



EUROPÄISCHE  
KOMMISSION

Brüssel, den 7.12.2022  
COM(2022) 760 final

2022/0405 (COD)

Vorschlag für eine

## RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES

**zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU zur Steigerung der Attraktivität der  
öffentlichen Kapitalmärkte in der Union für Unternehmen und zur Erleichterung des  
Kapitalzugangs für kleine und mittlere Unternehmen und zur Aufhebung der  
Richtlinie 2001/34/EG**

(Text von Bedeutung für den EWR)

{SEC(2022) 760 final} - {SWD(2022) 762 final} - {SWD(2022) 763 final}

## **BEGRÜNDUNG**

### **1. KONTEXT DES VORSCHLAGS**

#### **• Gründe und Ziele des Vorschlags**

##### *Politischer Kontext*

Dieser Vorschlag ist Teil des Pakets zur Börsennotierung, eines Maßnahmenpakets, mit dem die öffentlichen Märkte für EU-Unternehmen attraktiver gestaltet und der Zugang zu Kapital für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) erleichtert werden sollen. Er steht im Einklang mit dem grundlegenden Ziel der Kapitalmarktunion, den Zugang zu marktbasierten Finanzierungsquellen für EU-Unternehmen, einschließlich kleinerer Unternehmen, in jeder Phase ihrer Entwicklung zu verbessern. Börsennotierte Unternehmen, darunter auch solche, die erst seit Kurzem notiert sind, verzeichnen häufig ein höheres jährliches Umsatzwachstum und schaffen mehr Arbeitsplätze als Unternehmen in Privatbesitz.<sup>1</sup> Durch eine Notierung an öffentlichen Märkten können Unternehmen ihre Anlegerbasis diversifizieren, ihre Abhängigkeit von der Bankfinanzierung verringern, leichteren und kostengünstigeren Zugang zu zusätzlichem Eigenkapital und Fremdkapital (durch Zweitplatzierungen) erhalten, ihr öffentliches Profil schärfen und ihren Bekanntheitsgrad steigern.

Seit der Veröffentlichung des ersten Aktionsplans für die Kapitalmarktunion im Jahr 2015 wurden Fortschritte erzielt, um den Zugang zu öffentlichen Märkten für Unternehmen, insbesondere KMU, einfacher und kostengünstiger zu gestalten. Im Januar 2018 wurde mit der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates (im Folgenden MiFID II)<sup>2</sup> eine neue Kategorie von multilateralen Handelssystemen (multilateral trading facilities – MTF) – die KMU-Wachstumsmärkte<sup>3</sup> – eingeführt, um KMU Anreize für den Einstieg in die Kapitalmärkten zu bieten. Im Jahr 2019 wurden mit der Verordnung (EU) 2019/2115 des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>4</sup> (Rechtsakt über die Notierung von KMU) neue EU-Vorschriften vorgeschlagen, um den Regelungsaufwand für Unternehmen, die an KMU-Wachstumsmärkten notiert sind, zu verringern und gleichzeitig ein hohes Maß

---

<sup>1</sup> Abschlussbericht der Sachverständigengruppe für KMU, „Empowering EU capital markets: Making listing cool again“ (Stärkung der Kapitalmärkte in der EU: Die Attraktivität der Börsennotierung steigern), Mai 2021. Oxera Consulting LPP, Primär- und Sekundärmärkte für Aktien in der EU, Abschlussbericht, November 2020, [Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf](#).

<sup>2</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 (Neufassung) (ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 349).

<sup>3</sup> Damit ein MTF als KMU-Wachstumsmarkt eingestuft werden kann, müssen mindestens 50 % der Emittenten, deren Finanzinstrumente an einem KMU-Wachstumsmarkt gehandelt werden, KMU sein, die gemäß MiFID II als Unternehmen mit einer durchschnittlichen Marktkapitalisierung unter 200 Mio. EUR definiert sind. Um einen angemessenen Anlegerschutz zu gewährleisten, müssen die Vorschriften für die Notierung an den KMU-Wachstumsmärkten auch bestimmte Qualitätsstandards erfüllen, darunter die Erstellung eines angemessenen Zulassungsdokuments (wenn kein Prospekt erforderlich ist) und die regelmäßige Finanzberichterstattung. Der Rahmen für KMU-Wachstumsmärkte wurde entwickelt, um den besonderen Bedürfnissen von KMU Rechnung zu tragen, die zum ersten Mal in den öffentlichen Aktien- und Anleihemarkt einsteigen.

