



Rat der  
Europäischen Union

Brüssel, den 30. Mai 2018  
(OR. en)

---

---

**Interinstitutionelles Dossier:  
2018/0165 (COD)**

---

---

**9402/18  
ADD 2**

**EF 149  
ECOFIN 500  
CODEC 869**

### **ÜBERMITTLUNGSVERMERK**

|                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Absender:      | Herr Jordi AYET PUIGARNAU, Direktor, im Auftrag des Generalsekretärs der Europäischen Kommission                                                                                                                                                                                                                       |
| Eingangsdatum: | 25. Mai 2018                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Empfänger:     | Herr Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, Generalsekretär des Rates der Europäischen Union                                                                                                                                                                                                                                        |
| Nr. Komm.dok.: | SWD(2018) 244 final                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| Betr.:         | ARBEITSUNTERLAGE DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN<br>ZUSAMMENFASSUNG DER FOLGENABSCHÄTZUNG Begleitunterlage<br>zum Vorschlag für eine VERORDNUNG DES EUROPÄISCHEN<br>PARLAMENTS UND DES RATES zur Änderung der Verordnungen (EU)<br>Nr. 596/2014 und (EU) 2017/1129 zur Förderung der Nutzung von KMU-<br>Wachstumsmärkten |

Die Delegationen erhalten in der Anlage das Dokument SWD(2018) 244 final.

Anl.: SWD(2018) 244 final

Brüssel, den 24.5.2018  
SWD(2018) 244 final

**ARBEITSUNTERLAGE DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN**

**ZUSAMMENFASSUNG DER FOLGENABSCHÄTZUNG**

*Begleitunterlage zum*

**Vorschlag für eine VERORDNUNG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND  
DES RATES**

**zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 596/2014 und (EU) 2017/1129 zur Förderung  
der Nutzung von KMU-Wachstumsmärkten**

