

# *Stand der EU-Kapitalmarktunion und Auswirkungen auf die Schweiz*

## *State of the EU-capital market union and effects on Switzerland*

EuropaInstitut EIZ der Universität  
Zürich

Dr.iur. Martin Liebi,  
LL.M., Rechtsanwalt

22. Januar 2016

---

# *Agenda*

<b>1</b>	Ökonomische und Europäische Union	3
<b>2</b>	Kapitalmarktunion	6
<b>3</b>	Kapitalverkehrsfreiheit	21
<b>4</b>	E-STS-Verbriefungen	24
<b>5</b>	E-Prospektverordnung	31
<b>6</b>	Förderung von Infrastrukturinvestitionen mittels Solvency II	41
<b>7</b>	Übrige Erlasse	43
<b>8</b>	Zwischenfazit: Mögliche Auswirkungen auf die Schweiz	45

---

# *Ökonomische und Europäische Union*



# *Ökonomische und Europäische Union*

Wohlstand  
mittels ökonomischem Wachstum  
und Preisstabilität in einer wettbewerbsfähigen und  
sozialen Marktwirtschaft, die auf Vollbeschäftigung und sozialen  
Fortschritt abzielt.

## **Ökonomische Union**

Jeder Mitgliedstaat verfügt über die notwendigen ökonomischen Strukturen, um erfolgreich zu sein.

## **Fiskalunion**

Besteuerung in der Union ist nachhaltig und schafft Stabilität.

## **Finanzunion**

Gewährleistet Integrität der Währung in der Geldunion.

Ermöglicht Risikoteilung unter Privaten (Banking & Capital Market Union).

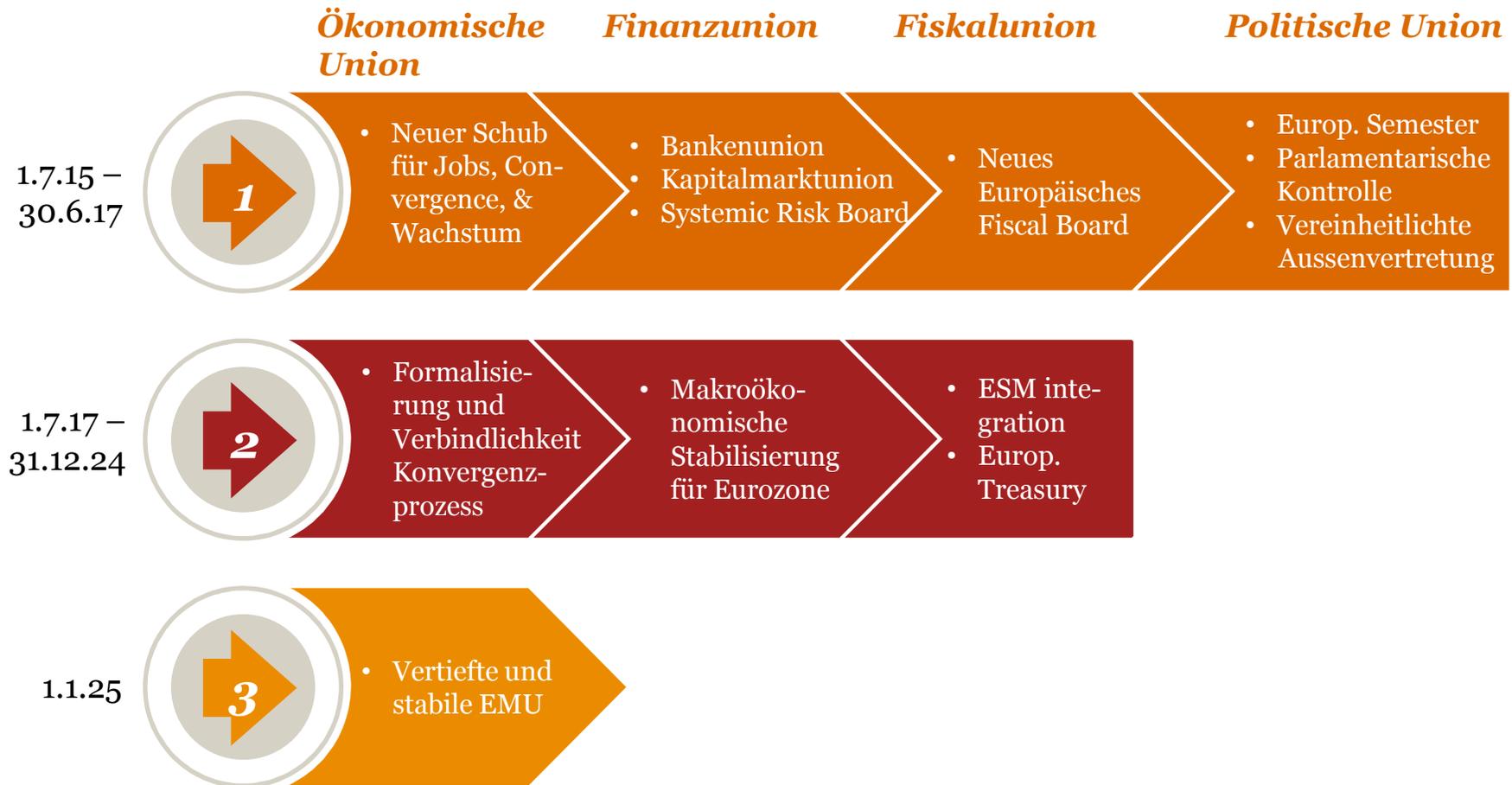
## **Politische Union**

Bildet das Fundament und gewährt echte Demokratie, Verantwortung, Legitimität und institutionelle Stärke.



# *In drei Phasen zur Vollendung der Ökonomischen und Europäischen Union*

(Juncker 2014)



