

# 17 Empfehlungen, die aufeinander aufbauen

**Börsen-Zeitung, 12.6.2020**

Die unzureichende Bereitstellung von Wagniskapital für kleine und mittlere Unternehmen (KMU), die Kleinvolumigkeit und Fragmentierung europäischer Finanzmärkte und die Komplexität und Kosten von Börsengängen zählen zu den seit langem beklagten Nachteilen der EU im Wettbewerb globaler Kapitalmärkte. Die verschärfte Regulierung im Anschluss an die Finanzkrise hat zu einem Rückgang der Kreditneuvergabe geführt. Kulturelle und verhaltenspsychologische Phänomene, insbesondere die hergebrachte Kapitalmarktskepsis von Kleinanlegern und ein Home Bias, treten ebenso hinzu wie die in vielen Ländern notwendige Anpassung der Pensionssicherung für eine immer älter werdende Gesellschaft und die Anforderungen an nachhaltige Investitionen. Der Brexit und die Bewältigung der Corona-Krise vertiefen all diese Probleme.

Einen ersten Schritt zu deren Bewältigung starteten die europäischen Finanzminister im vergangenen Jahr mit der Initiative Next CMU, der Bericht der siebenköpfigen High Level Group wurde im Herbst 2019 veröffentlicht. Mit der Ausarbeitung konkreter Zielbestimmungen hat die EU Kommission das High Level Forum CMU betraut. Die 28-köpfige Gruppe aus Industrievertretern und Experten hat am 10. Juni einen gut 100 Seiten umfassenden Bericht vorgelegt. Er sieht 17 granulare Einzelempfehlungen vor. Um eine Art Warenangebot, aus welchem einzel-

ne Maßnahmen ausgewählt werden könnten, geht es dabei freilich nicht, wie die Verfasser des Berichts betonen. Die 17 Empfehlungen sind vielmehr interdependent und bauen aufeinander auf.

Der Fragmentierung in 27 nationalen Kapitalmärkte soll (1) die Einrichtung eines European Single Access Point (ESAP) entgegenwirken, der



**Katja  
Langenbucher**

**Professorin für  
Bürgerliches  
Recht, Wirtschafts- und  
Bankrecht  
House of Finance  
Goethe Universität, Frankfurt**

unter der Federführung der Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA öffentlich zugängliche Informationen in einem einheitlichen Datenformat bereitstellt. Die Rolle der European Long Term Investment Funds (ELTIF) wird durch (2) eine zielgerichtete Vereinfachung des Regulierungsrahmens unter Einschluss steuerlicher Vorgaben weiter gestärkt. Das Kapitalmarktengagement institutioneller Investoren, insbesondere von Versicherungen und Banken, hängt bekanntlich unter anderem mit der aufsichtsrechtlichen und bilanzrecht-

lichen Regulierung zusammen. Das Forum schlägt (3) konkrete Regelungen für die zielgerichtete Überprüfung von Solvency II vor und (4) gibt Hinweise für die Implementierung von Basel III mit Blick auf Market-Making und langfristige Investitionen in kleinen und mittleren Unternehmen. Der Förderung von Verbriefungen, die nach 2008 besonders in Misskredit geraten sind, dienen (5) eine Reihe konkreter Reformvorschläge.

Die Effizienz von Kapitalmärkten hängt untrennbar mit der Herstellung von Transparenz durch die Emittenten zusammen. Zugleich belasten die hiermit einhergehenden Kosten gerade kleine und mittlere Unternehmen besonders. Zentrale Anpassungen betreffen (6) das Publizitätsregime, vornehmlich die Prospektverordnung, die EU-Marktrichtlinie Mifid und die Marktmissbrauchsverordnung MAR. Große Hoffnungen setzt das Forum außerdem auf neue Technologien, etwa (7) die Klarstellung der regulatorischen Rahmenbedingungen für Kryptoassets.

## Auch Kleinanleger im Blick

Wertpapierverwahrung, Clearing und Settlement gehören zu den zentralen Säulen robuster Marktinfrastruktur. Für sie werden (8) ein überarbeitetes Passportregime und Verbesserungen aufsichtsrechtlicher Konvergenz vorgeschlagen. Mit Blick auf die gehandelten Papiere selbst regt die Gruppe (9) eine Verordnung

zur Regelung bestimmter, marktinduzierter Aktionärsrechte an. (10) Ein rechtssicheres Rahmenwerk für Cloud-Anbieter und deren risikoadäquaten Einsatz rundet die Vorschläge zur Marktinfrastruktur ab.

Der Förderung des Kapitalmarktengagements von Kleinanlegern dienen (10) ein zielgenaues pensions dashboard, (11) Maßnahmen zur Förderung der Finanzanlagekompetenz und (12) eine Reihe spezifischer Änderungen im Recht der Anlageberatung. Auch hier vertraut das Forum auf digitale Innovation für eine datengetriebene, transparente Anlageplanung (13) und spricht sich für die Einführung eines harmonisierten Open Finance Systems (14) aus.

Über die Kapitalmarktregulierung im engeren Sinne hinaus weisen die Vorschläge (15) zur Standardisierung der Quellensteuer und (16) zu einzelnen Legislativmaßnahmen mit Blick auf ein harmonisiertes Unternehmensinsolvenzrecht. Uneinigkeit bestand innerhalb der Gruppe über die Rolle einer europaweiten Marktaufsichtsbehörde. Während einige deren Bedeutung für Marktintegration, Effizienz und Anlegerschutz betonten, bevorzugten andere angesichts der noch immer erheblichen Fragmentierung nationaler Märkte eine schrittweise Harmonisierung. Mit diesem caveat werden (17) eine Vertiefung der Mandate von ESMA und EIOPA empfohlen. Das schließt eine Reform der governance der Behörden, aufgestockte Ressourcen und Krisenkompetenzen mit ein.