{COM(2018) 331 final} - {SEC(2018) 247 final} - {SWD(2018) 243 final}

| Zusammenfassung                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Folgenabschätzung zum Kommissionsvorschlag zur Stärkung und Förderung der Nutzung von KMU-Wachstumsmärkten                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| A. Handlungsbedarf                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>Warum? Welches Problem wird angegangen?</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <p>Die Initiative steht im Mittelpunkt des Arbeitsprogramms der Kapitalmarktunion und hat zum Ziel, kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) den Zugang zu den öffentlichen Kapitalmärkten zu erleichtern. Insbesondere zielt sie darauf ab, den übermäßigen administrativen Aufwand zu bekämpfen, vor dem KMU stehen, wenn sie eine Börsennotierung anstreben oder Aktien oder Anleihen emittieren, und das Liquiditätsniveau an den KMU-Wachstumsmärkten zu erhöhen (eine neue Kategorie multilateraler Handelssysteme, welche durch die MiFID II-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente 2014/65/EU geschaffen wird).</p> <p>Das EU-Regelwerk bietet derzeit nur einige wenige Erleichterungen für Emittenten an den KMU-Wachstumsmärkten und bürdet ihnen übermäßig hohe Kosten auf. Dies gilt insbesondere für Universalansätze wie jenen im Rahmen der Marktmissbrauchsverordnung 596/2014 (MAR). Diese Kosten verringern die relative Attraktivität der öffentlichen Emission von Eigen- oder Fremdkapital. Darüber hinaus leiden KMU-Aktien unter einer geringen Liquidität. Das wiederum erhöht die Liquiditäts- und Volatilitätsrisiken für Anleger und verringert die Aktienbewertungen. Außerdem schaffen die aktuelle Definition von KMU-Anleiheemittenten (zum Zwecke der KMU-Wachstumsmärkte) und die Anforderung an diese, Halbjahresberichte zu erstellen, erhebliche Hindernisse für die Betreiber und halten die KMU-Anleiheemittenten davon ab, die Vorteile der derzeit schon gültigen Erleichterungen ebenso wie die von dieser Initiative anvisierten Erleichterungen zu nutzen.</p>                                                                                                      |
| <b>Was soll mit dieser Initiative erreicht werden?</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <p>Die Initiative soll die Verwaltungskosten für notierte KMU reduzieren und das Liquiditätsniveau an den KMU-Wachstumsmärkten erhöhen. In Kombination mit den jeweiligen gesetzgeberischen und anderen Maßnahmen, die im Rahmen des Arbeitsprogramms der Kapitalmarktunion ergriffen werden, wird die Initiative die relative Attraktivität der öffentlichen Märkte steigern und den Zugang zum Finanzmarkt für KMU verbessern. Das verringert die Abhängigkeit der KMU von der Bankfinanzierung, wodurch sie ihre Widerstandsfähigkeit gegenüber wirtschaftlichen Schocks erhöhen und von einer breiteren Wirtschaft profitieren.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Welchen Mehrwert bringt eine Maßnahme auf EU-Ebene?</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <p>Da die Mitgliedsländer über nahezu keine Flexibilität verfügen, um die Richtlinie II über Märkte für Finanzinstrumente oder die Marktmissbrauchsverordnung bzw. die Prospektverordnung 2017/1129 an ihre lokalen Bedingungen anzupassen, ist eine gesetzgeberische Maßnahme auf EU-Ebene absolut notwendig, um den Verwaltungsaufwand zu verringern, der den Emittenten an den KMU-Wachstumsmärkten auferlegt wird und von diesen EU-Gesetzen stammt. Mit Blick auf die regulativen Hindernisse, die eine Liquiditätszufuhr behindern, ist die Logik hinter der EU-Intervention eine andere. Die Mitgliedsstaaten können anerkannte Marktpraktiken zu Liquiditätsverträgen einführen, gleichwohl haben dies nur vier Länder getan. Das bedeutet, dass in vielen Mitgliedsstaaten den KMU-Emittenten das Recht vorenthalten bleibt, Liquiditätsverträge zu schließen. Diese Situation fragmentiert den Binnenmarkt und führt zu einer Wettbewerbsverzerrung zwischen den Emittenten, die einen Liquiditätsvertrag abschließen dürfen (und somit Liquidität gewährleisten, Kapitalkosten senken, usw.), und jenen, die diese Möglichkeit nicht haben. Ein begrenzter Handel aufgrund einer begrenzten Anzahl handelbarer Wertpapiere kann dazu führen, dass Anleger die Liquidität der an den KMU-Wachstumsmärkten notierten Wertpapiere als negativ wahrnehmen, und die Glaubwürdigkeit und Attraktivität jener neu gegründeten Handelsplätze beeinträchtigen. Maßnahmen auf EU-Ebene sind erforderlich, um zu gewährleisten, dass die identifizierten regulatorischen Probleme, die aus den EU-Regeln resultieren, angemessen angegangen werden und die Liquidität auf diesen Märkten gesteigert werden kann.</p> |
| B. Lösungen                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>Welche gesetzgeberischen und anderen Politikoptionen sind in Erwägung gezogen worden? Gibt es eine bevorzugte Option? Warum?</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <p>Die Grundoption war in allen Fällen, keine Änderungen der Normen vorzuschlagen, die für die KMU-Wachstumsmärkte und die Emittenten auf diesen Märkten gelten. Obgleich nicht-gesetzgeberische Politikoptionen helfen können, das Marktumfeld zu erweitern, und zu den Zielen der Initiative beitragen, wurden sie nicht als wirksame Instrumente erachtet, um die speziellen Probleme anzugehen.</p> <p>Die bevorzugten politischen Optionen wurden auf der Grundlage ihrer jeweiligen Wirkung und Effizienz</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |

identifiziert, und zwar im Hinblick auf (i) die Reduzierung der Compliance-Kosten, die für Emittenten an den KMU-Wachstumsmärkten anfallen, und (ii) die Erhöhung der Liquidität an den KMU-Wachstumsmärkten, aber gleichzeitig (iii) ein hohes hohes Maß an Anlegerschutz und Marktintegrität erhalten. Die bevorzugten regulatorischen Anpassungen in Bezug auf die Liquidität wurden auf der Grundlage ihrer Fähigkeit ausgesucht, die Liquidität wirksam zu steigern und dabei ausreichend Flexibilität zu gewährleisten, um diese an die lokalen Marktumgebungen anzupassen. Dadurch müsste ihre Wirksamkeit verbessert werden. Die Analyse zeigte, dass der beste Ansatz darin bestünde, ein europäisches Opt-in-System für Liquiditätsverträge einzuführen und KMU-Wachstumsmärkten anzuordnen, Free-Float-Mindestanforderungen ohne weitere Spezifizierung anzuwenden. Die bevorzugten Maßnahmen bezüglich der Verringerung der Compliance-Kosten wurden nach deren Fähigkeit ausgewählt, Kosten zu senken und dabei einen hohen Grad an Marktintegrität aufrechtzuerhalten. Die Analyse der Optionen mündete in den Vorschlag technischer Änderungen, die begrenzte Erleichterungen im Hinblick auf Geltungsbereich, zeitliche Vorgaben zur Offenlegung von Informationen und Aufzeichnungspflichten bieten, die sich insbesondere aus der Marktmissbrauchsverordnung ergeben. Es wurde auch entschieden, den KMU zu ermöglichen, einen vereinfachten ‚Transferprospekt‘ zu verwenden, wenn sie von einem KMU-Wachstumsmarkt zu einem geregelten Markt wechseln (‚Hauptmarkt‘).

### **Wer unterstützt welche Option?**

Die Konsultation der Interessenträger und die vorausgehenden Konsultationsmaßnahmen haben eine breite Unterstützung regulatorischer Anpassungen gezeigt, um den KMU einen besseren Zugang zu den öffentlichen Kapitalmärkten zu ermöglichen. Die Interessenträger merkten insbesondere an, dass der Universalansatz im Rahmen der Marktmissbrauchsverordnung den kleinen Emittenten eine unverhältnismäßige Bürde auferlegt. Emittenten, Börsen und Intermediäre fordern generell gezielte Erleichterungen zur Senkung der administrativen Kosten, vor allem im Hinblick auf Managertransaktionen, Insiderlisten und die Offenlegung von Insiderinformationen. Die Mitgliedsstaaten demonstrierten ebenfalls Unterstützung für solche Maßnahmen, merkten jedoch an, dass jede ergriffene Anpassungsmaßnahme nachteilige Folgen für die Marktintegrität vermeiden sollte. Die Interessenträger zeigten eine ähnliche Unterstützung auch für die Umsetzung eines erleichterten ‚Transferprospektes‘.

Hinsichtlich der Anpassung von Definitionen zeigten die Interessenträger eine breite Unterstützung für die Änderung der Definition von KMU-Anleiheemittenten. Weniger schlüssig waren die Antworten bezüglich der Gesamtdefinition der KMU-Wachstumsmärkte. Während viele Interessenträger die Erhöhung der Schwelle zur Marktkapitalisierung unterstützten, äußerten andere die Auffassung, dass eine solche Maßnahme verfrüht wäre. Ausgehend von diesen Rückmeldungen und weiterer Analysen liegt die bevorzugte Option darin, den aktuellen Status quo hinsichtlich der Definition der KMU-Wachstumsmärkte beizubehalten (mit Ausnahme der Definition der KMU-Anleiheemittenten).

Was die Maßnahmen zur Steigerung der Liquidität angeht, so erkannten die Marktteilnehmer weitgehend die Vorteile von Liquiditätsverträgen an. Unter den Interessenträgern, die eine Meinung preisgaben, stimmte eine große Zahl überein, dass es Vorzüge hätte, ein EU-Regelwerk zu schaffen, obgleich viele auf der Notwendigkeit beharrten, die Flexibilität für solche Verträge zu erhalten, um diese an lokale Bedingungen anzupassen. Einige zuständige nationale Behörden befürchteten, dass solche Praktiken manipulativen Verhaltensweisen bei der Preissetzung Vorschub leisten könnten. Andere zuständige nationale Behörden sahen jedoch keinen Grund zur Sorge, solange der Rahmen so kalibriert würde, dass es manipulative Verhaltensweisen wie unter den aktuell bestehenden anerkannten Marktpraktiken verhindert. Was die Free-Float-Mindestanforderungen angeht, waren die Befragten ebenso geteilt zwischen denen, die eine solche Maßnahme unterstützen, und denjenigen, die sie missbilligen.