---

# *Kapitalmarktunion*



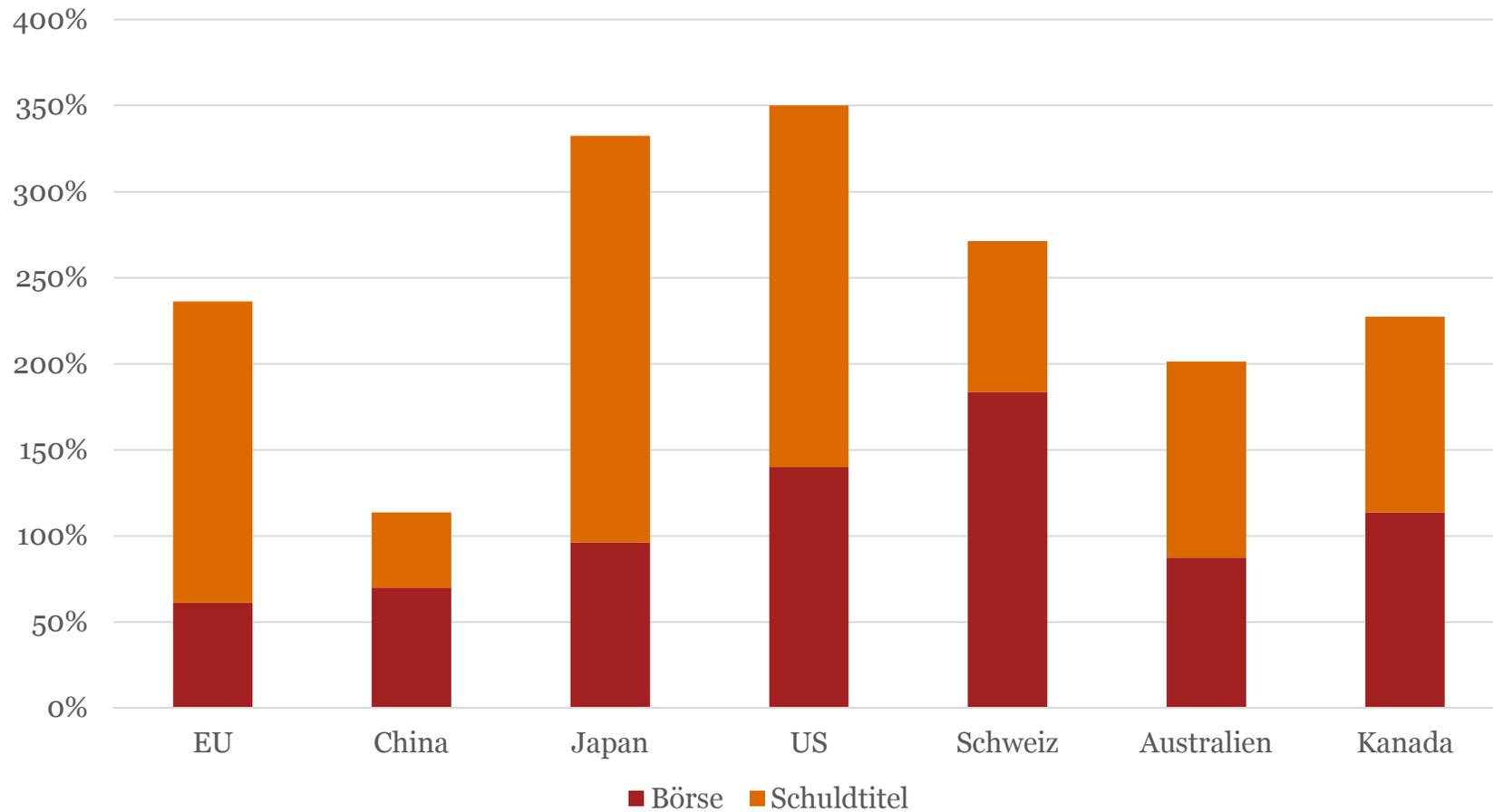
# Kapitalmarktunion

## Ziele

1. Unternehmensfinanzierung in Europa ist zu stark von Banken und in einem zu geringen Umfang von den Kapitalmärkten abhängig;
2. Die Bankfinanzierung soll durch verstärkte Kapitalmarktfinanzierung als Finanzierungsquelle ergänzt werden mit dem Ziel:
  - Mehr Investitionen für Unternehmen, KMU und Infrastrukturprojekte zu mobilisieren;
  - Investitionen von ausserhalb in die EU zu lenken;
  - Eine breitere Palette an Finanzierungsquellen zu erschliessen.
3. Eine Verbindung zwischen Anlegermitteln und Wachstum zu erstellen;
4. Viele kleine Schritte und Massnahmen zu aggregieren, um schliesslich die Kapitalmarktunion zu erschaffen.

