

# Kapitalmarktunion

Fortschritte messen und erfolgreich planen

September 2018



In Verbindung mit:



## Disclaimer

---

Der Bericht „Kapitalmarktunion: Fortschritte messen und erfolgreich planen“ (der „Bericht“) der AFME dient der allgemeinen Information und soll und darf nicht als rechtliche, finanzielle, Anlage-, steuerliche, aufsichtsrechtliche oder andere professionelle Beratung verstanden werden. Die AFME übernimmt keinerlei Gewährleistungen oder Garantien für die Richtigkeit, Eignung oder Vollständigkeit des Berichts, und weder die AFME noch ihre Mitarbeiter sind für Verbindlichkeiten haftbar, die sich aus oder im Zusammenhang mit der Verwendung dieses Berichts oder seiner Inhalte ergeben, .

Ihr Erhalt dieses Dokuments unterliegt den §§ 3, 4, 5, 9, 10, 11 und 13 der für die Website der AFME geltenden Nutzungsbedingungen (einsehbar unter <http://www.afme.eu/en/about-us/terms-conditions>) und im Rahmen der Zwecke jener Nutzungsbedingungen ist dieses Dokument als „Material“ zu verstehen (ungeachtet dessen, ob Sie es über die Website von AFME oder anderweitig bezogen haben).

**September 2018**

## Inhalt

---

|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| Vorwort                                            | 2  |
| Zusammenfassung und Überblick über die Indikatoren | 4  |
| Kontakt                                            | 10 |

## Vorwort

---

Dieser Bericht mit dem Titel *„Kapitalmarktunion: Fortschritte messen und erfolgreich planen“* ist die erste Veröffentlichung einer jährlichen Reihe zur Betrachtung der Entwicklungen des Projektes zur Kapitalmarktunion (CMU). Sie soll Marktteilnehmern, politischen Entscheidungsträgern und anderen Interessengruppen wichtige Informationen über die Fortschritte der EU und der Mitgliedstaaten liefern und aufzeigen, welche weiteren Schritte erforderlich sind.

Im September 2015 rief die Europäische Kommission ihren Aktionsplan für eine Kapitalmarktunion ins Leben, der die Entwicklung eines EU-weit einheitlichen Kapitalmarkts zum Ziel hatte. Die AFME und ihre Mitglieder unterstützen diese wichtige Initiative seit ihrer Gründung nachdrücklich, da wir der Ansicht sind, dass tiefere, besser integrierte und stärker diversifizierte Kapitalmärkte für die Unterstützung des Wirtschaftswachstums und die Schaffung von Arbeitsplätzen sowie für ein besseres Management systemischer Risiken von entscheidender Bedeutung sind.

Drei Jahre nach dem Start des Aktionsplans und im Hinblick auf das nahende Ende der aktuellen Kommission 2019 bietet dieser Bericht eine gute Gelegenheit, die bisher erzielten Fortschritte bezüglich der entscheidenden Ziele der Kapitalmarktunion zu überprüfen.

Es besteht kein Zweifel, dass seit 2015 beachtliche Erfolge erzielt wurden, wobei mehrere Schlüsselinitiativen wie die Einführung des neuen Rahmens für einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen und eine Überarbeitung der EU-Prospektverordnung bereits abgeschlossen und jüngste Fortschritte bei der Einigung auf ein EU-Regelwerk für gesamteuropäische private Altersvorsorgeprodukte (Pan-European Personal Pension Products, PEPP) zu verzeichnen sind. Weitere wichtige Initiativen wie die Harmonisierung der Insolvenzregelungen, Maßnahmen zur Entwicklung eines Sekundärmarktes für notleidende Kredite und ein neuer Aktionsplan für FinTech und nachhaltige Finanzierungen sind in der Diskussion. Aber das Projekt ist noch lange nicht abgeschlossen.

Das ursprüngliche, übergreifende Ziel der Kapitalmarktunion zur Entwicklung eines einheitlichen europäischen Kapitalmarkts bleibt so zwingend wie zu der Zeit, zu der das Projekt begann. Mit dem Brexit am Horizont und der Aussicht, dass Europas größter Finanzplatz aus der EU austritt, ist eine stärkere Vernetzung und Harmonisierung der europäischen Kapitalmärkte wichtiger denn je.

Wir hoffen, dass dieser Bericht einen nützlichen Beitrag zur Überwachung der Fortschritte dieses so wichtigen europäischen Projekts leisten wird.