<sup>4</sup> Verordnung (EU) 2019/2115 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU und der Verordnungen (EU) Nr. 596/2014 und (EU) 2017/1129 zur Förderung der Nutzung von KMU-Wachstumsmärkten (ABl. L 320 vom 11.12.2019, S. 1).

an Anlegerschutz und Marktintegrität zu wahren. Trotz dieser Fortschritte sind nach Auffassung der Interessengruppen weitere Regulierungsmaßnahmen erforderlich, um das Notierungsverfahren zu straffen und es für Emittenten flexibler zu gestalten.

Im neuen Aktionsplan für die Kapitalmarktunion, der im September 2020 angenommen wurde, wurde verkündet: „Um den Zugang kleiner und innovativer Unternehmen zu Finanzmitteln zu fördern und zu diversifizieren, wird sich die Kommission um eine Vereinfachung der Notierungsvorschriften für öffentliche Märkte bemühen.“ Im Anschluss daran und aufbauend auf dem Rechtsakt über die Notierung von KMU aus dem Jahr 2019 setzte die Kommission eine Sachverständigengruppe (Technical Expert Stakeholder Group – TESG) für KMU ein, die die Ansichten der Interessenträger bestätigte, dass weitere legislative Maßnahmen erforderlich sind, um die Notierung von Unternehmen, insbesondere von KMU, zu unterstützen. In ihrem Abschlussbericht<sup>5</sup> vom Mai 2021 sprach die TESG 12 Empfehlungen zur Änderung des Rahmens für die Notierung sowohl an den geregelten Märkten als auch an den KMU-Wachstumsmärkten aus.

Am 15. September 2021 kündigte Präsidentin von der Leyen in ihrer Absichtserklärung<sup>6</sup> an das Parlament und den Ratsvorsitz einen Legislativvorschlag zur Erleichterung des Zugangs von KMU zu Kapital an, der in das Arbeitsprogramm der Kommission für 2022<sup>7</sup> aufgenommen wurde.

Die Entscheidung eines Unternehmens für eine Notierung ist komplex und wird von einer Vielzahl von Faktoren beeinflusst, von denen viele außerhalb der Reichweite der Regulierungsbehörden liegen und daher nicht direkt durch Rechtsvorschriften geregelt werden können. So haben beispielsweise die Faktoren, die sich auf die Kosten der Börsennotierungsdienstleistungen auswirken, und im weiteren Sinne die geopolitische Instabilität, der Brexit, COVID-19 und die Inflation allesamt die Entscheidung für eine Notierung, deren Zeitpunkt und die Frage, ob ein Unternehmen in der EU notiert bleiben soll, beeinflusst (und können dies auch weiterhin tun). Regulatorische Anforderungen und die damit verbundenen Kosten und der Aufwand sind jedoch auch ein wichtiger Faktor für die Entscheidung eines Unternehmens, an die Börse zu gehen und dort zu bleiben. Das Paket zur Notierung an öffentlichen Märkten stellt ein gezieltes Maßnahmenpaket dar, mit dem i) der regulatorische Aufwand dort verringert werden soll, wo er als übermäßig hoch angesehen wird (d. h. dort, wo die Regulierung den Anlegerschutz/die Marktintegrität auf eine für die Interessenträger kosteneffizientere Art und Weise sicherstellen könnte) und ii) die gesellschaftsrechtliche Flexibilität erhöht werden soll, die den Unternehmensgründern oder den herrschenden Aktionären bei der Entscheidung über die Verteilung der Stimmrechte nach der Zulassung der Aktien zum Handel eingeräumt wird.