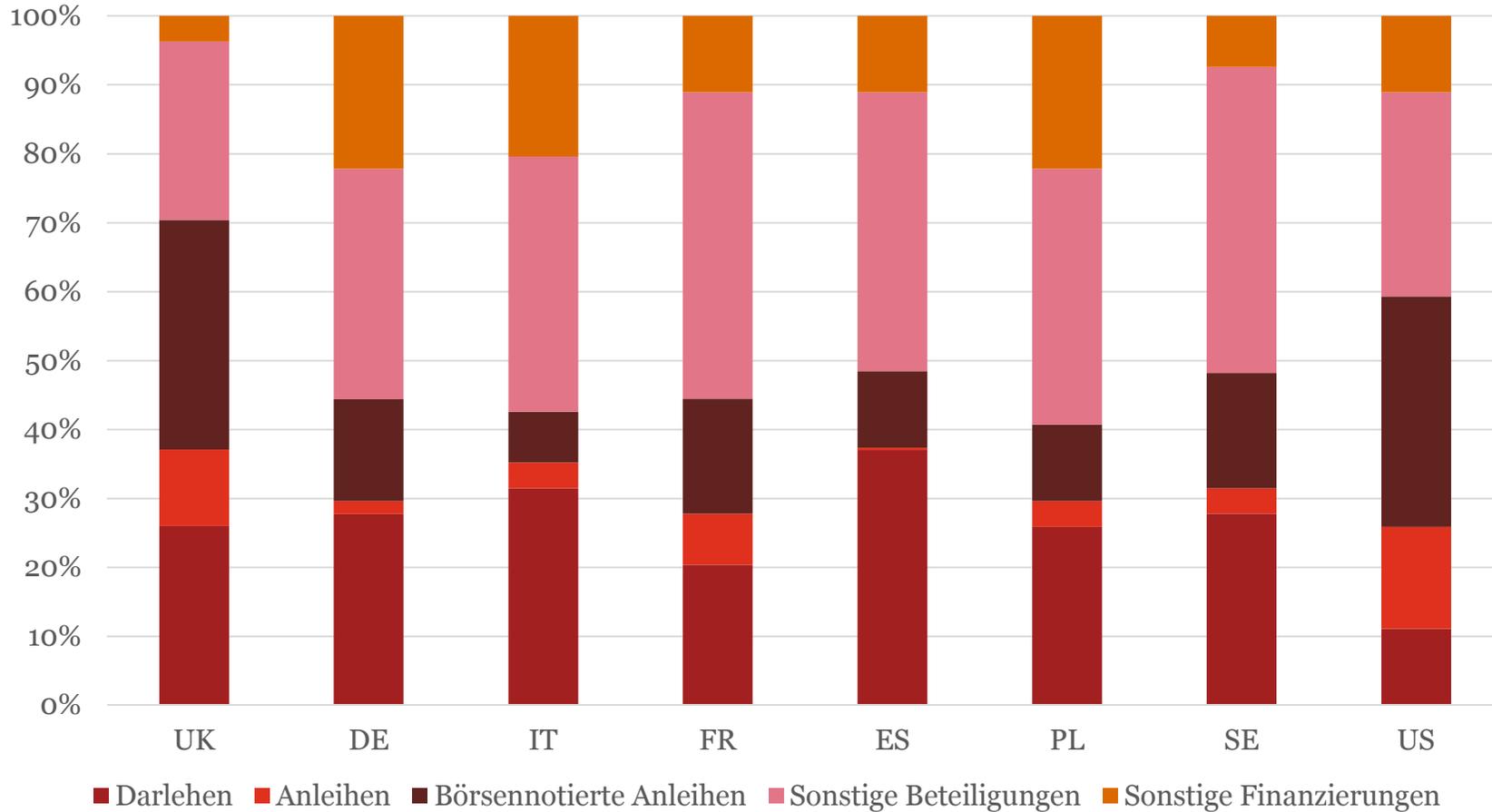


## **Börsenkaptalisierung und Schuldverschreibungen** (in % des BIP)





# Finanzierungsmuster der Unternehmen (in % der Gesamtverbindlichkeiten)





# **Kapitalmarktunion**

## **Vorteile**

1. Diversifizierung der Finanzierungsmöglichkeiten und Erschliessung von alternativen Finanzierungsquellen;
2. Senkung der Kosten der Kapitalaufnahme und besserer Zugang zu Risikokapital;
3. Erhöhung der Schockresistenz und Schaffung von effizienteren Märkten;
4. Zusätzliche Investitionen ohne erhöhte Schulden (insbesondere in Infrastrukturen);
5. Bessere Allokation von Risiken und Kapital;
6. Eliminierung von unnötigen rechtlichen und aufsichtsrechtlichen Hürden;
7. Stärkung des Vertrauens in Kapitalmärkte und vermehrte Investitionen von privaten und institutionellen Investoren;
8. Abbau von Informationsasymmetrien;
9. Besserer Kapitalfluss zu europäischen Investitionsprojekten;



# **Kapitalmarktunion**

## Grundsätze

1. Wirtschaft soll grösstmöglichen Nutzen aus den Kapitalmärkten ziehen;
2. Das Wachstum und die Beschäftigung sollen durch effiziente Kapitalallokation angekurbelt werden;
3. Ein Kapitalbinnenmarkt soll für alle 28 Mitgliedstaaten geschaffen werden durch Beseitigung von Hürden für grenzüberschreitende Investitionen innerhalb der EU und mittels Vernetzung mit den globalen Kapitalmärkten;
4. Schaffung eines soliden und stabilen Finanzsystems mit einheitlichem Regelwerk, das wirksam und konsistent umgesetzt wird;
5. Wirksamer Verbraucher- und Anlegerschutz;
6. Investitionen aus aller Welt sollen angezogen werden und die Wettbewerbsfähigkeit der EU soll gesteigert werden.



## ***Prioritäten für frühzeitige Massnahmen***

1. Abbau der Schranken für den Zugang zu Kapitalmärkten: Überarbeitung der Prospektrichtlinie;
2. Verbreiterung der Anlegerbasis für KMU: Verbesserung der Kreditinformationen, Kreditauskünfte, Kreditbewertung und des Kreditscoring;
3. Ermöglichung von nachhaltigen Verbriefungen;
4. Förderung von langfristigen Investitionen
  - Europäischer Fonds für strategische Investitionen (EFSI)
  - Europäische langfristige Investmentfonds (ELFIF)
5. Entwicklung Europäischer Märkte für Privatplatzierungen.



# *Aktionsplan für eine Kapitalmarktunion*

KMU

## **Europäische KMU sollen bessere Finanzierungsmöglichkeiten haben, mittels:**

- a. Modernisierung der Prospektrichtlinie und Überprüfung der regulatorischen Hemmnisse für die Zulassung kleiner Unternehmen zum Handel an öffentlichen Märkten;
- b. Einem Massnahmenpaket zur Förderung der Risikokapital- und Beteiligungsfinanzierung in der EU sowie der Katalysierung privater Investitionen durch EU-weite Dachfonds, Regulierungsformen und Steueranreize;
- c. Innovativer Formen der Unternehmensfinanzierung wie Crowdfunding, Privatplatzierungen und Kreditfonds unter gleichzeitiger Wahrung des Anlegerschutzes und der Finanzstabilität;
- d. Auslotung anderer Wege für den Zugang von KMU zu Finanzierungsquellen insbesondere Verminderung von asymmetrischen Informationen (bspw. mittels Verknüpfung der verschiedenen mitgliedstaatlichen Kreditinformationssystemen);
- e. Förderung von Privatplatzierungen mittels standardisierter Prozesse und Dokumentationen (bspw. Arbeiten der ICMA und das deutsche Schuldschein-Format).



# ***Aktionsplan für eine Kapitalmarktunion***

## **Infrastruktur**

### **Schaffung eines angemessenen Rechtsrahmens für langfristige und nachhaltige Investitionen und die Finanzierung der europäischen Infrastruktur, mittels:**

- a. 315 Mrd. schweren Investitionsoffensive;
- b. Anpassung der Solvabilität II-Kalibrierung bei Versicherungen und Überprüfung der Infrastrukturpositionen bei Banken im Rahmen der Eigenkapitalverordnung;
- c. Bewertung der Kohärenz des Rechtsrahmens für Finanzdienstleitungen und der kumulativen Auswirkungen der bisherigen Regulierungsformen.



# *Aktionsplan für eine Kapitalmarktunion*

## Anleger

### **Investitions- und Wahlmöglichkeiten für private und institutionelle Anleger sollen vermehrt werden, mittels:**

- a. Inanspruchnahme von Spareinlagen von Kleinanlegern, die von Vermögensverwaltern, Lebensversicherungen und Pensionsfonds gehalten werden durch erhöhtes Anlegervertrauen, Transparenz, Sicherheit und Wahlmöglichkeiten;
- b. Erhöhung des Wettbewerbs bei grenzüberschreitenden Finanzdienstleistungen an Privatkunden und von Versicherungen;
- c. Erweiterung der Möglichkeiten für das Alter vorzusorgen;
- d. Wirksamer europäischer Pass für Fonds.



# *Aktionsplan für eine Kapitalmarktunion*

## Banken

### **Kreditvergabekapazitäten der Banken soll erhöht werden, mittels**

- a. Einfachen, transparenten und standardisierten Verbriefungen, um Kapazitäten in den Bilanzen der Banken frei zu machen;
- b. Prüfung des erweiterten Einsatzes von Kreditgenossenschaften, die nicht den EU-Eigenkapitalvorschriften unterliegen;
- c. Prüfung von europaweiten Rahmenbedingungen, die auf gedeckte Schuldverschreibungen Anwendung finden („covered bonds“)



# *Aktionsplan für eine Kapitalmarktunion*

## Grenzübergreifende Hindernisse

**Grenzübergreifende Hindernisse sollen beseitigt und Kapitalmärkte für alle 28 Mitgliedstaaten entwickelt werden, mittels**

- a. Einem einheitlichen Rechtsakt zur Unternehmensinsolvenz;
- b. Beseitigung von Unsicherheiten in Bezug auf Eigentumsrechten an Wertpapieren (insbesondere Nachhandelsinfrastrukturen);
- c. Einer massgeschneiderten Unterstützung durch die Kommission;
- d. Der Entwicklung einer Strategie zur Stärkung der aufsichtsrechtlichen Konvergenz zusammen mit den europäischen Aufsichtsbehörden (ESA);
- e. Sicherstellung der notwendigen Instrumente für die Makroaufsicht;
- f. Der Einrichtung von Systemen für die Quellensteuerbefreiung sowie der Einrichtung von schnellen und standardisierten Erstattungsverfahren;
- g. Erleichterung von internationalen Investitionen mittels der Ausarbeitung eines Rahmens für die regulatorische Zusammenarbeit mit wichtigen Drittländern im Bereich der Finanzdienstleistungen.**