Verfasser dieses Berichts ist die AFME, mit Unterstützung von neun weiteren Wirtschaftsverbänden und internationalen Organisationen, die verschiedene globale und europäische Kapitalmarktteilnehmer vertreten. Darunter befinden sich die Climate Bond Initiative (CBI) und acht europäische Wirtschaftsverbände. Sie vertreten Börsen (FESE), Fonds- und Vermögensverwalter (EFAMA), private und institutionelle Anleger (European Investors), Pensionsfonds (PensionsEurope), Venturekapital und Private Equity (InvestEurope), Business Angels (BAE, EBAN) sowie Crowdfunding (ECN).

Ich möchte mich bei allen teilnehmenden Wirtschaftsverbänden für ihre aktive Mitarbeit, Erkenntnisse und Datenbeiträge bei und zu diesem bedeutenden Projekt bedanken, das für die Zukunft der Wirtschaft in der EU so entscheidend ist.



**Simon Lewis**  
Chief Executive  
Association for Financial Markets in Europe



# Kapitalmarktunion

Fortschritte messen und erfolgreich planen



# Zusammenfassung und Überblick über die Indikatoren

Die Veröffentlichung dieses Berichts fällt mit dem dritten Jahrestag des Aktionsplans zur Kapitalmarktunion (CMU) in der EU zusammen.

Dieser Aktionsplan wurde von der Europäischen Kommission im September 2015 ins Leben gerufen und enthält 33 ehrgeizige politische Maßnahmen, sieben politische Schlüsselprioritäten und drei Schlüsselbereiche: (i) Entwicklung eines stärker diversifizierten Finanzsystems, das die Finanzierung durch Banken mit Kapitalmarktinstrumenten ergänzt; (ii) Erschließung der Fähigkeit der Kapitalmärkte, Wachstum zu unterstützen und Sparer und Anlegern mehr Investitionsmöglichkeiten zu bieten; und (iii) Schaffung eines echten einheitlichen Kapitalmarkts in der EU durch die Beseitigung von Hindernissen für grenzüberschreitende Investitionen und Kapitalbeschaffung.

Der Aktionsplan wurde 2017 im Zuge der mittelfristigen Überprüfung durch die Kommission mit zusätzlichen Maßnahmen verstärkt. Im März 2018 legte die Kommission neben der Einführung von Aktionsplänen für nachhaltige Finanzierung und FinTech auch neue Vorschläge zu Pfandbriefen, Investmentfonds und Forderungsabtretungen vor.

Wie dieser Bericht feststellt, ist die Förderung einer europäischen Kapitalmarktunion noch immer so wichtig, wie sie es vor drei Jahren war. Obwohl in einigen Bereichen in den letzten Jahren ermutigende Verbesserungen zu verzeichnen waren, zeigt der Bericht, dass Unternehmensemittelen in der Europäischen Union (sowohl große Unternehmen als auch kleine und mittlere Unternehmen) nach wie vor zu sehr von Bankfinanzierungen abhängig sind, der Kapitalfluss nach nationalen Gesichtspunkten weiterhin fragmentiert ist und die Kapitalmärkte weitere Ausdehnung und Tiefe benötigen, um Wirtschaftswachstum und Innovation zu fördern.

**Dieser erste in einer Reihe jährlicher Berichte bietet einen analytischen Rahmen und einen strukturierten Ansatz zur Betrachtung der Erfolge des Kapitalmarktpjekts bei der Schaffung eines tieferen und stärker integrierten Kapitalmarkts und liefert gleichzeitig die Sicht der Branche auf einige Probleme und Hindernisse, die dieser Entwicklung entgegenstehen.**

Sieben Schlüsselindikatoren, konzipiert als Verbundindikatoren und Relationen, sollen den Fortschritt in sieben politischen Prioritätsbereichen des CMU-Aktionsplans beurteilen. Diese Indikatoren werden im Folgenden zusammen mit der jeweiligen CMU-Priorität, die sie messen, zusammengefasst.

- **Marktfinanzierungsindikator:** Wie leicht ist es für Unternehmen, sich Zutritt zu den öffentlichen Märkten zu verschaffen und dort Kapital aufzunehmen?
- **Indikator für Investitionen der privaten Haushalte:** Inwieweit werden Investitionen der privaten Haushalte gefördert?
- **Indikator für den Kredittransfer:** Inwieweit unterstützen die Bankkapazitäten die Gesamtwirtschaft [durch Verbriefungen, gedeckte Schuldverschreibungen oder Veräußerungen von Kreditportfolios];
- **Indikator für nachhaltige Finanzierung:** Inwieweit werden langfristige Investitionen in Infrastruktur und nachhaltige Anlagen vorgenommen?
- **Prä-IPO-Risikokapitalindikator:** Wie gut sind Startups und nicht-börsennotierte Unternehmen in der Lage, sich Finanzierungen für Innovationen zu beschaffen?
- **Indikator für grenzüberschreitende Finanzierung:** Inwieweit wird grenzüberschreitende Finanzierung ermöglicht?
- **Markttiefenindikator:** Misst die Tiefe der EU-Kapitalmärkte.