## **C. Auswirkungen der bevorzugten Option**

### **Was sind die Vorteile der bevorzugten Option (wenn vorhanden, ansonsten die wichtigsten)?**

Die bevorzugten Optionen der Marktmissbrauchsverordnung schaffen einen Ausgleich zwischen der Senkung der Verwaltungskosten für die KMU-Notierung und der Erhaltung eines hohen Grades an Marktintegrität. Gleichzeitig vermeiden sie jedwede substanzielle Kostensteigerung für nationale und EU-Budgets. Die Maßnahmen bezüglich der Liquidität gewährleisten, dass die Emittenten in der Lage sind, die Liquidität ihrer Aktien zu verbessern, indem sie Liquiditätsverträge abschließen. In der Zwischenzeit erhalten sie eine ausreichende Flexibilität, damit die zuständigen nationalen Behörden die Marktpraktiken an die lokalen Bedingungen anpassen können. Die Free-Float-Anforderung bietet gleiche Kalibrierungsflexibilität für die Marktbetreiber. Der anvisierte ‚Transferprospekt‘ bietet erhebliche Kosteneinsparungen für Emittenten, die zu den Hauptmärkten wechseln, und stellt gleichzeitig sicher, dass den Anlegern ausreichend Informationen zur Verfügung stehen.

### **Was sind die Kosten der bevorzugten Option (wenn vorhanden, ansonsten die wichtigsten)?**

Es gibt keine nennenswerten Kosten, die sich aus den vorgeschlagenen regulatorischen Änderungen ergeben. Es gibt jedoch minimale Kostenauswirkungen für die zuständigen nationalen Behörden (siehe unten).

**Inwieweit sind Unternehmen, KMU und Kleinstunternehmen betroffen?**

KMU werden mit verringerten Compliance-Kosten und einer erhöhten Liquidität rechnen können, wenn sie an KMU-Wachstumsmärkten notieren. Das wird ihnen helfen, ihre Finanzierungsquellen von Bankdarlehen weg zu diversifizieren und insgesamt ihre Fähigkeit zur Kapitalbeschaffung stärken; dadurch können sie leichter wachsen und leichter in Forschung und Entwicklung investieren.

**Wird dies signifikante Auswirkungen auf die nationalen Budgets und Verwaltungen haben?**

Es wird keine nennenswerten Auswirkungen für die nationalen Haushalte geben. Die vorgeschlagenen gesetzlichen Anpassungen werden minimale einmalige Kosten für die zuständigen nationalen Behörden verursachen, die sich aus den erforderlichen Änderungen an den internen Verfahrensweisen ergeben. Bei den laufenden Kosten werden keine Änderungen oder leichte Rückgänge erwartet. Die Erleichterungen im Rahmen der Marktmissbrauchsverordnung werden den Aufsichtsaufwand der zuständigen nationalen Behörden in Bezug auf Insiderlisten, aufgeschobene Offenlegung von Insiderinformationen und Marktsondierungen verringern. Gleichzeitig könnten die zuständigen nationalen Behörden die Notwendigkeit sehen, andere Aufsichtsmaßnahmen zu verstärken (z. B. die Überwachung des Abschlusses von Liquiditätsverträgen).

**Wird es andere bedeutende Auswirkungen geben?**

Es werden keine weiteren bedeutenden Auswirkungen erwartet.

**D. FOLGEMASSNAHMEN**

**Wann wird die Politik überarbeitet?**

Im Rahmen ihres weiter gefassten Plans zur Verbesserung des KMU-Zugangs zu den öffentlichen Märkten, wie es in der Halbzeitüberprüfung der Kapitalmarktunion vorgesehen ist, werden die Dienststellen der Kommission die Entwicklung der KMU-Wachstumsmärkte und den KMU-Zugang zur Kapitalmarktfinanzierung überwachen und die Wirksamkeit der Maßnahmen überprüfen, die im Einklang mit dem Konzept der besseren Rechtsetzung ergriffen werden.