# Liste der Massnahmen und vorläufiger Zeitplan

3. Quartal 2015	<b>Förderung von Infrastrukturinvestitionen</b>
	<b>Gewährleistung der Kohärenz des EU-Regelwerks für Finanzdienstleistungen</b>
	<b>Aufbau europäischer Verbriefungsmärkte</b>
	<b>Unterstützung der Finanzierung der Gesamtwirtschaft durch Banken</b>
4. Quartal 2015	<b>Verbesserung des Zugangs zu den öffentlichen Märkten</b>
	<b>Förderung von Infrastrukturinvestitionen</b>
	<b>Erhöhung von Auswahl und Wettbewerb für Kleinanleger</b>
	<b>Stärkung der lokalen Finanzierungsnetze</b>
	<b>Stärkung der aufsichtsrechtlichen Konvergenz und des Kapazitätenaufbaus auf den Kapitalmärkten</b>
1. Quartal 2016	<b>Förderung innovativer Formen der Unternehmensfinanzierung</b>
	<b>Unterstützung von Risikokapital- und Beteiligungsfinanzierungen</b>
2. Quartal 2016	<b>Überwindung von Informationsbarrieren für Investitionen in KMU</b>
	<b>Ausweitung der Möglichkeiten für institutionelle Anleger und Fondsverwalter</b>
	<b>Weitere Massnahmen zur Stärkung der aufsichtsrechtlichen Konvergenz und des Kapazitätenaufbaus auf den Kapitalmärkten</b>
3. Quartal 2016	<b>Weitere Massnahmen zur Unterstützung von Risikokapital- und Beteiligungsfinanzierungen</b>
	<b>Weitere Massnahmen zur Stärkung der aufsichtsrechtlichen Konvergenz und des Kapazitätenaufbaus auf den Kapitalmärkten</b>



# Liste der Massnahmen und vorläufiger Zeitplan

4. Quartal  
2016

- Weitere Massnahmen zur Förderung innovativer Formen der Unternehmensfinanzierung**
- Weitere Massnahmen zur Förderung von Beteiligungsfinanzierungen**
- Förderung der privaten Altersvorsorge**
- Beseitigung nationaler Hindernisse für grenzübergreifende Investitionen**
- Förderung der Konvergenz der Insolvenzverfahren**

2017

- Unterstützung von Risikokapital- und Beteiligungsfinanzierungen**
- Überwindung von Informationsbarrieren für Investitionen in KMU**
- Verbesserung des Zugangs zu den öffentlichen Märkten**
- Verbesserung der Marktinfrastruktur für grenzübergreifende Investitionen**
- Beseitigung grenzübergreifender steuerlicher Hindernisse**
- Stärkung der Kapazität zur Wahrung der Finanzstabilität**

2018

- Verbesserung der Angebote auf Kleinanlegermärkten**
- Ausweitung der Möglichkeiten für institutionelle Anleger und Fondsverwalter**

---

# *Kapitalverkehrsfreiheit*



## ***Kapitalverkehrsfreiheit als Grundfreiheit im AEUV (Art. 63 f. AEUV)***

### **Die Kapitalverkehrsfreiheit findet auch auf Drittstaaten Anwendung.**

Im Rahmen der Bestimmungen dieses Kapitels sind **alle Beschränkungen des Kapitalverkehrs zwischen den Mitgliedstaaten sowie zwischen den Mitgliedstaaten und dritten Ländern** verboten (Art. 63 Abs. 1 AEUV).

Unbeschadet der anderen Kapitel der Verträge sowie ihrer Bemühungen um eine möglichst weitgehende Verwirklichung des Ziels eines freien Kapitalverkehrs zwischen den Mitgliedstaaten und dritten Ländern beschließen das **Europäische Parlament und der Rat gemäss dem ordentlichen Gesetzgebungsverfahren Massnahmen für den Kapitalverkehr mit dritten Ländern** im Zusammenhang mit Direktinvestitionen einschließlich Anlagen in Immobilien, mit der Niederlassung, der **Erbringung von Finanzdienstleistungen oder der Zulassung von Wertpapieren zu den Kapitalmärkten** (Art. 64 Abs. 2 AEUV).



## **Zulässige Beschränkungen der Kapitalverkehrsfreiheit** (Art. 65 f. AEUV)

Artikel 63 berührt nicht das Recht der Mitgliedstaaten, die **unerlässlichen Maßnahmen** zu treffen, um **Zu widerhandlungen gegen innerstaatliche Rechts- und Verwaltungsvorschriften**, insbesondere auf dem Gebiet des Steuerrechts und der **Aufsicht über Finanzinstitute**, zu verhindern, sowie **Meldeverfahren für den Kapitalverkehr zwecks administrativer oder statistischer Information** vorzusehen oder Massnahmen zu ergreifen, die aus Gründen der öffentlichen Ordnung oder Sicherheit gerechtfertigt sind (Art. 65 Abs. 1 lit. b AEUV).

Die in den Absätzen 1 und 2 genannten Massnahmen und Verfahren dürfen **weder ein Mittel zur willkürlichen Diskriminierung noch eine verschleierte Beschränkung des freien Kapital- und Zahlungsverkehrs** im Sinne des Artikels 63 darstellen (Art. 65 Abs. 3 AEUV).

Falls **Kapitalbewegungen nach oder aus dritten Ländern** unter aussergewöhnlichen Umständen das **Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion schwerwiegend stören oder zu stören drohen**, kann der Rat auf Vorschlag der Kommission und nach Anhörung der Europäischen Zentralbank gegenüber dritten Ländern Schutzmassnahmen mit einer Geltungsdauer von höchstens sechs Monaten treffen, wenn diese unbedingt erforderlich sind (Art. 66 AEUV).



## ***Zulässige Einschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit durch Grundfreiheiten: Rechtsprechung***

**Neben der gesetzlichen Einschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit treten die nach Massgabe der EuGH-Rechtsprechung tretenden Schranken.**

- **Abgrenzung zur Dienstleistungsfreiheit:** Es muss untersucht werden, ob eine Grundfreiheit hinter die andere zurücktritt, weil diese der anderen Freiheit gegenüber völlig zweitrangig ist (*Rechtssache Fidium Finanz AG*).
- **Abgrenzung von der Niederlassungsfreiheit:** Die Niederlassungsfreiheit geht der Kapitalverkehrsfreiheit vor, sofern der inländische Gesetzgeber an eine Beteiligung anknüpft, die einen sichernden Einfluss auf Entscheidungen der betroffenen Gesellschaft einräumen soll (*Rechtssache Test Claimants in the Thin Cap Group Litigation* und *Rechtssache Lasertec*).
- **Parallele Anwendung der Kapitalverkehrsfreiheit mit der Dienstleistungsfreiheit und der Niederlassungsfreiheit:** Eine parallele Anwendung erfolgt immer dann, wenn die Kapitalverkehrsfreiheit einen eigenständigen Schutzgehalt für den entsprechenden Sachverhalt hat. Ansonsten ist die einschränkende Wirkung der inländischen Rechtsvorschriften unvermeidliche Konsequenz der Kapitalverkehrsfreiheit.