Für jeden der sieben Indikatoren haben wir die Fortschritte auf der Ebene der EU und der Mitgliedstaaten quantifiziert und mit Drittländern verglichen, für die Daten vorliegen. **Wir hoffen, dass die Indikatoren zur EU und den einzelnen Mitgliedstaaten den politischen Entscheidungsträgern und Interessengruppen helfen werden, die Fortschritte Jahr für Jahr quantitativ zu überwachen, und dass sie so zu einem wertvollen Instrument zur Beurteilung der Bedeutung einer europäischen Kapitalmarktunion werden.**

Die Rangfolge der einzelnen Länder und eine Übersicht über die jüngsten Fortschritte der Mitgliedstaaten sind in den Anhängen 1 und 2 enthalten. Weitere Einzelheiten zur Methodik<sup>1</sup> und Herangehensweise finden sich in Anhang 3.

## Die wichtigsten Ergebnisse dieses Berichts sind Folgende:

- **Die Verfügbarkeit von Kapital für Investitionen hat sich in den letzten Jahren in den meisten EU-Ländern erfreulich verbessert.** In den letzten fünf Jahren ist der Gesamtbetrag der in Kapitalmarktvermögen (börsennotierte Aktien, Anleihen, Investmentfondsanteile, Lebensversicherungen und Pensionsfonds) angelegten Ersparnisse der EU-Haushalte von 114 % des BIP im Zeitraum 2012-16 auf 118,2 % des BIP im Jahr 2017 gestiegen, angeführt von Anlagen der Haushalte in die Altersvorsorge. Obwohl der durchschnittliche EU-Haushalt im Vergleich zu den USA etwa doppelt so hohe Ersparnisse erzielt, investieren die EU-Haushalte 35 % dieser Ersparnisse in niedrig verzinsten, konservative Instrumente wie Bargeld und Einlagen, während die US-Haushalte in solche Instrumente nur 15 % investieren.

<sup>1</sup> Die Indikatorenmethodik kann in künftigen Berichten überarbeitet werden, um den Marktentwicklungen und möglichen Änderungen der Definitionen Rechnung zu tragen.

- Im Vergleich zu marktbasierten Instrumenten (Anleihen und Aktien) **verlassen sich europäische Unternehmen noch immer zu sehr auf Bankkredite**. Nur 14 % der externen Neufinanzierung von Nicht-Finanzgesellschaften außerhalb der EU (NFG <sup>2</sup>) erfolgte 2017 über Anleihen oder öffentlich verfügbares Kapital. Der Rest wurde mithilfe von Bankdarlehen aufgebracht. Dieser Anteil stieg damit von durchschnittlich 13 % im Zeitraum 2012-16 und 7 % im Jahr 2007<sup>3</sup> ganz erheblich, zuletzt getrieben von Anleihenemissionen in einem Niedrigzinsumfeld und der Fortsetzung der quantitativen Lockerungsmaßnahmen der Zentralbank..
- **Europa ist weltweit führend auf dem wachsenden Gebiet der nachhaltigen Finanzwirtschaft**. Über 2 % der 2017 emittierten EU-Anleihen (Staats-, Kommunal- und Unternehmensanleihen, Verbriefungen und Pfandbriefe) wurden als nachhaltig<sup>4</sup> eingestuft, gegenüber 0 % vor nur fünf Jahren und weniger als 1 % in den USA im Jahr 2017. Der EU mangelt es jedoch in Bezug auf die Art der Anleihen an Vielfalt, da rund 95 % der Emissionen seit 2012 vorrangige unbesicherte Anleihen sind, während in den USA die Prävalenz einer nachhaltigen Verbriefung weitaus größer ist.
- **Der jährliche Betrag des Risikokapitals, das vor einem Börsengang in Form von Venturekapital, Private Equity (in der Wachstumsphase<sup>5</sup>), Business-Angel-Investitionen und Crowdfunding in KMU investiert wird, ist in der EU von 10,6 Mrd. EUR im Jahr 2013 (1,4 % der externen KMU-Neufinanzierung) auf 22,7 Mrd. EUR (2,5 % der externen KMU-Neufinanzierung) im Jahr 2017 gestiegen**. Jedoch bleiben Investitionen in Risikokapital in Relation zum BIP gering, und beim Vergleich mit den USA zeigt sich noch immer eine erhebliche Differenz (0,8 % des BIP in den USA gegenüber 0,15 % des BIP in der EU).
- **Die europäischen Kapitalmärkte zeigen nach der Finanzkrise und der Rückführung einiger Marktaktivitäten und Finanzierungen in die Heimatländer einen erfreulichen Trend zu mehr Integration**. Unsere Indikatoren zeigen wachsende EU-interne Aktivitäten zwischen den EU-Mitgliedstaaten bei Private Equity, M&A-Transaktionen, Schuldtitelemmissionen und grenzüberschreitenden Beständen an Anleihen, Aktien und Investmentfonds. Die EU-interne Integration bleibt jedoch hinter dem Niveau der Zeit vor der Krise zurück. Dies lässt darauf schließen, dass für einen voll integrierten Kapitalmarkt noch mehr getan werden kann. Die Fortschritte bei der Verbesserung der Integration der europäischen Kapitalmärkte mit dem Rest der Welt waren geringer, da die Vernetzung der europäischen Kapitalmärkte mit den Märkten der übrigen Welt in den letzten fünf Jahren nicht wesentlich verbessert wurde.
- **Die letzten Jahre zeigen einen Niedergang bei der Umwandlung von Krediten in handelbare Wertpapiere wie zum Beispiel Pfandbriefe, Verbriefungen oder Kreditportfoliotransaktionen**. Im Jahr 2017 wurden 5,2 % der EU-Bankkredite verbrieft, über Kreditportfoliotransaktionen an Investoren verkauft oder in gedeckten Schuldverschreibungen gebündelt, verglichen mit durchschnittlich 5,6 % im Zeitraum 2012-16. Die Emission von Verbriefungsprodukten in Europa bleibt verhalten. Dies ist in erster Linie auf die harte aufsichtsrechtliche Behandlung von Verbriefungen als Vermächtnis der Finanzkrise zurückzuführen.
- **Die Markttiefe hat sich in Zentral- und Osteuropa (CEE) leicht verbessert<sup>6</sup>**. Die Kapitalmärkte in diesen europäischen Volkswirtschaften mit hohem Potenzial nähern sich denen des übrigen Europas, allerdings nur langsam. Die Region zeigt ermutigende Verbesserungen bei der Primärmarktaktivität, aber weniger bedeutende Fortschritte bei der Verfügbarkeit von Kapitalpools. In einigen Ländern, wie z.B. Polen, ist die Zahl der privaten Kapitalanlagen, die für Investitionen zur Verfügung stehen, verglichen mit dem Stand vor einem Jahrzehnt zurückgegangen.