Der für das Notierungsverfahren geltende Rechtsrahmen ist vielschichtig. Die Unternehmen müssen vor, während und nach dem Börsengang (initial public offering – IPO) regulatorische

---

<sup>5</sup> Abschlussbericht der Sachverständigengruppe für KMU, „Empowering EU capital markets: Making listing cool again“ ([europa.eu](http://europa.eu)).

<sup>6</sup> Siehe S. 4: [state\\_of\\_the\\_union\\_2021\\_letter\\_of\\_intent\\_en.pdf](#) ([europa.eu](http://europa.eu)).

<sup>7</sup> Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, Arbeitsprogramm der Kommission für 2022: Europa gemeinsam stärker machen (COM(2021) 645 final) [cwp2022\\_de.pdf](#) ([europa.eu](http://europa.eu)).

Anforderungen erfüllen. Die vorgeschlagene Richtlinie wird von zwei weiteren Legislativvorschlägen begleitet, die alle Teil des Pakets zur Notierung an öffentlichen Märkten sind: i) einem Vorschlag für eine Verordnung zur Änderung der Prospektverordnung und der Marktmissbrauchsverordnung, der darauf abzielt, die auf den Primär- und Sekundärmarkten geltenden Notierungsanforderungen zu straffen und zu präzisieren und gleichzeitig ein angemessenes Maß an Anlegerschutz und Marktintegrität zu wahren, und ii) einem Vorschlag für eine Richtlinie über Mehrstimmrechtsaktienstrukturen, der darauf abzielt, die regulatorischen Hindernisse, die in der Phase vor dem Börsengang entstehen, und insbesondere die ungleichen Möglichkeiten von Unternehmen in der EU, bei der Notierung die geeigneten Unternehmensführungsstrukturen zu wählen, anzugehen.

### ***Grund für den Vorschlag***

Notierte Unternehmen, insbesondere KMU, müssen ihren Bekanntheitsgrad bei potenziellen Anlegern steigern. Da Finanzanalysen diese Emittenten derzeit kaum abdecken und hierfür viele Faktoren verantwortlich sind, ist die Sichtbarkeit dieser Unternehmen und das Interesse der Anleger gering, was die Liquidität der bereits notierten Unternehmen weiter einschränkt.

Nach MiFID II und der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593 der Kommission<sup>8</sup> wird die Finanzanalyse, die durch Dritte für Wertpapierfirmen im Zusammenhang mit Ausführungs-/Vermittlungsdienstleistungen bereitgestellt wird, nicht als Anreiz angesehen, wenn sie als Gegenleistung für eine der beiden folgenden Zahlungen angenommen wird: i) direkte Zahlungen der Wertpapierfirma aus deren eigenen Mitteln oder ii) Zahlungen von einem getrennten, von der Firma kontrollierten Analysekonto, das mehreren Bedingungen unterliegt (sogenannte „Entflechtungsvorschriften“). Einige Jahre nach ihrer Anwendung ist die Wirksamkeit der Entflechtungsvorschriften umstritten.

Offenbar wurden mit den Entflechtungsvorschriften einige Ziele erreicht, u. a. bessere Bewältigung von Interessenkonflikten, Begrenzung der übermäßigen Erstellung von Analysen zu besonders liquiden Aktien und Verbesserung der Transparenz der mit der Bereitstellung von Analysen verbundenen Kosten. Allerdings haben diese Vorschriften nicht zum Wachstum unabhängiger Anbieter von Finanzanalysen beigetragen. Das Gegenteil ist der Fall: Nach der Einführung der Entflechtungsvorschriften wurde die unabhängige Marktforschung aufgrund der niedrigen Preise einiger größerer Marktforschungsanbieter unrentabel.

