



Brüssel, den 20. Dezember 2018  
(OR. en)

15774/18

EF 347  
ECOFIN 1238  
DELECT 187

### ÜBERMITTLUNGSVERMERK

---

Absender:	Herr Jordi AYET PUIGARNAU, Direktor, im Auftrag des Generalsekretärs der Europäischen Kommission
Eingangsdatum:	13. Dezember 2018
Empfänger:	Herr Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, Generalsekretär des Rates der Europäischen Union

---

Nr. Komm.dok.:	C(2018) 8442 final
----------------	--------------------

---

Betr.:	DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) .../... DER KOMMISSION vom 13.12.2018 zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission in Bezug auf bestimmte Registrierungsbedingungen mit dem Ziel, die Nutzung der KMU-Wachstumsmärkte für die Zwecke der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates zu fördern
--------	--

---

Die Delegationen erhalten in der Anlage das Dokument C(2018) 8442 final.

---

Anl.: C(2018) 8442 final



Brüssel, den 13.12.2018  
C(2018) 8442 final

**DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) .../... DER KOMMISSION**

**vom 13.12.2018**

**zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission in Bezug auf bestimmte Registrierungsbedingungen mit dem Ziel, die Nutzung der KMU-Wachstumsmärkte für die Zwecke der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates zu fördern**

(Text von Bedeutung für den EWR)

## BEGRÜNDUNG

### 1. KONTEXT DES DELEGIERTEN RECHTSAKTS

Eines der Hauptziele der Kapitalmarktunion (CMU) ist es, für EU-Unternehmen in jedem Stadium ihrer Entwicklung den Zugang zu marktbasierter Finanzierungsquellen zu verbreitern. Seit der Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion ins Leben gerufen wurde, hat die EU erhebliche Fortschritte bei der Ausweitung der Finanzierungsquellen für wachsende Unternehmen sowie bei der EU-weiten Bereitstellung marktgestützter Finanzmittel erzielt. So gibt es bereits neue Regeln, mit denen Investitionen der Risikokapitalfonds der EU (EuVECA) in Startups und mittlere Unternehmen gefördert werden. Zusammen mit dem Europäischen Investitionsfond hat die Kommission außerdem ein Programm für einen europaweiten Risikokapital-Dachfonds (VentureEU) aufgelegt, um Investitionen in innovative Startups und expandierende Unternehmen in ganz Europa zu fördern. Es wurden bereits neue Prospektvorschriften eingeführt, um Unternehmen bei der Kapitalbeschaffung an den öffentlichen Eigenkapital- bzw. Fremdkapitalmärkten zu helfen. Für kleine und mittelgroße Unternehmen, die EU-weit Kapital beschaffen wollen, wird derzeit ein neuer EU-Wachstumsprospekt entwickelt. Um Startups und Unternehmern den Zugang zu Finanzmitteln zu erleichtern, hat die Kommission darüber hinaus ein europäisches Label für investitions- und darlehensbasierte Crowdfunding-Plattformen vorgeschlagen („European Crowdfunding Service Providers for Business“).

Es muss jedoch mehr getan werden, um einen stärker unterstützenden Rechtsrahmen zu schaffen, der kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) den Zugang zu öffentlichen Finanzierungsmitteln erleichtert. Dies sollte insbesondere durch Förderung der mit der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente II (MiFID II)<sup>1</sup> eingeführten Kategorie „KMU-Wachstumsmarkt“ sowie durch Schaffung eines ausgewogenen Verhältnisses zwischen Anlegerschutz und Marktintegrität einerseits und Vermeidung von unnötigem Verwaltungsaufwand andererseits erreicht werden.

In der im Juni 2017 veröffentlichten Halbzeitbilanz des Aktionsplans zur Kapitalmarktunion<sup>2</sup> hat die Kommission ihren Schwerpunkt noch stärker auf den Zugang von KMU zu öffentlichen Märkten gelegt. In diesem Zusammenhang hat sich die Kommission verpflichtet, *„eine Folgenabschätzung zu veröffentlichen, bei der geprüft wird, ob zielgerichtete Änderungen einschlägiger EU-Rechtsvorschriften einen angemesseneren Regulierungsrahmen zur Vereinfachung von KMU-Notierungen auf öffentlichen Märkten schaffen können“*.