Tabelle 1 vergleicht die jüngste Entwicklung der sieben Schlüsselindikatoren auf EU-Ebene. Hierbei ist zu beachten, dass diese Indikatoren von vielen verschiedenen Faktoren beeinflusst werden können. Nicht alle dieser Faktoren müssen sich direkt auf die entsprechende CMU-Initiative beziehen. Trotz der Schwierigkeit, unmittelbare Ursachen nachzuweisen, glauben wir, dass ein konsistentes Verfolgen der Fortschritte auf dem Weg zu einer Kapitalmarktunion auf der Ebene der EU und der einzelnen Mitgliedstaaten hilfreich sein kann.

---

2 Nicht-Finanzgesellschaften (NFG) produzieren Güter und Dienstleistungen für den Markt und handeln nicht primär mit Finanzvermögenswerten und -verbindlichkeiten.

---

3 Beachten Sie, dass sich die Zahl für 2007 auf 27 EU-Mitgliedstaaten bezieht, da für den Zeitraum vor 2011 NFG-Neukreditdaten für das Vereinigte Königreich nicht verfügbar sind.

---

4 Grüne Finanzierung in den USA und der EU im Sinne der Climate Bonds Initiative. Soziale und Dual-Purpose-Anleihen, die nach Dealogic-Kriterien definiert sind. Weitere Einzelheiten finden sich im Abschnitt zur Methodik.

---

5 Wachstumsfonds, die Private Equity-Investitionen (oft Minderheitsbeteiligungen) in relativ reife Unternehmen tätigen, welche auf der Suche nach Primärkapital sind, um ihre Geschäftstätigkeit zu erweitern und zu verbessern oder für das Wachstum des Unternehmens neue Märkte zu erschließen, InvestEurope.

---

6 Wie von der OECD definiert, ohne Albanien: Bulgarien, Kroatien, Tschechische Republik, Estland, Ungarn, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Slowakei und Slowenien.