Außerdem gibt es Hinweise darauf, dass die Entflechtungsvorschriften die allgemeine Verfügbarkeit von Finanzanalysen, insbesondere zu Unternehmen mit geringer und mittlerer Kapitalausstattung, beeinträchtigt und zu einer schrumpfenden Marktforschungsinfrastruktur geführt haben könnten, was einem wettbewerbsfähigen und diversifizierten Analysemarkt abträglich ist. Vermittler in der EU, die in der Vergangenheit KMU-Analysen als Teil ihrer „gebündelten“ Wertpapierdienstleistungen angeboten hatten, bauten ihre Kapazitäten für KMU ab, nachdem sie beschlossen hatten, die Kosten für Analysen nicht an ihre Kunden weiterzugeben. Das Segment der notierten Unternehmen mit geringer und mittlerer Kapitalausstattung war davon besonders betroffen, da bis dahin die Zahlungen für die Finanzanalysen zu Großunternehmen für die Finanzanalysen zu Unternehmen mit geringer

---

<sup>8</sup> Delegierte Richtlinie (EU) 2017/593 der Kommission vom 7. April 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf den Schutz der Finanzinstrumente und Gelder von Kunden, Produktüberwachungspflichten und Vorschriften für die Errichtung beziehungsweise Gewährung oder Entgegennahme von Gebühren, Provisionen oder anderen monetären oder nicht-monetären Vorteilen (ABl. L 87 vom 31.3.2017, S. 500).

und mittlerer Kapitalausstattung verwendet werden konnten. Insgesamt zeigen mehrere Erhebungen, dass es in den Jahren nach Inkrafttreten der Entflechtungsvorschriften zu einem erheblichen Rückgang oder sogar zum völligen Ausbleiben der KMU-Analysen gekommen ist. Die Folge waren eine weitere Konzentration auf dem „entbündelten“ Analysemarkt und eine geringere Vielfalt und Breite des Analyseangebots.

Während die Entflechtungsvorschriften darauf abzielten, die Verbindung zwischen Maklerprovisionen und Finanzanalysen aufzubrechen und einen „Preis“ für Finanzanalysen zu bestimmen, hat die Entflechtung weder unabhängige Preisbildung für Finanzanalysen ermöglicht noch diesen Markt für unabhängige (nicht-maklergebundene) Anbieter geöffnet. Vor allem aber haben die Entflechtungsvorschriften den rückläufigen Trend bei der Verfügbarkeit der Analysen zu Unternehmen mit geringer und mittlerer Kapitalausstattung nicht verhindert und nicht dazu geführt, dass unabhängige, auf KMU ausgerichtete Analyseanbieter auf den Markt gekommen sind.

Im Jahr 2021 wurden die Entflechtungsvorschriften erstmals im Rahmen des Maßnahmenpakets für die Erholung der Kapitalmärkte (Capital Markets Recovery Package – CMRP)<sup>9</sup> geändert, um die Erholung von der COVID-19-Krise, durch die die Unternehmen gezwungen waren, sich stärker zu verschulden, wodurch ihre Finanzierungsstrukturen geschwächt wurden, zu unterstützen. Unter Umständen, in denen Unternehmen dringend eine Rekapitalisierung benötigten, wurde die Notwendigkeit einer größeren Sichtbarkeit von EU-Unternehmen, insbesondere von Unternehmen mit geringer und mittlerer Kapitalausstattung, als grundlegend angesehen und die impliziten Kosten der fehlenden Finanzanalysen als noch höher. Vor diesem Hintergrund wurde im Rahmen des seit dem 28. Februar 2022 geltenden CMRP, versucht, die Anzahl der Finanzanalysen zu Unternehmen mit geringer und mittlerer Kapitalausstattung zu erhöhen<sup>10</sup>, indem eine Ausnahme von den Entflechtungsvorschriften für Analysen zu Emittenten vorgesehen wurde, die in den 36 Monaten vor der Bereitstellung der Analysen eine Marktkapitalisierung von 1 Mrd. EUR nicht überschritten haben, sodass in solchen Fällen eine gemeinsame Zahlung für die Handelsausführung und die Analysen möglich ist. Diese Maßnahme wurde zwar allgemein begrüßt, doch wurde das Problem damit nicht ausreichend gelöst. Da viele Wertpapierfirmen und Vermittler Dienstleistungen für Unternehmen unterschiedlicher Größe (und Kapitalisierung) anbieten, einschließlich solcher, die die im CMRP festgelegte Kapitalisierung von 1 Mrd. EUR überschreiten, entschieden sich

<sup>9</sup> Richtlinie (EU) 2021/338 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. Februar 2021 zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU im Hinblick auf die Informationspflichten, die Produktüberwachung und die Positionslimits sowie der Richtlinien 2013/36/EU und (EU) 2019/878 im Hinblick auf ihre Anwendung auf Wertpapierfirmen, zur Förderung der wirtschaftlichen Erholung von der COVID-19-Krise.