Frisch notierte KMU sind ein wichtiger Motor für neue Investitionen und die Schaffung von Arbeitsplätzen. Was das jährliche Wachstum und die Erhöhung der Beschäftigtenzahlen angeht, erzielen vor Kurzem notierte Unternehmen oftmals bessere Ergebnisse als Unternehmen im Privatbesitz. Zu den Vorteilen einer Notierung zählen eine geringere Abhängigkeit von der Finanzierung durch Banken, ein stärker diversifiziertes Anlegerspektrum, ein leichter Zugang zu zusätzlichem Beteiligungskapital und Finanzierungen über Anleiheemissionen (durch Sekundärangebote), eine stärkere Wahrnehmung in der Öffentlichkeit sowie eine größere Markenbekanntheit.

---

<sup>1</sup> Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU.

<sup>2</sup> Mitteilung der Kommission über die Halbzeitbilanz des Aktionsplans zur Kapitalmarktunion ({SWD(2017) 224 final} und {SWD(2017) 225 final} – 8. Juni 2017)

Trotz der Vorteile einer Börsennotierung tun sich die auf KMU spezialisierten öffentlichen Märkte in der EU jedoch schwer, neue Emittenten zu finden. Zwar gibt es viele Faktoren, die für einen Börsengang von KMU sprechen und die Anleger dazu ermutigen, in Finanzinstrumente von KMU zu investieren. Die Folgenabschätzung<sup>3</sup> zeigt allerdings, dass die öffentlichen Märkte für KMU vor zwei Arten von Herausforderungen stehen: i) Auf der Angebotsseite entstehen den Emittenten durch die Notierung an öffentlichen Märkten hohe Befolgungskosten. ii) Auf der Nachfrageseite kann eine unzureichende Liquidität eine Belastung darstellen, und zwar für die Emittenten (aufgrund höherer Kapitalkosten), für die Anleger (die aufgrund eines geringen Liquiditätsniveaus und damit verbundener Volatilitätsrisiken unter Umständen von Investitionen in KMU abgehalten werden) und für die Marktintermediäre (deren Geschäftsmodelle auf dem Orderflow der Kunden in liquiden Märkten beruhen).

Die Kommission hat beschlossen, einen Vorschlag für einen Rechtsakt zusammen mit einer delegierten Verordnung vorzulegen, die auf technische Anpassungen des EU-Regelwerks abstellen, um i) den Verwaltungsaufwand zu verringern und die Rechtsbefolgungskosten, mit denen KMU bei der Zulassung ihrer Finanzinstrumente zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt konfrontiert sind, zu senken und gleichzeitig einen hohen Anlegerschutz sowie Marktintegrität zu gewährleisten und ii) die Liquidität der Eigenkapitalinstrumente zu erhöhen, die an KMU-Wachstumsmärkten notiert sind. Der Vorschlag der Kommission für eine Verordnung<sup>4</sup> wird gezielte Änderungen an der Marktmissbrauchsverordnung<sup>5</sup> und der Prospektverordnung<sup>6</sup> herbeiführen. Mit der vorliegenden Delegierten Verordnung der Kommission wird der Rahmen für den KMU-Wachstumsmarkt – einer neuen, mit der MiFID II eingeführten Kategorie von multilateralen Handelsplätzen – geändert.

In der MiFID II heißt es, dass das Ziel der KMU-Wachstumsmärkte sein sollte, „den Zugang zu Kapital für kleinere und mittlere Unternehmen [...] zu erleichtern“. Und weiter: „Schwerpunktmäßig sollte die Aufmerksamkeit darauf gelegt werden, wie eine künftige Regulierung die Nutzung dieses Marktes weiter unterstützen und fördern kann, sowie dass die Verwaltungslast verringert wird und weitere Anreize für KMU geboten werden, sich der Kapitalmärkte über KMU-Wachstumsmärkte zu bedienen<sup>7</sup>.“

Die Folgenabschätzung, die der vorliegenden Delegierten Verordnung der Kommission vorausgegangen ist, zeigt allerdings, dass die Inanspruchnahme der KMU-Wachstumsmärkte durch zwei regulatorische Hindernisse beeinträchtigt wird:

- i) Derzeit ist ein KMU-Wachstumsmarkt definiert als ein multilaterales Handelssystem (MTF), in dem mindestens 50 % der Emittenten KMU sind. Nach der Richtlinie 2014/65/EU sind KMU-Emittenten von Eigenkapitalinstrumenten definiert als Unternehmen, deren durchschnittliche Marktkapitalisierung auf der Grundlage der Notierungen zum Jahresende in den letzten drei Kalenderjahren weniger als 200 Mio. EUR betrug. Die derzeit geltende Definition eines KMU-Emittenten von Nichteigenkapitalinstrumenten nach der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission bezieht sich auf die Empfehlung der Kommission von 2003 betreffend

---

<sup>3</sup> Folgenabschätzung Nr.