## Zusammenfassung und Überblick über die Indikatoren

**Tabelle 1: Zusammenfassung der Auswertung der Schlüsselindikatoren<sup>7</sup>**

|                                                                                     | Index                                                                                                                                                                                                                  | Was dieser Index misst                                                                                              | EU-Durchschnitt 2012-16 | EU 2017                                                                                   | Nationale Feststellungen                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|-------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|    | <b>Marktfinanzierung</b><br>NFG-Aktien- und Anleiheemissionen in % der gesamten NFG-Jahresfinanzierung                                                                                                                 | Kapazität für NFGs zur Aufnahme von Finanzmitteln auf öffentlichen Märkten                                          | 13 %                    |  14 %    | <b>Das Vereinigte Königreich und Irland</b> führen die EU-Länder mit über 25 % der gesamten, über die Märkte aufgenommenen NFG-Neufinanzierungen an.<br><b>In Slowenien, der Slowakei, Malta, Zypern und Bulgarien</b> gab es 2017 keine NFG-Anleihen- oder Aktienemissionen.                                                                                                                                   |
|    | <b>Investitionen privater Haushalte</b><br>In Finanzinstrumenten angespartes Finanzvermögen der privaten Haushalte (ohne Bargeld, Einlagen und nicht börsennotiertes Eigenkapital) in % BIP                            | Verfügbarkeit von Kapitalpools                                                                                      | 114 %                   |  118 %   | Unter den EU-Ländern hat sich <b>Dänemark</b> in den letzten fünf Jahren bei der Anlage von Ersparnissen privater Haushalte in Kapitalmarktinstrumenten am stärksten verbessert, was auf eine höhere Rentenabdeckung und höhere Sparquoten zurückzuführen ist.                                                                                                                                                  |
|    | <b>Kredittransfer</b><br>Verbriefungen, Pfandbriefemissionen und Kreditportfolio-geschäfte in % der ausstehenden Bankkredite                                                                                           | Fähigkeit zur Umwandlung von Bankkrediten in Kapitalmarktinstrumente (Verbriefung, Pfandbriefe und Kreditgeschäfte) | 5,6 %                   |  5,2 %   | <b>Spanien, Italien, Irland, Griechenland und Portugal</b> (Länder mit hoher Kreditausfallquote) gehörten 2017 zu den sieben führenden EU-Ländern im Kredittransferindex, was einen ermutigenden Trend zum Einsatz von Marktinstrumenten zur Veräußerung notleidender Aktiva erkennen lässt.                                                                                                                    |
|   | <b>Nachhaltige Finanzierung</b><br>Als nachhaltig eingestufte Emission von Anleihen in % der gesamten Anleiheemission                                                                                                  | Kennzeichnung nachhaltiger Anleihenmärkte                                                                           | 0,4 %                   |  2,1 %   | <b>Die Niederlande, Frankreich und Schweden</b> sind hier die führenden EU-Länder. Mehr als 3 % der 2017 emittierten Anleihen wurden als nachhaltig eingestuft. <b>Litauen</b> hatte im Jahr 2017 den höchsten Indikatorwert von fast 10 %, jedoch spiegelt dies eine einzige Anleihe wider.                                                                                                                    |
|  | <b>Risikokapital vor dem Börsengang</b><br>Jährliche Investitionen durch Crowdfunding, Business Angels, Private Equity-Wachstumsfonds und Venturekapitalfonds in % der Kredit- und Risikokapitalinvestitionen für KMU. | Finanzierung für nicht börsennotierte Unternehmen                                                                   | 1,4 %                   |  2,5 % | <b>Estland, Dänemark und das Vereinigte Königreich</b> sind führend bei der Verfügbarkeit von Risikokapital für KMU. Estland zeigt einen bedeutenden Anteil an Business-Angel-Investitionen, während <b>Dänemark und das Vereinigte Königreich</b> über diversifizierte Risikokapitalquellen aus Private Equity und Venturekapital verfügen.                                                                    |
|  | <b>Grenzüberschreitende Finanzierung</b><br>Zusammengesetzter Indikator für grenzüberschreitende M&A-Transaktionen, Aktien- und Anleiheemissionen, Private Equity und Portfoliobestände. Bereich 0-1                   | Kapitalmarktintegration innerhalb der EU                                                                            | 0,23                    |  0,25  | <b>Luxemburg, das Vereinigte Königreich und Belgien</b> sind die am stärksten mit der übrigen EU vernetzten Kapitalmärkte. Die führende Rolle <b>Luxemburgs</b> ist auf seine Fonds- und Anleiheemissionen innerhalb der EU und einen bedeutenden Anteil seiner gesamten Private Equity-Investitionen in Unternehmen in anderen EU-Ländern zurückzuführen.                                                      |
|                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                        | Kapitalmarktintegration mit der übrigen Welt                                                                        | 0,40                    |  0,36  | <b>Das Vereinigte Königreich und Luxemburg</b> sind die am stärksten global vernetzten europäischen Kapitalmärkte. Das Vereinigte Königreich ist an der Vermittlung globaler Devisen- und Derivatehandelsströme, grenzüberschreitender Aktienbeteiligungen und der Erleichterung der öffentlichen Kapitalbeschaffung durch Nicht-EU-Unternehmen beteiligt.                                                      |
|  | <b>Markttiefe</b><br>Zusammengesetzter Indikator für die Emission an Primärmärkten, die institutionelle Kapazität und die Verfügbarkeit von Kapitalpools. Bereich 0-1                                                  | Entwicklung der CEE-Märkte                                                                                          | 0,11                    |  0,13  | <b>Die Tschechische Republik</b> ist der tiefste Kapitalmarkt in Zentral- und Osteuropa (CEE). 2017 war die Tschechische Republik in dieser Region nach Polen der zweitaktivste Primärmarkt für Aktien und Anleihen; sie hatte die höchste Rückgewinnungsrate bei Geschäftsinsolvenzen und befand sich unter den drei CEE-Ländern mit der höchsten Anlage von Ersparnissen in Marktinstrumenten (in % des BIP). |