<sup>10</sup> In Erwägungsgrund 8 des CMRP (Richtlinie (EU) 2021/338 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. Februar 2021 zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU im Hinblick auf die Informationspflichten, die Produktüberwachung und die Positionslimits sowie der Richtlinien 2013/36/EU und (EU) 2019/878 im Hinblick auf ihre Anwendung auf Wertpapierfirmen, zur Förderung der wirtschaftlichen Erholung von der COVID-19-Krise) heißt es: „Unmittelbar nach der COVID-19-Pandemie müssen Emittenten, insbesondere Unternehmen mit geringer und mittlerer Kapitalausstattung, durch starke Kapitalmärkte unterstützt werden. Analysen zu Unternehmen mit geringer und mittlerer Kapitalausstattung sind unerlässlich, um Emittenten bei der Kontaktaufnahme mit Anlegern zu unterstützen. Diese Analysen verstärken die Sichtbarkeit von Emittenten und stellen damit ein ausreichendes Investitions- und Liquiditätsniveau sicher. Wertpapierfirmen sollten für die Bereitstellung von Analysen und für die Erbringung von Ausführungsdienstleistungen gemeinsam zahlen dürfen, sofern bestimmte Bedingungen erfüllt sind“.

diese Wertpapierfirmen und Vermittler gegen die Einführung von zwei parallelen Systemen für die Rechnungsstellung von Analysen und behielten den ungebündelten Ansatz für alle Kunden bei. Daher wurde das Ziel der Änderung des CMRP – die Erstellung von Analysen zu Unternehmen mit geringer und mittlerer Kapitalausstattung zu unterstützen – nicht in vollem Umfang erreicht, und es bedarf in diesem Zusammenhang einer weiteren Überprüfung der Rechtsvorschriften.

Zusätzlich zu den Änderungen an der Regelung für die Entflechtung von Finanzanalysen werden mit dem Vorschlag einige wenige Änderungen am Rechtsrahmen für den KMU-Wachstumsmarkt eingeführt. Dabei handelt es sich um eine Kategorie von multilateralen Handelssystemen, die im Rahmen von MiFID II eingeführt wurde, um die Sichtbarkeit und das Profil von KMU zu erhöhen und die Entwicklung gemeinsamer Regulierungsstandards in der EU für Märkte zu fördern, die auf KMU spezialisiert sind.<sup>11</sup>

Schließlich zielt der Vorschlag auch darauf ab, die Notierungsrichtlinie aufzuheben. Die Notierungsrichtlinie – eine 2001 verabschiedete Richtlinie zur Mindestharmonisierung – bildete die Grundlage für die Notierung auf den EU-Märkten vor der Verabschiedung der Prospektrichtlinie<sup>12</sup> und der Transparenzrichtlinie<sup>13</sup>, mit denen die meisten Bestimmungen zur Harmonisierung der Bedingungen für die Bereitstellung von Informationen über Anträge auf Zulassung von Wertpapieren zur Notierung und die Informationen über zum Handel zugelassene Wertpapiere ersetzt wurden. Mit der MiFID wurde der Begriff „Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel an einem geregelten Markt“ eingeführt. Die vom Ständigen Ausschuss für Wertpapiermärkte der ESMA angestellte Analyse der Umsetzung der Notierungsrichtlinie ergab, dass viele Mitgliedstaaten die in der Notierungsrichtlinie verwendeten Konzepte in ihren nationalen Rechtsvorschriften nicht mehr anwenden.<sup>14</sup> Darüber hinaus haben diejenigen Mitgliedstaaten, die diese Konzepte in ihren nationalen Rechtsvorschriften noch verwenden, einen relativ großen Ermessensspieldraum, von den in der Notierungsrichtlinie festgelegten Bestimmungen abzuweichen und den spezifischen lokalen Marktbedingungen Rechnung zu tragen. Derzeit werden die beiden Konzepte „Zulassung zur amtlichen Notierung“ und „Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt“ in einigen Mitgliedstaaten häufig austauschbar verwendet. Die doppelte Regelung der Zulassung zum Handel einerseits und der Zulassung zur amtlichen Notierung andererseits könnte zu Rechtsunsicherheit auf EU-Ebene führen, vor allem weil die Anforderungen in Bezug auf Transparenz und Marktmisbrauch, die den Schutz der Anleger und die Marktintegrität

