regulatorischen (inkl. steuerrechtlichen) Umfeld wirkt sich ebenfalls positiv auf längerfristige Anlageentscheidungen aus, da diese einen „Anlagestau“ oder „Torschlusspanik“ in Antizipation von Änderungen verhindert.

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

Die Bedeutung nichtfinanzieller Themen und deren Offenlegung, wie beispielsweise der nachhaltigen Unternehmensführung, haben auch vor dem Hintergrund der Finanzmarktkrise stark zugenommen. Wir verfolgen dieses Thema mit großem Interesse und unterstützen aktiv die Nachhaltigkeit bei wirtschaftlichen Aktivitäten im Sinne einer langfristig orientierten, an ökologischen, sozialen und ökonomischen Kriterien ausgerichteten Unternehmensführung.

Eine stärkere Integration von finanziellen und nichtfinanziellen Informationen kann dazu beitragen, ein klareres Bild von den langfristigen Leistungen eines Unternehmens zu vermitteln und Investitionsentscheidungen zu unterstützen. Derartige Informationen können neben Investoren auch für Gläubiger, Arbeitnehmer und andere Gruppen interessant sein. Wir beobachten im internationalen Umfeld bereits eine Tendenz zum Ausbau der Unternehmensberichterstattung hin zu einer integrierten Berichterstattung unter Einbeziehung nichtfinanzieller Informationen und Indikatoren. Diese Entwicklung wird grundsätzlich unterstützt, soweit es sich bei der Berichterstattung zu nichtfinanziellen Aspekten um tatsächlich **für das Unternehmen steuerungsrelevante Informationen** handelt.

Gemäß den deutschen HGB-Vorschriften haben große Kapitalgesellschaften im Lagebericht auch nichtfinanzielle Leistungsindikatoren darzustellen, soweit diese für das Verständnis des Geschäftsverlaufs und die Lage des Unternehmens von Bedeutung sind.

Eine Finanzierungsentscheidung und die Begleitung von Unternehmen mit langfristigen Finanzierungsmitteln werden schon heute nicht singulär auf rein finanzielle Informationen abgestellt. Das Branchen Know-How und die auf Langfristigkeit ausgelegte Geschäftspartnerschaft gewährleistet bei Banken i. d. R. automatisch die Integration von nichtfinanziellen Informationen.

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

Aus unserer Sicht gibt es hierfür **keine Notwendigkeit**. Es erscheint fraglich, inwiefern solche Maßnahmen zu einer Verbesserung der Attraktivität von Anlagen in Unternehmen beitragen können. Bereits aktuell sind Berichtswerte speziell von börsennotierten Unternehmen umfangreich und deren Erstellung ressourcenintensiv. Gleichzeitig scheint es nicht klar, dass die angebotenen Informationen tatsächlich in der Praxis immer nachgefragt oder genutzt werden. Es existieren auch zahlreiche Rankings und Kategorisierungen von Unternehmen nach Kriterien wie zum Beispiel der Nachhaltigkeit.

Positiv zu bewerten sind erweiterte Angebote von Ratingagenturen für einen breiteren Kreis von Unternehmen, die dadurch Zugang zu einer breiteren Kapitalbasis bekommen können. Gegebenenfalls könnte diese Entwicklung durch Fördermittel für die Erlangung von Creditratings

befördert werden. Gleichzeitig muss jedoch darauf hingewiesen werden, dass diese Option europaweit für etwa eintausend Unternehmen in Betracht kommt und für den zahlenmäßig größten Teil der Kleinbetriebe und mittelständischen Unternehmen kaum relevant sein dürfte.

Generell gilt, dass Unternehmen mit einem hoch entwickelten Berichtswesen einen Zugang zu einem breiteren Finanzierungsspektrum haben. Dies ist allerdings vor allem eine Funktion deren Größe. Die Finanzierungspalette, die von KMUs eingesetzt werden kann, wird sich durch eine Ausweitung des Berichtswesens, speziell wenn es sich um operational kaum relevante Daten handelt, kaum verändern.