<sup>4</sup> Referenznummer des Vorschlags für eine Verordnung.

<sup>5</sup> Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung).

<sup>6</sup> Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist.

<sup>7</sup> Siehe Erwägungsgrund 132 der Richtlinie 2014/65/EU („MiFID II“).

die Definition der Kleinstunternehmen sowie der kleinen und mittleren Unternehmen.<sup>8</sup> In dieser Definition für KMU-Emittenten von Nichteigenkapitalinstrumenten werden kleine Unternehmen, die Anleihen über MTF begeben, nicht berücksichtigt. Obwohl diese Unternehmen im Vergleich zu größeren Unternehmen, die Schuldtitel an öffentlichen Märkten emittieren, als KMU angesehen werden können, erfüllen sie oftmals nicht die in der Empfehlung von 2003 festgelegten Kriterien. Ist die Definition eines KMU-Emittenten von Nichteigenkapitalinstrumenten nicht gut austariert, wird es für MTF schwieriger, sich als KMU-Wachstumsmärkte registrieren zu lassen. Das hat wiederum zur Folge, dass Unternehmen nicht von potenziellen Erleichterungen profitieren können, die Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten gewährt werden.

- ii) An KMU-Wachstumsmärkten tätige Emittenten von Nichteigenkapitalinstrumenten sind verpflichtet, Halbjahresfinanzberichte zu veröffentlichen. Für an geregelten Märkten tätige Emittenten von (bei professionellen Anlegern platzierten) Anleihen mit einer Mindeststückelung von 100 000 EUR gilt nach der Transparenzrichtlinie<sup>9</sup> allerdings nicht dieselbe Veröffentlichungspflicht. Diese Anforderung kann für Emittenten von Nichteigenkapitalinstrumenten mit Aufwand verbunden sein. MTF, die auf das Anleihegeschäft spezialisiert sind oder das Begeben sowohl von Aktien als auch von Anleihen auf ihren Plattformen zulassen, sehen deshalb unter Umständen davon ab, sich als KMU-Wachstumsmärkte registrieren zu lassen.
- iii) Der Umstand, dass nur verhältnismäßig wenige KMU-Aktien über MTF gehandelt werden, wird häufig auf die geringe Größe der Emittenten und den begrenzten Streubesitzanteil von kleinen Emittenten zurückgeführt. KMU-Wachstumsmärkte sind jedoch nicht verpflichtet, eine Streubesitz-Anforderung (für Emittenten, die sich um eine Handelszulassung bemühen) vorzusehen. Mit einer solchen Anforderung würde ein Mindestanteil des Aktienkapitals festgelegt, der vom breiten Publikum gehalten wird und frei handelbar ist. Ohne Streubesitz wird die Liquidität auf dem Sekundärmarkt mitunter nicht ausreichend stimuliert.

Die Delegierte Verordnung der Kommission stützt sich auf die in Artikel 4 Absatz 2 und Artikel 33 Absatz 8 der MiFID II genannten Befugnisse, wodurch der Kommission die Befugnis übertragen wird, i) die in Artikel 4 Absatz 1 festgelegten Begriffsbestimmungen an die Marktentwicklungen anzupassen und ii) die in Artikel 33 Absatz 3 festgelegten Anforderungen näher zu bestimmen, insbesondere im Hinblick auf die Bedingungen, die für die ursprüngliche und laufende Zulassung der Finanzinstrumente von Emittenten zum Handel an KMU-Wachstumsmärkten gelten. Mit der vorliegenden Delegierten Verordnung der Kommission soll die Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission geändert werden.

---

<sup>8</sup> Ein Emittent von Nichteigenkapitalinstrumenten gilt dann als KMU, wenn er gemäß dem letzten Jahresabschluss bzw. konsolidierten Abschluss mindestens zwei der folgenden drei Kriterien erfüllt: i) eine durchschnittliche Beschäftigtenzahl im letzten Geschäftsjahr von weniger als 250; ii) eine Gesamtbilanzsumme von höchstens 43 Mio. EUR und iii) ein Jahresnettoumsatz von höchstens 50 Mio. EUR (Empfehlung 2003/361/EG der Kommission).