---

<sup>11</sup> Im April 2021 veröffentlichte die ESMA ihren Abschlussbericht über die Funktionsweise der Regelung für KMU-Wachstumsmärkte, in dem diese neue Regelung als relativ erfolgreich eingestuft wurde: Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Berichts waren 17 multilaterale Handelssysteme als KMU-Wachstumsmärkte registriert. Bericht abrufbar unter: [final\\_report\\_on\\_sme\\_gms\\_-\\_mifid\\_ii.pdf](#) ([europa.eu](#)).

<sup>12</sup> Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (ABl. L 345 vom 31.12.2003, S. 64).

<sup>13</sup> Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind (ABl. L 390 vom 31.12.2004, S. 38).

<sup>14</sup> Nur sieben zuständige nationale Behörden stellten fest, dass die Notierungsrichtlinie in ihrem Zuständigkeitsbereich noch in Kraft oder teilweise in Kraft ist. Eine ausführlichere Analyse findet sich in Anhang 7 der Folgenabschätzung zu diesem Vorschlag.

gewährleisten sollen, derzeit nur für Instrumente gelten, die zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, nicht aber für solche, die zur amtlichen Notierung zugelassen sind.

### Ziele des Vorschlags

Mit diesem Vorschlag sollen gezielte Anpassungen des EU-Regelwerks vorgenommen werden, um die Sichtbarkeit notierter Unternehmen, insbesondere der KMU, zu erhöhen und das Notierungsverfahren im Hinblick auf eine größere Rechtsklarheit zu straffen.

Die vorgeschlagenen gezielten Änderungen der MiFID II sollen die Ausarbeitung und Bereitstellung von Finanzanalysen zu Unternehmen, insbesondere zu Unternehmen mit geringer und mittlerer Kapitalausstattung, erleichtern und weitere Anreize für die Attraktivität der Regelung für KMU-Wachstumsmärkte schaffen, um letztlich den Zugang von Unternehmen mit geringer und mittlerer Kapitalausstattung zu den Kapitalmärkten zu erleichtern. Mit diesem Vorschlag wird der Schwellenwert für die Marktkapitalisierung von Unternehmen mit geringer und mittlerer Kapitalausstattung angehoben, bis zu dem die erneute Bündelung von Handelsausführungsgebühren und Analysegebühren möglich wäre. Durch die Anhebung des derzeitigen Schwellenwerts von 1 Mrd. EUR auf 10 Mrd. EUR sollen mehr Unternehmen mit geringer und mittlerer Kapitalausstattung und insbesondere mehr Unternehmen mittlerer Größe erfasst werden, die von einer Entflechtungsregelung profitieren würden, sodass insbesondere die Zahlungen für Finanzanalysen zu großen Unternehmen auch für Finanzanalysen zu kleinen Unternehmen verwendet werden können. Die Ausnahme von der Entflechtungsregelung wird die Hindernisse für den Zugang zu mehr Finanzanalysen zu Unternehmen mit geringer und mittlerer Kapitalausstattung beseitigen und dürfte den Markt für Finanzanalysen insgesamt wiederbeleben. Je mehr Informationen über Unternehmen mit geringer und mittlerer Kapitalausstattung potenziellen Anlegern zur Verfügung gestellt werden, desto wahrscheinlicher ist es, dass diese Unternehmen Finanzmittel erhalten. Mehr Finanzanalysen zu diesen Unternehmen bringen ihnen eine größere Sichtbarkeit und bessere Aussichten, potenzielle Anleger anzuziehen. In Anbetracht der großen Zahl von Unternehmen mit geringer und mittlerer Kapitalausstattung in der EU ist es für die EU-Wirtschaft von entscheidender Bedeutung, dass diese Unternehmen Zugang zu diversifizierten Finanzierungsquellen erhalten, auch über die Kapitalmärkte.