<sup>7</sup> Zur Abschätzung der Trends vergleicht diese Tabelle den Durchschnitt der jeweiligen Indikatoren für den Zeitraum 2012-16 (als Basis für Initiativen vor der Kapitalmarktunion) mit der jüngsten Situation im Jahr 2017.



### Kontinuierlicher Fortschritt auf dem Weg zur Kapitalmarktunion

Mit dem nahenden Ende der gegenwärtigen Kommission im Oktober 2019 endet auch die selbstgewählte Frist für den Abschluss der ersten Phase des CMU-Aktionsplans. Das ist ein enger und ehrgeiziger Zeitplan. Jedoch erforderte die Größenordnung des CMU-Plans immer ein langfristiges Projekt, und 2019 sollte nicht als dessen Ende betrachtet werden. **Wir hoffen, dass die nächste Kommission die Dynamik aufrecht erhält, die zum Erreichen einer europäischen Kapitalmarktunion notwendig ist.**

Die kühne Vision der aktuellen Kommission sah die Kapitalmarktunion als den nächsten Schritt zur Konsolidierung des europäischen gemeinsamen Marktes. Der Fortschritt bei der Vorlage einiger der politischen Initiativen zur CMU in den letzten drei Jahren zeigt, dass der politische Konsens zur Priorisierung der CMU aufgrund ihrer Bedeutung für Unternehmen, Investoren und der finanziellen Stabilität in Europa vorhanden ist. Wie dieser Bericht jedoch zeigt, muss, obwohl positive Ergebnisse bei der Erschließung von Kapazitäten der Kapitalmärkte zur Unterstützung von Wachstum erzielt wurden, noch mehr getan werden.

Die europäischen Kapitalmärkte profitieren weiterhin von der Beseitigung grenzüberschreitender Hindernisse, die eine effiziente Kapitalallokation behindern. Wie die Indikatoren in diesem Bericht zeigen, haben einige vorrangige Bereiche der CMU, wie die Verfügbarkeit von Risikokapital für KMU vor einem Börsengang, die Höhe der Investitionen der privaten Haushalte in Marktinstrumente und die Kennzeichnung nachhaltiger Instrumente, positive Tendenzen gezeigt, doch sind weitere Fortschritte erforderlich, da beim Vergleich dieser Indikatoren mit anderen Ländern oder mit dem langfristigen Potenzial Europas weiterhin erhebliche Lücken bestehen. Andere Indikatoren wie z.B. der Zugang zu marktbasierter Finanzierung für Unternehmen, der Einsatz von Risikotransferinstrumenten oder die Integration der Kapitalmärkte mit der übrigen Welt haben sich in den letzten Jahren verschlechtert oder keine nennenswerten Fortschritte gezeigt.

Der Bericht enthält politische Empfehlungen, die die Kapitalmarktunion und die politischen Prioritäten des Aktionsplans weiter unterstützen und gleichzeitig an die einzelnen Indikatoren anknüpfen. Diese Empfehlungen sind im Folgenden zusammengefasst und werden in Kapitel 8 weiter ausgeführt.

### Summary of policy recommendations

**Ein liquider und belastbarer Sekundärmarkt, der die Kapitalbeschaffung erleichtert:** Es ist entscheidend, ein wirklich integriertes, harmonisiertes, risikoarmes und kostengünstiges Nachhandelssystem in Europa zu entwickeln – die vom European Post Trade Forum (EPTF)<sup>8</sup> festgestellten Hindernisse sollten dringend abgebaut werden. Darüber hinaus sollten bis Ende 2018 die Empfehlungen der Expertengruppe „Europäische Märkte für Unternehmensanleihen“ umgesetzt werden.