## *Freiheit des Kapitalverkehrs im Rahmen von Abkommen mit Drittstaaten*

Im Rahmen von Abkommen mit Drittstaaten wie bspw. die Schweiz können weitergehende **Einschränkungen** der Möglichkeit der **Mitgliedstaaten** zur **Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit** beschlossen werden.

---

# *E-STS-Verbriefungen*



## ***E-STS-Verbriefungen***

### Anwendungsbereich

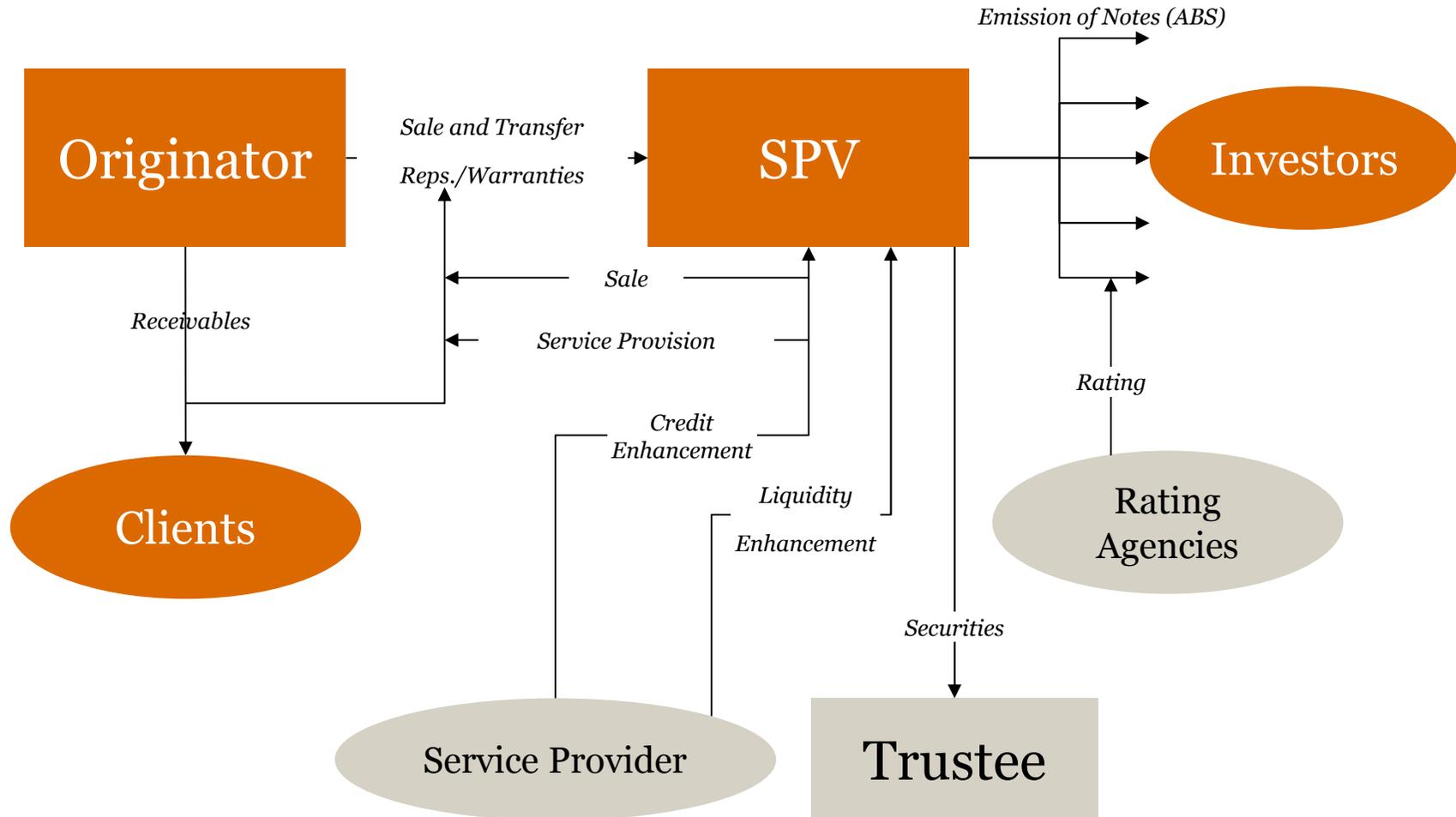
Die Verordnung schafft den **allgemeinen Rahmen für Verbriefungen**. Sie definiert den **Begriff** und legt **Sorgfaltspflichten, Anforderungen an den Risikoselbstbehalt** sowie **Transparenzanforderungen** fest. Sie schafft den Rahmen für **einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen** (STS-Verbriefungen).

- **Verbriefung**, ist ein Geschäft oder Programm, durch das das mit Risikopositionen verbundene Kreditrisiko in Tranchen unterteilt wird und bei welchem die Zahlungen von der Wertentwicklung der Risikopositionen abhängt und die Tranchenrangfolge über Verluste entscheidet.
- **Institutioneller Anleger**, (Rück)versicherungen, Einrichtungen betrieblicher Vorsorge, AIFM, OGAW-Verwaltungsgesellschaft, Kreditinstitute, Wertpapierfirmen nach EU-Recht.
- **ABCP-Programm**, Verbriefungsprogramm mit emittierten Wertpapieren mit einer ursprünglichen Laufzeit von maximal einem Jahr.
- **Sponsor**, ein Kreditinstitut oder eine Wertpapierfirma, das kein Originator ist und ein Programm forderungsbedeckter Geldmarktpapiere oder ein anderes Verbriefungsgeschäft auflegt und verwaltet.



# ***E-STS-Securitization***

## **Anatomy of a STS-Securitization**





## ***E-Einfache, transparente und standardisierte Verbriefung: Allgemeine Bestimmungen***

Alle Verbriefungen unterliegen **allgemeinen Bestimmungen**, die sich an **institutionelle Investoren, den Originator, den Sponsor** und die **ursprünglichen Kreditgeber** richten. STS-Verbriefungen unterliegen weitergehenden Anforderungen.

### **Sorgfaltspflichten für institutionelle Anleger (Art. 3)**

- **Bei Eingehung der Position**, Prüfung der Solidität der Kredivergabekriterien, der Gewährleistung des Risikselbstbehalts der Sponsoren und die Einhaltung der Informationspolitik;
- **Bei Eingehung der Position, angemessene Due Diligence** bezüglich Risikomerkmale, wesentlichen strukturellen Merkmalen und die Einhaltung der STS-Kriterien;
- **Während dem Halten der Position**, geeignete Verfahren zur Überprüfung der aller Pflichten und der Wertentwicklung der Positionen, regelmässige Stress-tests, eine angemessene interne Berichterstattung und die jederzeitige Erfüllung einer Nachweispflicht gegenüber Behörden;



## ***E-Einfache, transparente und standardisierte Verbriefung: Allgemeine Bestimmungen***

### **Risikselbstbehalt Originator, Sponsor und ursprünglicher Kreditgeber (Art. 4)**

- **Originator, Sponsor oder ursprünglicher Kreditgeber** halten grundsätzlich kontinuierlich einen **materiellen Nettoanteil** von **mindestens 5%** (skin in the game).