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

Neben Kapitalmarktprodukten stehen für die Unternehmensfinanzierung insbesondere Angebote des Leasing und Factoring zur Verfügung. Diese Angebote werden flächendeckend marktmäßig erbracht und benötigen genau wie der Zugang zur Bank- und zur Kapitalmarktfinanzierung keine weitere besondere Zugangsregulierung.

Wir betrachten nach wie vor eine **funktionierende Beziehung zwischen KMU und einer Hausbank**, die das Unternehmen entsprechend beraten kann und bei Bedarf den Zugang zu anderen Kapitalgebern und Finanzierungsformen eröffnet, als ein **wesentliches Element** zur Sicherstellung einer langfristigen Finanzierung.

Es muss einer Bank allerdings möglich gemacht werden, dieser Funktion als umfassender Berater für Bank- wie für Nicht-Bankprodukte nachzukommen. Überzogene Kapitalanforderungen oder eine **Aufspaltung von Aktivitäten**, die es nicht mehr ermöglichen würden, dieser Schnittstellenfunktion zwischen Unternehmern und anderen potenziellen Investoren nachzukommen, würden diese Funktion gefährden.

KMU mit zukunftsfähigen Projekten sind (in Deutschland auf jeden Fall) in der Lage, an den Finanzierungsmärkten, sinnvoll unterstützt durch die nationalen und supranationalen Entwicklungsbanken, in ausreichendem Umfang Kapital zu akquirieren. Ein Übermaß an Hilfestellung könnte unter gesamtwirtschaftlichen Aspekten schädlich sein, da es möglicherweise zu einer Fehlallokation von Ressourcen kommen könnte. Anders stellt sich die Lage in Staaten da, die von starken Wirtschafts- und Banken Krisen erfasst sind. Hier können Hilfsprogramme eine Überbrückungsfunktion haben – nachhaltige und umfassende Strukturreformen ersetzen sie aber nicht.

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

KMU nutzen Verbriefungsinstrumente insbesondere über die Bereitstellung von ABCP-Programmen durch Banken. Grundsätzlich könnten Banken über dieses Instrument umfangreich Kapital zur Verfügung stellen.

Das wird jedoch durch die Regulierungsvorgaben erheblich erschwert. Sie bewirken insgesamt zu hohe Kosten sowohl auf der Seite der KMU als auch auf Seiten der Bank. Damit kann das Instrument nicht im nachgefragten Umfang genutzt bzw. angeboten werden.

Banken haben bereits in der Vergangenheit versucht, andere speziellere Verbriefungsinstrumente zu entwickeln. Solange diese Instrumente jedoch unter das Verbriefungsrahmenwerk fallen und damit den hohen und den weiter steigenden Eigenkapitalanforderungen (Baseler Ausschuss: „Revisions to the Basel Securitisation Framework“) ausgesetzt sind, können auch die Alternativen nicht zu dem gewünschten Ziel einer Mobilisierung des Kapitals führen. Vielmehr ist es notwendig, **Erleichterungen in Bezug auf die Eigenkapitalanforderungen für KMU-Verbriefungsinstrumente zu schaffen.**

Problematisch ist, dass es derzeit keine regulatorischen Unterscheidungen zwischen verbrieften Assetklassen bzw. Regionen gibt, obwohl es nachweislich deutliche Performance-Unterschiede in der Vergangenheit gegeben hat. Somit setzen sich die konservativsten Ansätze durch und können als Konsequenz zu deutlichen Belastungen bei zum Beispiel deutschen SME Verbriefungen führen. Der Markt sollte darüber hinaus auf möglichst einfache Strukturen setzen und diese mit einem hohen Maß an Transparenz versehen. Zum großen Teil ist dies bereits geschehen, zumal die starke Position der Investoren dies problemlos einfordern kann.