**Förderung der Investitionen der Privathaushalte:** Es ist wichtig, dass die europäische Politik für Kleinanleger Anreize zum Sparen für den Ruhestand schafft. Initiativen wie das Pan-European Personal Pension Product (PEPP) würden die europäische Integration in diesem Bereich erheblich unterstützen, und bei seiner Konzeption sollte der Notwendigkeit Rechnung getragen werden, den Zugang zu einer diversifizierten Vermögensallokation zu fördern, um risikoangepasste Erträge zu maximieren. Die Mitgliedstaaten sollten die Einführung von PEPPs durch geeignete steuerliche Anreize und eine einheitliche Anwendung in allen Mitgliedstaaten fördern.

**Stärkung der Bankkapazitäten zur Unterstützung der Gesamtwirtschaft:** Die Verbesserung der Insolvenzrahmenwerke ist nach wie vor eine wichtige Priorität, die dazu beitragen wird, Kapital freizusetzen, indem der Abbau notleidender Kredite erleichtert und gleichzeitig grenzüberschreitende Investitionen gefördert werden – wir ermutigen dazu, die Verhandlungen über die ehrgeizige Richtlinie zur Insolvenzreform vorrangig abzuschließen. Die politischen Entscheidungsträger sollten sich auch weiterhin darum bemühen, das Funktionieren der Sekundärmärkte für notleidende Kredite (NPL) weiterzuentwickeln, einschließlich einer angemessenen Kalibrierung des neuen Verbriefungsrahmenwerks, und bei der Festlegung von Standards stärker zusammenarbeiten, um mehrere unkoordinierte NPL-Initiativen verschiedener EU-Institutionen zu vermeiden.

**Investitionen in langfristige, infrastrukturelle und nachhaltige Anlagen:** Eine funktionsfähige, flexible und dynamische EU-Taxonomie ist eine zentrale Initiative, die vor der Überprüfung bestehender Vorschriften erreicht werden sollte. Wir halten es für entscheidend, dass dieser Taxonomievorschlag so effektiv wie möglich ist, um das im Aktionsplan der Europäischen Kommission festgelegte Kernziel zu erreichen, „Klarheit darüber schaffen, welche Aktivitäten als ‚nachhaltig‘ angesehen werden können“. Die ausreichende Offenlegung wesentlicher Informationen muss eine Schlüsselrolle für nachhaltiges Investment spielen. Darüber hinaus sind Maßnahmen zur Förderung der Emission nachhaltiger Verbriefungen erforderlich, um die den Anlegern zur Verfügung stehenden nachhaltigen Vermögenswerte zu diversifizieren, und es ist zu hoffen, dass die jüngsten Initiativen zur Regulierung der Verbriefung in dieser Hinsicht hilfreich sein könnten.

8 Das European Post Trade Forum (EPTF) ist eine informelle Expertengruppe zum Thema Nachhandelstätigkeit unter Einschluss der Bereiche Sicherheitenmärkte und Derivate, die von der Europäischen Kommission im Jahr 2016 eingesetzt wurde.

## Zusammenfassung und Überblick über die Indikatoren

**Finanzierung von Innovationen, Startups und nicht börsennotierten Unternehmen:** Um institutionelle Investoren und vermögende Privatpersonen zu ermutigen, in nicht-börsennotierte KMU und Risikokapitalfonds zu investieren, ist ein geeigneterer Rechtsrahmen erforderlich. Ein Pass für Business-Angel-Investoren ist nach wie vor entscheidend, um eine frühzeitige Investition zu fördern; ebenso ist eine weitere Analyse der optimalen steuerlichen Anreize für Business-Angel-Investitionen wünschenswert.

**Erleichterung grenzüberschreitender Investitionen:** Quellensteuern sind nach wie vor eines der größten Hindernisse für die grenzüberschreitende Integration – die Kommission und die Mitgliedstaaten sollten bei der Umsetzung der Empfehlungen des Europäischen Post-Trade-Forums (EPTF) ehrgeizig sein, beispielsweise bei der Harmonisierung des steuerlichen Status von Marktforderungen. Es ist von entscheidender Bedeutung, einige der derzeit diskutierten, aufsichtsrechtlichen Kapital- und Liquiditätsvorschriften angemessen abzuschließen, zu kalibrieren und umzusetzen<sup>9</sup>, da sie für die Erleichterung des Kapital- und Liquiditätsflusses innerhalb der Banken in der EU und die Verteilung der Ressourcen auf die einzelnen Länder und Aktivitäten von Bedeutung sind.

**Stärkung des Aufsichts- und Regulierungsrahmens der EU-Kapitalmärkte:** Es ist wichtig, dass die Konvergenz der Aufsichtsbehörden zur Verringerung der Fragmentierung des Binnenmarkts beiträgt. Darüber hinaus kann die Kommission die Umsetzung wichtiger Reformen im Finanzsektor weiterhin überwachen, um sicherzustellen, dass der Rechtsrahmen wie erwartet und ohne unbeabsichtigte Auswirkungen funktioniert.