<sup>9</sup> Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind.

## 2. KONSULTATIONEN VOR ANNAHME DES RECHTSAKTS

Am 14. November 2017 organisierten die Dienststellen der Kommission einen technischen Workshop mit etwa 25 Vertretern von Wertpapierbörsen aus 27 Mitgliedstaaten. Ziel des Workshops war es, technische Bestimmungen und mögliche Erleichterungen des Regelwerks über den KMU-Zugang zu öffentlichen Märkten zu erörtern. Am 28. November 2017 organisierten die Kommissionsdienststellen einen weiteren technischen Workshop zum selben Thema, bei dem etwa 30 Vertreter von Emittenten, Anlegern, Maklern und anderen Finanzintermediären zugegen waren.

Vom 18. Dezember 2017 bis Februar 2018 fand eine öffentliche Konsultation der Dienststellen der Kommission über die „Schaffung eines verhältnismäßigen regulatorischen Umfelds für Börsengänge von KMU“ statt. Der Schwerpunkt der öffentlichen Konsultation lag auf drei Hauptbereichen: 1. Wie kann das durch MiFID II geschaffene Konzept des KMU-Wachstumsmarktes ergänzt werden? 2. Wie lässt sich die Belastung für Unternehmen, die an KMU-Wachstumsmärkten notiert sind, verringern? 3. Wie können die Ökosysteme um die lokalen Börsen gestärkt werden, insbesondere mit Blick auf die Verbesserung der Liquidität der Aktien, die an diesen Handelsplätzen notieren? Die Kommission erhielt 71 Antworten von Interessenträgern aus 18 Mitgliedstaaten.<sup>10</sup> Die öffentliche Konsultation umfasste gezielte Fragen zur Definition eines Emittenten von Nichteigenkapitalinstrumenten auf einem KMU-Wachstumsmarkt, zur Pflicht für Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten, Halbjahresfinanzberichte zu veröffentlichen, und zur Zweckmäßigkeit, eine Mindeststreubesitz-Anforderung in die Rechtsvorschriften der EU aufzunehmen.

Darüber hinaus tauschte sich die Kommission am 10. November 2017 und 16. April 2018 über die Sachverständigengruppe des Europäischen Wertpapierausschusses (EGESC) und am 3. Mai 2018 über ein Treffen des Ausschusses für Finanzdienstleistungen mit den Mitgliedstaaten aus. Außerdem konsultierte die Kommission im Einklang mit den Grundsätzen der besseren Rechtsetzung vom 3. bis 15. Mai 2018 die EGESC-Mitglieder zum Entwurf der Delegierten Verordnung der Kommission. Sieben Mitgliedstaaten (DK, FR, NL, PL, PT, SE und UK) nahmen daran teil.

Im Einklang mit den Grundsätzen der besseren Rechtsetzung wurde der Entwurf der Delegierten Verordnung zudem während vier Wochen vom 24. Mai bis 21. Juni 2018 auf der Website der Kommission öffentlich zugänglich gemacht. Der Kommission sind in diesem Zeitraum zwölf Beiträge von öffentlichen und privaten Interessenträgern zugegangen.<sup>11</sup> Die Mehrheit der Interessenträger befürwortete die im Entwurf der Delegierten Verordnung vorgesehenen Änderungen. Einige Beteiligte äußerten jedoch Bedenken hinsichtlich der Mindeststreubesitz-Anforderung, da eine solche Anforderung als zusätzliches Hindernis für den Börsengang kleiner Emittenten angesehen werden könne. Wenn es zum Zeitpunkt der Zulassung jedoch keinen Streubesitz gibt, kann man sich fragen, weshalb der Emittent einen Börsengang auf einem KMU-Wachstumsmarkt in Betracht zieht, anstatt eine

<sup>10</sup> 6 Behörden (2 Finanzministerien, 4 nationale Wettbewerbsbehörden); 18 Börsen; 35 Industrieverbände (6 für Makler, 14 für Vermögensverwalter/Investmentbanken, 4 für Versicherer, 3 für Rechnungslegung/Audit, 2 für Ratingagenturen, 4 für Emittenten, 1 für Altersvorsorge), 2 Nichtregierungsorganisationen, 2 Beratungsgesellschaften/Anwaltskanzleien, 2 Förderbanken, 1 Hochschuleinrichtung; die Interessengruppe Wertpapiere und Wertpapiermärkte der ESMA und die Nutzergruppe „Finanzdienstleistungen“. Diese Interessenträger kommen aus 18 Mitgliedstaaten: AT, BE, CZ, DE, DK, EE, EL, ES, FI, FR, HR, IE, IT, LV, NL, PL, SE und UK.