### **Transparenzanforderungen an Originatoren, Sponsoren und SPV (Art. 5)**

- **Informationen über die Verbriefung** auf **vierteljährlicher oder monatlicher Basis (ABCP)**;
- **Umfangreiche Dokumentationserstellung- und Herausgabepflicht**, einschliesslich einer genauen Beschreibung der Zahlungsrangfolge der Verbriefung;
- Grundsätzliche **Meldung aller wichtigen Ereignisse**.



## *E-Einfache, transparente und standardisierte Verbriefung: STS-Verbriefungen*

**“STS” als Gütesiegel** setzt voraus, dass die **allgemeinen Anforderungen für STS-Verbriefungen oder die Anforderungen an die ABCP-Verbriefungen** erfüllt werden und die **ESMA mittels der STS-Meldung** darüber informiert wird.

### **1. Anforderungen in Bezug auf die Einfachheit (Art. 8)**

- im Falle der Insolvenz des Verkäufers dürfen keine schwerwiegenden Rückforderungsvereinbarungen bestehen;
- Der Verkäufer muss zusichern und gewährleisten, dass die zugrundeliegenden Risikopositionen nicht anderweitig belastet sind;
- Es darf kein aktives Portfoliomanagement auf diskretionärer Basis erfolgen;
- Die Verbriefung unterliegt einem von Pool zugrundeliegenden Risikopositionen, die Rückzahlung hängt aber nicht wesentlich von deren Veräusserung ab;
- Die Risikopositionen umfassen keine Verbriefungen;
- Es bestehen keine ausgefallenen Risikopositionen im Zeitpunkt der Übertragung;
- Es gelten Emissionsübernahmestandards, die nicht weniger streng sind als die für die Originierung ursprünglich verwendeten Standards; und
- Es wurde bereits eine Zahlung geleistet.



## ***E-Einfache, transparente und standardisierte Verbriefung: STS-Verbriefung***

### **2. Anforderungen in Bezug auf die Standardisierung (Art. 9)**

- Die Anforderungen an den Risikselbstbehalt wurden eingehalten;
- Zins- und Währungsrisiken werden gemindert und die diesbezüglichen Massnahmen offen gelegt;
- Alle an einen Referenzwert gebundene Zinszahlungen basieren auf marktüblichen Zinssätzen;
- Im Falle einer revolvingen Periode müssen die Grenzen, die eine vorzeitige Rückzahlung auslösen, aufgelistet sein; und
- In den Transaktionsunterlagen sind materielle Bestimmungen geregelt.

### **3. Anforderungen in Bezug auf die Transparenz (Art. 10)**

- a. Originator, Sponsor und Verbriefungszweckgesellschaft geben den Anlegern vor der Anlage Zugang zu den historischen, statistischen und dynamischen Wertentwicklungen im Hinblick auf Ausfälle, Verluste und Zahlungsverzüge;
- b. Eine Stichprobe der im Rahmen der Verbriefung ausgegebenen Wertpapieren wird auf Korrektheit überprüft;
- c. Liability-Cashflow-Modelle müssen fortlaufend vorgelegt werden;



## ***E-Einfache, transparente und standardisierte Verbriefung: ABCP-Verbriefungen***

### **Anforderungen auf der Transaktionsebene (Art. 12)**

- Gewisse Anforderungen aus den allgemeinen Voraussetzungen an STS werden erfüllt;
- Unterlegung durch eine homogene Vermögenskategorie mit einer gewichteten durchschnittlichen Restlaufzeit von höchstens zwei Jahren und keiner Restlaufzeit von mehr als drei Jahren;
- Alle an Referenzwerte gebundenen Zinszahlungen sind nicht komplex und marktüblich;
- Beim Ausfall des Verkäufers oder einer vorzeitigen Glattstellung werden im SPV keine erheblichen Geldbeträge zurückbehalten;
- Die zugrundeliegenden Risikopositionen wurden nach den ordentlichen Emissionsübernahmestandards begründet;
- Transaktionsunterlagen enthalten Default Bestimmungen bei:
  - i. Verschlechterung Kreditqualität
  - ii. Insolvenz des Verkäufers und
  - iii. ungenügender Generierung neuer zugrundeliegender Risikopositionen; und
- Die Transaktionsdokumente müssen bestimmte Aufgaben, Zuständigkeiten und Verfahren regeln.



## ***E-Einfache, transparente und standardisierte Verbriefung: ABCP-Verbriefungen***

### **Anforderungen auf der Programmebene (Art. 13)**

- Transaktionen müssen die Vorgaben nach Art. 12 erfüllen;
- Originator, Sponsor oder ursprünglicher Kreditgeber müssen die Anforderungen an den Risikselbstbehalt erfüllen;
- Keine Wiederverbriefung und Bonitätsverbesserung darf eine zweite Tranchen-Ebene auf Programmebene schaffen;
- Sponsor ist ein Kreditinstitut;
- Die emittierten Wertpapiere dürfen keine Optionen enthalten, die sich auf die endgültige Fälligkeit auswirken;
- Zins- und Währungsrisiken werden offengelegt und Derivate auf der Programmebene nur zu deren Absicherung verwendet;
- In den Programmunterlagen werden Aufgaben, Zuständigkeiten, Massnahmen und Verfahren eindeutig festgelegt;
- Originator, Sponsor und SPV sind für die Einhaltung der Voraussetzungen in Art. 5 verantwortlich.



## ***E-Verbriefung***

### Meldepflicht und Publizität (Art. 14)

Eine Verbriefung muss im Rahmen der **Meldepflicht** die folgenden wesentlichen Voraussetzungen erfüllen:

1. Meldung mittels einem **bestimmten Formular**, dass die Verbriefung die Anforderungen an das STS-Gütesiegel erfüllt, Information der Aufsichtsbehörde, Ernennung eines Vertreters sowie Veröffentlichung auf der ESMA-Homepage.
2. **Bestätigung und Erklärung**, dass genau definierte Kriterien und Verfahren eingehalten werden.
3. **Unmittelbare Informationspflicht an die ESMA**, wenn die STS-Gütesiegelanforderungen nicht mehr eingehalten werden.
4. **ESMA führt auf ihre Homepage eine Liste** mit allen den Verbriefungen.



## ***E-Verbriefung***

### Auswirkungen auf die Schweiz

Das STS-Regime ist für die Schweiz offen. Man unterscheidet drei Grundfälle:

**1. Institutionelle Investoren aus der EU investieren in Verbriefungen aus der Schweiz**

Institutionelle Investoren müssen dieselben Sorgfaltspflichten erfüllen wie bei EU-Verbriefungen.

**2. Verbriefungen aus der Schweiz erfüllen die STS-Anforderungen/erhalten STS-Gütesiegel**

Verbriefungen aus der Schweiz müssen dieselben Anforderungen erfüllen wie Verbriefungen aus der EU.

**3. Die der EU-Verbriefung zu Grunde liegenden Risikopositionen sind in der Schweiz**

Es ist nicht erforderlich, dass die zu Grunde liegenden Risikopositionen in der Schweiz sind, um das STS-Gütesiegel zu erhalten.

---

# *E-Prospektverordnung*



## ***E-Prospektverordnung***

### Anwendungsbereich

Regelt die Erstellung, die Genehmigung und die Verteilung von Prospekten, wenn Effekten **öffentlich angeboten** werden oder **zum Handel an einem regulierten Markt zugelassen werden**, der in einem Mitgliedstaat domiziliert ist oder betrieben wird.