Ein regelmäßiger Markt für Verbriefungen von KMU Krediten und eine Berücksichtigung solcher Formen in den Vorschriften für Covered Bonds wird von uns positiv gesehen. Rechtssicherheit und Liquidität sind, wie schon zu vor ausgeführt, zentrale Punkte, um einen transparenten und funktionierenden Sekundärmarkt zu befördern, der Voraussetzung für einen Primärmarkt ist.

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

Sollte es gelingen, die regulatorische Behandlung an der Performance der Assetklasse in der Vergangenheit zu orientieren, könnten zum Beispiel stabile europäische SME Transaktionen eine adäquatere Behandlung erfahren und damit für Emittenten und Investoren an Attraktivität gewinnen. Somit könnten Funding- und Kapitaloptimierungen für KMUs leichter realisiert werden.

Eine exklusive Unterstützung der KMUs durch Institutionen wie KfW oder EIB ist zwar hilfreich, aber der breite Markt kann dies wesentlich nachhaltiger regeln. Der Markt hat derzeit mehr als genug Liquidität und auch Interesse an KMU Produkten. Die weiter herrschende Unsicherheit und die Vielzahl von (nicht koordinierten) regulatorischen Initiativen behindert eine schnellere und breitere Umsetzung.

Eine KMU-spezifische Regulierung oder die Entwicklung von spezifischen Marktstrukturen scheint nicht notwendig. Bestehende Regularien und Marktstruktur geben genügend Raum, um durch Modifikationen die angestrebten Ziele zu erreichen. Hinzu kommt, dass besonders wichtige, wachstums- und innovationsstarke mittelständische Unternehmen von der engen KMU-Definition der EU überhaupt nicht erfasst werden. Hier ist im Übrigen, wie bereits gefordert, eine Ausdehnung der maximalen Umsatzgrenzen geboten (siehe Antwort zu Frage 5). Auch sollte generell mehr auf allgemeine, alle Unternehmen betreffenden Maßnahmen gesetzt werden als auf spezielle KMU-Regelungen.

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

Ein einheitlicher Rechtsrahmen wäre sicherlich hilfreich, allerdings sollten in einen solchen keine zu hohen Erwartungen gesetzt werden, solange es immer noch substantielle Unterschiede in nationalen Insolvenzordnungen gibt. Eine Koordinierung und Angleichung nationaler Vorschriften wäre jedenfalls erstrebenswert.

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

Wir begrüßen den Beitrag dieses Grünbuches, um die Aufmerksamkeit auf die Bedeutung, aber auch die mögliche Bedrohung, der langfristigen Finanzierung der europäischen Wirtschaft zu lenken. Aus der Darstellung wird ersichtlich, dass es zahlreiche Wechselwirkungen zwischen regulatorischen Aktivitäten und der Verfügbarkeit sowie dem Preis von Kapital für Unternehmen gibt.

Neben der Mobilisierung von EU-Fonds sollte vor allem auch der Rolle von Nicht-EU-Kapitalgebern Beachtung zukommen. Massive Eingriffe in den EU Kapitalmarkt, wie dies zum Beispiel durch die Einführung einer weitreichenden Finanztransaktionssteuer angedacht ist, haben auch klare und direkte Auswirkungen auf die Bereitschaft ausländischer Kapitalgeber, in der EU zu investieren, sowie auf die Kosten einer solchen Finanzierung.

Die derzeit von Notenbanken weltweit geschaffene Liquidität wird zu erhöhter Volatilität an den Finanzmärkten führen und über Blasenbildungen auch die Realwirtschaft betreffen. Realwirtschaftliche und finanzwirtschaftliche Investoren werden erst dann wieder stärker bereit sein, langfristige Risiken als Unternehmer bzw. als Finanzierer einzugehen, wenn die Rahmenbedingungen stabiler werden.