<sup>11</sup> Vier Wertpapierbörsen und ein Verband, der Wertpapierbörsen vertritt; drei Organisationen, die Emittenten vertreten; ein Verband, der Banken vertritt; ein Verband, der Makler und Finanzintermediäre vertritt; eine zuständige nationale Behörde. Die Interessenträger kamen aus 5 Mitgliedstaaten: BE, DE, IT, SE und UK.

Privatgesellschaft zu bleiben. Der Entwurf der Delegierten Verordnung räumt dem KMU-Wachstumsmarktbetreiber bereits die Flexibilität ein, die Anforderung an die lokalen Gegebenheiten anzupassen und das genaue Kriterium und den Schwellenwert der Streubesitz-Anforderung festzulegen. Um den in der öffentlichen Konsultation geäußerten Bedenken noch stärker Rechnung zu tragen, sieht Artikel 78 Absatz 2 Buchstabe a nun vor, dass die Streubesitz-Anforderung entweder als absoluter Wert oder als Prozentsatz am gesamten ausgegebenen Aktienkapital ausgedrückt werden kann. Ferner sieht die Bestimmung vor, dass die Streubesitz-Anforderung nur bei der Erstzulassung der Aktien zum Handel (z. B. bei einem Börsengang) und nicht bei späteren Zulassungen (z. B. bei Zweitmissionen) gilt.

Auf der Grundlage der Ergebnisse dieser Konsultation wurde auch Artikel 77 Absatz 2 des Entwurfs der Delegierten Verordnung geändert. Dieser Artikel sieht nun vor, dass ein Emittent von Nichteigenkapitalinstrumenten als KMU im Sinne von MIFID II eingestuft werden kann, wenn der *Nennwert* seiner im vorangegangenen Kalenderjahr an allen Handelsplätzen in der Union getätigten Anleiheemissionen 50 Mio. EUR nicht übersteigt. Durch den Verweis auf die *im vorangegangenen Kalenderjahr getätigten Anleiheemissionen* wird jede Verwechslung mit dem Begriff der *ausstehenden Emissionen* vermieden. Durch den Verweis auf den *Nennwert* wird jede Frage der Auslegung im Falle einer Änderung des Werts der neuen Anleiheemissionen während des Zwölfmonatszeitraums vermieden.

### 3. RECHTLICHE ASPEKTE DES DELEGIERTEN RECHTSAKTS

Die Delegierte Verordnung der Kommission enthält drei operative Bestimmungen. Erstens wird damit die in Artikel 77 Absatz 2 aufgeführte Definition eines Emittenten von Nichteigenkapitalinstrumenten durch eine neue, auf dem Kriterium des Emissionsvolumens basierende Definition ersetzt. Der betreffende Schwellenwert wird auf 50 Mio. EUR über einen Zeitraum von 12 Monaten festgesetzt. Dies bedeutet, dass ein Emittent von Nichteigenkapitalinstrumenten zum Zwecke der Einstufung eines Marktes als KMU-Wachstumsmarkt als KMU zu betrachten ist, wenn der Nennwert seiner im vorangegangenen Kalenderjahr getätigten Anleiheemissionen 50 Mio. EUR (ohne die von einem Kreditinstitut bereitgestellten Darlehen) nicht übersteigt. Diese weniger restriktive Definition erleichtert die Registrierung von KMU-Wachstumsmärkten, die auf das Anleihegeschäft spezialisiert sind oder das Begeben sowohl von Aktien als auch von Anleihen zulassen. Um jedwedes Risiko von Aufsichtsarbitrage zu vermeiden, wird in dieser Bestimmung auch darauf verwiesen, dass zur Feststellung, ob ein Emittent diesen Schwellenwert über- oder unterschreitet und ob er als KMU gelten kann, das Gesamtvolumen der Anleiheemissionen an allen Handelsplätzen der gesamten EU berücksichtigt werden muss.