**Stärkung der Marktökosysteme:** Nationale Kapitalmarktökosysteme mit unterschiedlichen nationalen Geschäftsmodellen bieten ihren nationalen Kapitalmarktteilnehmern wertvolle Dienste. Die Aufsichtsbehörden sollten einen ganzheitlichen Ansatz verfolgen, um das Spektrum der Faktoren zu untersuchen, die zur Entwicklung marktwirtschaftlicher Ökosysteme beitragen, indem sie beispielsweise die Auswirkungen von Regulierungsmaßnahmen auf die Marktteilnehmer sowie die Rolle dieser Akteure in solchen Ökosystemen bewerten.

Wir hoffen, dass diese Empfehlungen einen Beitrag zur laufenden Debatte über die weiteren Schritte leisten, die für den weiteren Aufbau einer Europäischen Kapitalmarktunion erforderlich sind.

Der übrige Bericht ist wie folgt gegliedert. In den Kapiteln 1-7 wird die jüngste Entwicklung jedes der sieben Indikatoren auf der Ebene der EU und der Mitgliedstaaten dargestellt. Kapitel 8 enthält die wichtigsten politischen Empfehlungen für jeden Indikator. Anhang 1 enthält die Rangfolge der 28 EU-Mitgliedstaaten für jeden der Indikatoren, Anhang 2 fasst in einer Scorecard-Tabelle die jüngsten Fortschritte der EU und der Mitgliedstaaten für die einzelnen Indikatoren und den jeweiligen Unterkomponenten zusammen, und Anhang 3 beschreibt die Datenquellen und die Methodik zur Erstellung der Indikatoren.

<sup>9</sup> Beispiele sind die Kalibrierung der grundlegenden Überarbeitung der Handelsbuchvorschriften (Fundamental Review of the Trading Book, FRTB), der grenzüberschreitende Verzicht auf Kapital und Liquidität, konzerninterne Ströme und Engagements sowie die Methodik der systemrelevanten Institute (Systemic Important Institutions, SIIs).



## Kontakt

---



**Rick Watson**

Managing Director, Head of Capital Markets

[rick.watson@afme.eu](mailto:rick.watson@afme.eu)

+44 (0)20 3828 2737



**Julio Suarez**

Associate Director, Research

[julio.suarez@afme.eu](mailto:julio.suarez@afme.eu)

+44 (0)20 3828 2726



**Alex Hunt**

Quantitative Analyst

[alex.hunt@afme.eu](mailto:alex.hunt@afme.eu)

44 (0)20 3828 2711



# /Die AFME

Die Association for Financial Markets in Europe (AFME) ist die Stimme aller europäischen Finanzmärkte für Unternehmenskunden und bietet Fachwissen über eine Vielzahl von aufsichtsrechtlichen und Kapitalmarkt-Themen.

Wir repräsentieren die führenden globalen und europäischen Banken und andere bedeutende Kapitalmarktteilnehmer.

Wir setzen uns für umfassende und integrierte europäische Kapitalmärkte ein, die den Bedarf von Unternehmen und Anlegern decken, Wirtschaftswachstum fördern und der Gesellschaft nutzen.

Wir möchten als Vermittler zwischen Marktteilnehmern und politischen Entscheidungsträgern in ganz Europa agieren und nutzen dabei unsere starken und langjährigen Beziehungen, unser technisches Know-how und unsere faktenbasierte Arbeit.

## Fokus

auf einem breiten Spektrum von Markt-, Geschäfts- und Aufsichtsfragen

## Kompetenz

fundierte politische und technische Kenntnisse

## Starke Beziehungen

zu europäischen und globalen Entscheidungsträgern

## Breite

breite globale und europäische Mitgliedschaft

## Paneuropäische

Organisation und Perspektive

## Globale Reichweite

über die Global Financial Markets Association (GFMA)



**Niederlassung London**

39th Floor  
25 Canada Square  
London, E14 5LQ  
Vereinigtes Königreich  
+44 (0)20 3828 2700

**Niederlassung Brüssel**

Rue de la Loi, 82  
1040 Brüssel  
Belgien  
+32 (0)2 788 3971

**Niederlassung Frankfurt**

Skyper Villa  
Taunusanlage 1  
60329 Frankfurt am Main  
Deutschland  
+49 (0)69 5050 60590

**Presseanfragen**

Rebecca Hansford  
Head of Media Relations  
rebecca.hansford@afme.eu  
+44 (0)20 3828 2693

**Mitgliedschaft**

Elena Travaglini  
Head of Membership  
elena.travaglini@afme.eu  
+44 (0)20 3828 2733

**Folgen Sie AFME auf Twitter**

@AFME\_EU