- **Öffentlicher Vertrieb**, heisst jede Art von Kommunikation an Personen, die genügend Informationen bezüglich dem Angebot und den angebotenen Effekten enthält, die es dem Anleger ermöglicht über den Kauf und Bezug zu entscheiden. Diese Definition findet auch auf die Platzierung von Effekten durch Finanzintermediäre Anwendung.
- **Emittent**, ist jede juristische Person, welche Effekten emittiert oder vorschlägt Effekten zu emittieren. **Das können auch Schweizer Emittenten sein.**
- **Anbieter** ist jede juristische Person oder natürliche Person, die Effekten öffentlich anbieten. **Das können auch Schweizer Anbieter sein.**
- **Heimatmitgliedstaat** für Schweizer Emittenten ist der Mitgliedstaat indem die Effekten zum ersten Mal öffentlich angeboten werden sollen.



## ***E-Prospektverordnung***

### Ausgenommene Emissionen

1. Emission ausschliesslich an **qualifizierte Investoren**;
2. Emission an **weniger als 150 nichtqualifizierte Investoren** in der Form von natürlichen und juristischen Personen;
3. Jeder Investor erwirbt Effekten von **mindestens EUR 100'000**;
4. **Gesamtvolumen** von **weniger als EUR 500'000 während 12 Monaten**;
5. **Austausch** von Effekten **ohne Erhöhung des Kapitals**;
6. **Austausch von Effekten im Zusammenhang mit einer Übernahme**, sofern die Transaktion und die Auswirkung auf den Emittent dokumentiert werden;
7. **Effekten, die im Rahmen einer Fusion oder Spaltung zugeteilt werden**, sofern ein Dokument die Transaktion und die Auswirkungen auf den Emittenten umschreibt;
8. **Stockdividenden in der Form derselben Aktienkategorie**, sofern ein Dokument die Transaktion und die Auswirkungen auf den Emittenten umschreibt;
9. Effekten, die **an Mitarbeiter durch ein affiliertes Unternehmen** zugeteilt werden, sofern ein Dokument die Transaktion und die Auswirkungen auf den Emittenten umschreibt.



## ***E-Prospektverordnung***

### Ausgenommene Effekten

Die Prospektverordnung findet keine Anwendung auf die folgenden **Effekten**:

- **Kollektive Kapitalanlagen** mit Ausnahme von Closed-End Funds;
- **Fremdkapital, Eigenkapital** oder **unbedingte und unwiderrufbare Garantien** durch einen **Mitgliedsstaat oder öffentliche Behörden**;
- Effekten von **gemeinnützigen Institutionen**;
- **Fortlaufend und wiederholt von Kreditinstituten emittiertes Fremdkapital**, sofern es nicht subordiniert, wandelbar oder austauschbar ist, kein Bezugsrecht einräumt, sich nicht auf ein Derivat bezieht, den Empfang von rückzahlbaren Einlagen materialisiert und vom Einlagensicherungsregime erfasst ist.
- **Fortlaufend und wiederholt von Kreditinstituten emittiertes Fremdkapital**, sofern der Gesamtausgabebetrag weniger als EUR 75 Mio. über 12 Monate beträgt, und die Effekten nicht subordiniert, wandelbar oder austauschbar sind, kein Bezugsrecht einräumen und sich nicht auf ein Derivat beziehen.



## ***E-Prospektverordnung***

### **Prospektpflicht (Art. 3 f.)**

Jedes **öffentliches Angebot oder jede Zulassung zum Handel an einem regulierten Markt** von Effekten in der EU bedarf grundsätzlich der vorherigen Publikation eines Prospektes.

Mitgliedstaaten können im Rahmen von **“blue sky laws”** Ausnahmen für Angebote im entsprechenden Mitgliedsstaat, die über einen Zeitraum von 12 Monaten ein Volumen von EUR 10 Mio. nicht übersteigen, vorsehen.

Es besteht die Möglichkeit auch **freiwillig einen Prospekt** zu erstellen und diesen von den zuständigen Mitgliedsstaatsbehörden genehmigen zu lassen. Ein solch gehörig genehmigter Prospekt unterliegt allen Bestimmungen der Prospektverordnung.

Der **Wiederverkauf von Effekten bzw. durch Investoren**, die in der vorgehenden (Erst)Emission nicht in den Anwendungsbereich der Prospektverordnung zufolge der **Natur als qualifizierte Anleger, weniger als 150 natürliche und juristische Personen, beim Erwerb von mindestens EUR 100'000 per Anleger, bei einer Emission von weniger als EUR 500'000 über 12 Monate** fallen, benötigt einen Prospekt, falls er ein **öffentliches Angebot** ist, und **kein noch gültiger Prospekt** mehr vorliegt.



## ***E-Prospektverordnung***

### Prospektarten (Art. 8 ff.)

- 1. Basisprospekt:** Dieser enthält **alle relevanten Informationen über den Emittenten und die öffentlich angebotenen oder zum Handel an einem regulierten Markt zuzulassenden Effekten.** Die endgültigen Bedingungen der angebotenen Effekten werden entweder im Basisprospekt selber oder in einem Supplement mitgeteilt bzw. veröffentlicht und genehmigt.
- 2. Minimales Offenlegungsregime für Zweitemissionen von Emittenten:** Emittenten, die **bereits mehr als 18 Monate zum Handel zugelassen sind,** können unter **vereinfachten Bedingungen (nur Offenlegung von Finanzinformationen des letzten Jahres, der Rechte, dem Grund für die Emission und der Auswirkungen auf den Emittenten)** Effekten emittieren.
- 3. Minimales Offenlegungsregime für SME:** Diese können in den Genuss eines minimalen Offenlegungsregime kommen, sofern sie **Effekten öffentlich anbieten und keine Effekten zum Handel zugelassen sind.** Die Effekten dürfen nicht subordiniert, wandelbar oder austauschbar sein, kein Recht zum Bezug von Effekten geben und nicht mit einem Derivat verbunden sein.



## ***E-Prospektverordnung***

### **Der Prospekt (Art. 6 f.)**

Der Prospekt muss die **Informationen enthalten, die notwendig sind, damit ein Anleger, der in Effekten, die entweder öffentlich angeboten werden oder zum Handel zugelassen werden, ein informiertes Assessment über die Finanzlage und Geschäftsaussichten** des Emittenten treffen kann.

Die Information muss in einer **leicht analysierbaren, prägnanten und verständlichen** Form präsentiert werden.

Der Prospekt kann aus **einem Dokument oder mehreren Dokumenten** bestehen. Er ist während 12 Monate nach der Genehmigung gültig.

Falls der Prospekt aus **mehreren Dokumenten** besteht, muss er sich in folgende Dokumente unterteilen lassen:

- **Registrierungsdokument:** Diese enthält die Informationen über den Emittenten.
- **Effektenbeschreibung:** Diese enthält die Informationen über die angebotenen oder zum Handel zugelassenen Effekten.
- **Zusammenfassung:** Diese enthält die wichtigsten Risiken des Emittenten, Garanten und der Effekten, die korrekt, angemessen, klar und unmissverständlich auf höchstens sechs Seiten dargelegt werden müssen.