Zweitens wird mit der Delegierten Verordnung der Kommission Artikel 78 Absatz 2 Buchstabe g dahin gehend geändert, dass es den Betreibern von KMU-Wachstumsmärkten überlassen ist, festzulegen, ob Emittenten von Nichteigenkapitalinstrumenten einen Halbjahresfinanzbericht vorlegen müssen (wobei diese Verpflichtung weiterhin unverändert für Aktienemittenten gilt). Auf diese Weise werden gleiche Wettbewerbsbedingungen für Emittenten von Nichteigenkapitalinstrumenten auf KMU-Wachstumsmärkten und für solche auf geregelten Märkten geschaffen, die nach der Transparenzrichtlinie [2004/109/EG](#) von der Verpflichtung befreit sind, einen Halbjahresfinanzbericht vorzulegen.

Drittens wird mit der Delegierten Verordnung der Kommission in Artikel 78 Absatz 2 ein neuer Buchstabe j angefügt, wonach in den Notierungsvorschriften für KMU-Wachstumsmärkte eine Streubesitz-Anforderung für Aktienemittenten bei der Erstzulassung von Aktien zum Handel vorgesehen werden muss. Den Marktbetreibern oder Wertpapierfirmen, die KMU-Wachstumsmärkte betreiben, wird Flexibilität bei der Annahme

des spezifischen Kriteriums und des Schwellenwerts hinsichtlich dieser Streubesitz-Anforderung eingeräumt. Die Anforderung kann entweder als Prozentsatz am gesamten ausgegebenen Aktienkapital oder als absoluter Wert ausgedrückt sein. Dadurch würde verhindert, dass an KMU-Wachstumsmärkten Unternehmen notieren, die zum Zeitpunkt der Zulassung völlig illiquide sind.



# DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) .../... DER KOMMISSION

vom 13.12.2018

## zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission in Bezug auf bestimmte Registrierungsbedingungen mit dem Ziel, die Nutzung der KMU-Wachstumsmärkte für die Zwecke der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates zu fördern

(Text von Bedeutung für den EWR)

DIE EUROPÄISCHE KOMMISSION —

gestützt auf den Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union,

gestützt auf die Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2015 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU<sup>1</sup>, insbesondere auf Artikel 4 Absatz 2 und Artikel 33 Absatz 8,

in Erwägung nachstehender Gründe:

- (1) Die Kapitalmarktunion-Initiative zielt darauf ab, die Abhängigkeit von Bankkrediten zu verringern, für alle kleineren und mittleren Unternehmen (KMU) die Finanzierungsmöglichkeiten am Kapitalmarkt zu diversifizieren und KMU zu mehr Anleihe- und Aktienemissionen an öffentlichen Märkten zu veranlassen. In der Union niedergelassene Unternehmen, die an Handelsplätzen Kapital aufnehmen möchten, sehen sich hohen einmaligen und laufenden Offenlegungs- und Befolgungskosten gegenüber, die sie von vornherein davon abhalten können, sich um eine Zulassung zum Handel an einem Handelsplatz in der Union zu bemühen. Darüber hinaus haben die von KMU an Handelsplätzen in der Union begebenen Titel häufig mit schwächerer Liquidität und höherer Volatilität zu kämpfen, was die Kosten der Kapitalaufnahme erhöht und diese Finanzierungsquelle zu kostspielig macht.
- (2) Um kleinen und mittleren Unternehmen die Kapitalaufnahme zu erleichtern und die weitere Entwicklung spezialisierter, auf die Erfordernisse von KMU-Emittenten zugeschnittener Märkte zu fördern, wurde in der Richtlinie 2014/65/EU eine neue Art von Handelsplatz geschaffen: die KMU-Wachstumsmärkte, die eine Unterkategorie der multilateralen Handelssysteme (MTF) darstellen. Schon nach der Richtlinie 2014/65/EU sollte die Aufmerksamkeit schwerpunktmäßig darauf gelegt werden, wie eine künftige Regulierung die Nutzung dieses Marktes weiter unterstützen und fördern kann, um diesen für Anleger attraktiver zu gestalten, sowie dass die Verwaltungslast verringert wird und weitere Anreize für KMU geboten werden, sich der Kapitalmärkte über KMU-Wachstumsmärkte zu bedienen.

---

<sup>1</sup> Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 349).

- (3) Um die Liquidität und Rentabilität der KMU-Wachstumsmärkte sicherzustellen, müssen nach Artikel 33 Absatz 3 Buchstabe a der Richtlinie 2014/65/EU mindestens 50 % der Emittenten, deren Finanzinstrumente zum Handel auf einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sind, kleine und mittlere Unternehmen sein, die Aktien und/oder Schuldverschreibungen begeben. Nach der Richtlinie 2014/65/EU sind KMU-Emittenten von Eigenkapitalinstrumenten definiert als Unternehmen, deren durchschnittliche Marktkapitalisierung auf der Grundlage der Notierungen zum Jahresende in den letzten drei Kalenderjahren weniger als 200 Mio. EUR betrug. Auf der anderen Seite sieht die Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission<sup>2</sup> vor, dass KMU-Emittenten von Nichteigenkapitalinstrumenten (d. h. Emittenten, die ausschließlich Schuldtitel begeben) mindestens zwei der folgenden drei Kriterien erfüllen: i) eine Beschäftigtenzahl von weniger als 250, ii) eine Gesamtbilanzsumme von höchstens 43 Mio. EUR und iii) ein Jahresnettoumsatz von höchstens 50 Mio. EUR. Diese Anforderung an Emittenten von Nichteigenkapitalinstrumenten für eine Einstufung als KMU wurde als zu restriktiv empfunden, da solche Emittenten tendenziell größer sind als klassische KMU. Dies hat zur Folge, dass viele Emittenten von Nichteigenkapitalinstrumenten nach der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 nicht als KMU gelten, obwohl sie relativ klein sind. Viele MTF, die auf die Emission von KMU-Anleihen spezialisiert sind oder das Begeben sowohl von Aktien als auch von Anleihen zulassen, können den Schwellenwert von 50 % des Anteils an Emittenten, die als KMU gelten, nicht erreichen und können sich deshalb nicht als KMU-Wachstumsmärkte registrieren lassen. Wenn Betreiber von MTF den Rahmen der KMU-Wachstumsmärkte jedoch nicht nutzen, können die Emittenten an diesen MTF nicht von den weniger strengen Regulierungsanforderungen profitieren, mit denen Notierungen und Emissionen an diesen KMU-Wachstumsmärkten gefördert werden sollen. Damit sich mehr MTF als KMU-Wachstumsmärkte registrieren lassen können, sollte daher für die Zwecke der KMU-Wachstumsmärkte der Nennwert der von einem Emittenten im vorangegangenen Kalenderjahr getätigten Anleiheemissionen (ohne Darlehen) als einziges Kriterium festgelegt werden, anhand dessen Emittenten von Nichteigenkapitalinstrumenten als KMU eingestuft werden. Die Kommission wird überwachen, wie wirksam die neue Definition von KMU-Emittenten von Nichteigenkapitalinstrumenten im Hinblick auf die Registrierung von MTF als KMU-Wachstumsmärkte ist, und wie sie sich auf die Marktentwicklungen und das Anlegervertrauen auswirkt.
- (4) In der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 ist festgelegt, dass für KMU-Wachstumsmärkte keine Vorschriften gelten sollten, die Emittenten an diesen Märkten stärker belasten als Emittenten an geregelten Märkten. Nach Artikel 78 Absatz 2 Buchstabe g der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 sind jedoch an KMU-Wachstumsmärkten tätige Emittenten verpflichtet, Halbjahresfinanzberichte zu veröffentlichen. Emittenten von Nichteigenkapitalinstrumenten, die professionelle Kunden an geregelten Märkten als Zielgruppe anvisieren, unterliegen nach der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates allerdings nicht der gleichen Verpflichtung. Die Erstellung von Halbjahresfinanzberichten hat sich als eine unverhältnismäßige Verpflichtung für Emittenten von

---

<sup>2</sup> Siehe Artikel 77 Absatz 2 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25. April 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie (ABl. L 087 vom 31.3.2017, S. 1).