## ***E-Prospektverordnung***

### Genehmigungsverfahren (Art. 20 f.)

- 1. Genehmigung:** Jeder Prospekt muss durch die kompetente Behörde des betroffenen Mitgliedsstaates genehmigt werden, bevor dieser publiziert werden kann. Prüfungsmaßstab ist Vollständigkeit, Verständlichkeit und Konsistenz.
- 2. Sprache:** Der Prospekt muss in einer von den kompetenten Behörden akzeptierten Sprache abgefasst werden. Eine Übersetzung der Zusammenfassung kann verlangt werden.
- 3. Veröffentlichung:** Nach der Genehmigung wird der Prospekt nicht später als zum Beginn des öffentlichen Angebots oder der Handelszulassung veröffentlicht. Eine elektronische Veröffentlichung auf der Seite des Emittenten, Anbieters, Finanzintermediärs oder regulierten Marktes genügt. Eine physische Kopie muss geliefert werden, sofern dies beantragt wird.
- 4. Werbung:** Werbung liegt vor, sofern eine Mitteilung ergeht, dass ein Prospekt bereits veröffentlicht wurde bzw. wird und mitgeteilt wird, wo dieser bezogen werden kann.
- 5. Notifizierungspflicht:** Es besteht eine Notifizierungspflicht, wenn ein genehmigter Prospekt in mehreren Mitgliedsstaaten vertrieben wird. Die Behörde des Heimatmitgliedsstaates notifiziert darüber aufgrund eines Begehrens des Emittenten die betroffene andere Mitgliedsstaatenbehörde.



## ***E-Prospektverordnung***

Schweizer Emittenten (Art. 26 f.)

Schweizer Emittenten haben die **Wahl entweder einen Prospekt nach Massgabe der EU-Prospektverordnung oder nach Massgabe der Schweizer Bestimmungen** zu erstellen.

Wählt der Schweizer Emittenten die Erstellung **nach Massgabe der Prospektverordnung, müssen die folgenden Schritte eingehalten** werden:

1. **Schweizer Emittenten**, die Effekten in der EU öffentlich anbieten oder zum Handel an einem regulierten Markt zulassen wollen, unterliegen der Prospektverordnung.
2. Sie müssen den **Prospekt von der Heimatstaatbehörde genehmigen lassen, d.h. der Behörde des Mitgliedsstaates in welchem die Effekten vertrieben** werden.
3. Sie müssen einen **Vertreter im Heimatstaat ernennen**. Dieser ist der Hauptansprechpartner und muss die Übereinstimmung des Prospekts mit den Bestimmungen der Prospektverordnung überprüfen.



## ***E-Prospektverordnung***

### Prospekt nach Schweizer Recht (Art. 27)

Es gibt **drei Möglichkeiten der Gleichwertigerkennung von nach Schweizer Recht abgefassten Prospekten** in der EU.

1. Die **zuständige Behörde des Heimatmitgliedstaats anerkennt den nach Schweizer Recht abgefassten Prospekt**, weil die Informationsvoraussetzungen nach Schweizer Recht gleichwertig sind mit denjenigen nach der Prospektverordnung.
2. Die **Europäische Kommission** bestimmt in einem delegierten Rechtsakt **allgemeine Äquivalenzkriterien**, nach Massgabe der in Art. 6 (Prospekt), 7 (Zusammenfassung), 8 (Basisprospekt) und 13 (minimale Informationen) dargelegten Kriterien.
3. Basierend auf die oben genannten Kriterien kann die **Europäische Kommission generell beschliessen**, dass nach Schweizer Recht verfasste Prospekte denjenigen gleichwertig sind, die nach Massgabe dieser Prospektverordnung abgefasst werden.

# *Förderung von Infrastrukturinvestitionen durch (Rück)Versicherungen mittels Solvency II*



## Änderung von Solvency II

### Idee und Ziele

Investitionen durch Versicherungen, die grosse institutionelle Investoren sind, in **Infrastruktur oder EFSI sollen mittels einer neuen Klasse von Infrastrukturinvestitionen** gefördert werden.

Qualifizierte Infrastrukturinvestitionen müssen die folgenden Voraussetzungen erfüllen:

1. Sie müssen durch ein **SPV** gehalten werden;
2. SPV kann **finanzielle Verpflichtungen auch in Stresssituationen** einhalten;
3. Die **generierten Cash Flows sind vorhersehbar**;
4. Anwendbarer Rechtsrahmen gewährt **ein hohes Mass an Anlegerschutz**;
5. **Bonds oder Darlehen** müssen **bis zur Fälligkeit gehalten** werden können;
6. **Investitionen in Bonds** müssen ein Rating aufweisen oder **“senior”** sein;
7. **Investitionen in Aktien, Bonds, oder Darlehen** müssen **ohne Rating** müssen **bestimmte und zahlreiche Voraussetzungen** erfüllen.

# *Übrige Erlasse*



## **Kapitalmarktunion**

### Hängige oder vor Kurzem beendete Vernehmlassungen/ Konsultationen

- Gedeckte Schuldverschreibungen (6. Januar 2016);
- EU-Regulierungsrahmen für Finanzdienstleistungen (6. Januar 2016);
- European Venture Capital Funds (EUVECA) und European Social Entrepreneurship Funds (6. Januar 2016);
- Grünbuch über Finanzdienstleistungen für Privatkunden: Bessere Produkte, grössere Auswahl und mehr Möglichkeiten für Verbraucher und Unternehmen.

---

# *Auswirkungen auf die Schweiz*



## ***Zwischenfazit: Mögliche Auswirkungen der Kapitalmarktunion auf die Schweiz***

**Es ist schon jetzt absehbar, dass die Kapitalmarktunion bedeutende Auswirkungen auf den Schweizer Finanzplatz haben wird. Es werden Schweizer Finanzprodukte, aber auch Finanzmarktteilnehmer betroffen sein. Mögliche Auswirkungen sind:**

1. Abschluss von **bilateralen Verträgen** zwischen der **EU und der Schweiz** zur Förderung der **grenzübergreifenden Investitionstätigkeit bzw. Finanzdienstleistungserbringung (Abbau von Cross Border-Schranken)** und damit die **faktische Ausweitung des europäischen Kapitalmarktes auf die Schweiz;**
2. **Wiederbelebung des CDO-Marktes** mittels STS-Verbriefungen;
3. **Vereinfachung der Mittelaufnahme an den Kapitalmärkten** und der dazugehörigen **Dokumente (insbesondere Prospekte);**
4. **Neues Rahmenwerk für effizientere Kapitalmärkte mit dem Potenzial die heutigen Finanzierungstätigkeiten massgeblich zu verändern.**



## *Ihr Kontakt*

### ***Martin Liebi***

Legal FS Regulatory & Compliance Services  
Head Capital Markets



Birchstrasse 160  
8050 Zurich-Oerlikon

Tel: +41 58 792 28 86  
Mobil: +41 76 341 65 43  
E-Mail: [martin.liebi@ch.pwc.com](mailto:martin.liebi@ch.pwc.com)