Nichteigenkapitalinstrumenten an KMU-Wachstumsmärkten herausgestellt. Da viele auf KMU ausgerichtete MTF Emittenten von Nichteigenkapitalinstrumenten nicht dazu verpflichtet, Halbjahresfinanzberichte zu erstellen, scheint eine solche durch die Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 zwingend vorgeschriebene Anforderung dazu beizutragen, dass die Betreiber von MTF davon abgehalten werden, eine Registrierung als KMU-Wachstumsmärkte zu beantragen. Die Betreiber von KMU-Wachstumsmärkten sollten daher frei darüber entscheiden können, ob sie von den Emittenten von Nichteigenkapitalinstrumenten die Veröffentlichung von Halbjahresfinanzberichten verlangen.

- (5) Einige Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten haben nur einen begrenzten Anteil ihres ausgegebenen Aktienkapitals frei handelbar platziert, wodurch der Handel mit diesen Aktien für Investoren riskanter und die Liquidität negativ beeinflusst wird. Dies hält wiederum Anleger davon ab, in an KMU-Wachstumsmärkten notierte Aktien zu investieren. Um die Liquidität der Aktien zu gewährleisten und das Anlegervertrauen zu stärken, sollten Betreiber von KMU-Wachstumsmärkten daher als Voraussetzung für die Erstzulassung zum Handel verlangen, dass ein Mindestanteil der Aktien frei handelbar ist („Streubesitz-Anforderung“). Es sollte den Betreibern von KMU-Wachstumsmärkten jedoch selbst überlassen sein, je nach den besonderen Gegebenheiten des Marktes einen angemessenen Schwellenwert festzulegen und zu entscheiden, ob dieser als absoluter Wert oder als Prozentsatz am gesamten ausgegebenen Aktienkapital ausgedrückt werden soll.
- (6) Die Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 sollte daher entsprechend geändert werden.
- (7) Den etablierten Betreibern von KMU-Wachstumsmärkten sollte nach Inkrafttreten der vorliegenden Verordnung ein Mindestzeitraum eingeräumt werden, um ihre Registrierungsbedingungen entsprechend anzupassen. Deshalb sollte der Geltungsbeginn der vorliegenden Verordnung drei Monate nach deren Inkrafttreten liegen —

HAT FOLGENDE VERORDNUNG ERLASSEN:

#### *Artikel 1*

Die Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 wird wie folgt geändert:

1. Artikel 77 Absatz 2 erhält folgende Fassung:

„(2) Emittenten, von denen keine Eigenkapitalinstrumente an einem Handelsplatz gehandelt werden, werden als KMU im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Ziffer 13 der Richtlinie 2014/65/EU betrachtet, wenn der Nennwert ihrer im vorangegangenen Kalenderjahr an allen Handelsplätzen in der Union getätigten Anleiheemissionen 50 Mio. EUR nicht übersteigt.“;
2. Artikel 78 Absatz 2 wird wie folgt geändert:
  - a) Folgender Buchstabe j wird angefügt:

„j) von den Emittenten, die ihre Aktien erstmals zum Handel an seinem Handelsplatz zulassen lassen wollen, die Zuweisung eines Mindestanteils ihrer umlaufenden Aktien zum Handel über das MTF entsprechend einem vom Betreiber des MTF festzulegenden Schwellenwert, der entweder als absoluter Wert oder als Prozentsatz am gesamten ausgegebenen Aktienkapital ausgedrückt ist, verlangt.“;

b) folgender Unterabsatz wird angefügt:

„Der Betreiber eines MTF kann Emittenten, von denen keine Eigenkapitalinstrumente über das MTF gehandelt werden, von der in Unterabsatz 1 Buchstabe g genannten Verpflichtung, Halbjahresfinanzberichte zu veröffentlichen, befreien. Übt der Betreiber eines MTF die Option gemäß Satz 1 dieses Unterabsatzes aus, darf die zuständige Behörde für die Zwecke von Unterabsatz 1 Buchstabe g nicht verlangen, dass Emittenten, von denen keine Eigenkapitalinstrumente über das MTF gehandelt werden, Halbjahresfinanzberichte veröffentlichen.“.

#### *Artikel 2*

Diese Verordnung tritt am Tag nach ihrer Veröffentlichung im *Amtsblatt der Europäischen Union* in Kraft.

Sie gilt ab dem [*Amt für Veröffentlichungen: bitte das Datum – 3 Monate nach Inkrafttreten dieser Verordnung – einfügen.*]

Diese Verordnung ist in allen ihren Teilen verbindlich und gilt unmittelbar in jedem Mitgliedstaat.

Brüssel, den 13.12.2018

*Für die Kommission  
Der Präsident  
Jean-Claude JUNCKER*