Darüber hinaus zielt dieser Vorschlag darauf ab, einen Rahmen für die Einführung einer bestimmten Art von Analysen zu schaffen, die vom Emittenten bezahlt werden („emittentengesponserte Analysen“). Aus einer öffentlichen Konsultation, dem Austausch mit Interessenträgern und verschiedenen Analysen<sup>15</sup> geht hervor, dass diese Art von Analysen insbesondere nach dem Inkrafttreten von MiFID II aufgekommen ist, um den Mangel an Analysen zu Unternehmen mit geringer und mittlerer Kapitalausstattung auszugleichen. In Anbetracht der Interessenkonflikte, die solchen Analysen innewohnen, erscheint es notwendig, ihre Erstellung zu regulieren, um faire und genaue Informationen für die Anleger zu gewährleisten. Zur Förderung transparenterer und unabhängigerer Analysen wird in diesem Vorschlag vorgesehen, dass diese nach einem Verhaltenskodex erstellt werden, der von einem Marktbetreiber oder einer zuständigen Behörde in der EU ausgearbeitet oder gebilligt wurde.

Um der Öffentlichkeit den Zugang zu Finanzanalysen, die als vom Emittenten gesponserte Analysen gekennzeichnet sind, zu erleichtern und die Sichtbarkeit von Unternehmen mit

<sup>15</sup> Siehe den Bericht mit dem Titel „Reviving research in the wake of Directive 2014/65/EU: Observations, issues and recommendations“ abrufbar unter: [20200124-rapport-mission-recherche-projet-va-pm.pdf](http://20200124-rapport-mission-recherche-projet-va-pm.pdf) ([amf-france.org](http://amf-france.org)).

geringer und mittlerer Kapitalausstattung bei potenziellen Anlegern zu fördern, werden die Mitgliedstaaten dem Vorschlag zufolge dafür sorgen, dass die Emittenten ihre emittentengesponserten Analysen an die Sammelstelle gemäß [Artikel 2 Absatz 2 des Vorschlags für eine Verordnung über ein zentrales europäisches Zugangsportal<sup>16</sup>] übermitteln können.

Nach seiner Einrichtung wird das von der Kommission am 25. November 2021 vorgeschlagene zentrale europäische Zugangsportal (European Single Access Point – ESAP)<sup>17</sup>, das derzeit Gegenstand interinstitutioneller Verhandlungen mit den gesetzgebenden Organen der EU ist, eine zentrale Anlaufstelle für öffentliche Finanzinformationen über EU-Unternehmen, einschließlich KMU, und EU-Anlageprodukte bieten. Das ESAP soll EU-Unternehmen, insbesondere KMU, eine größere Sichtbarkeit bei Anlegern verleihen und könnte dazu genutzt werden, emittentengesponserte Analysen zu sammeln und zu verbreiten. Künftig kann das ESAP zur Veröffentlichung von Mitteilungen der Emittenten über von ihnen gesponserte Analysen und deren Inhalt verwendet werden.

Ferner soll mit den gezielten Änderungen an MiFID II klargestellt werden, dass ein Betreiber eines MTF die Registrierung eines Segments des MTF als KMU-Wachstumsmarkt beantragen kann, sofern bestimmte Anforderungen an dieses Segment erfüllt sind.

Darüber hinaus zielt dieser Vorschlag auf eine stärkere Harmonisierung und Kohärenz der Notierungsvorschriften in der EU ab, um den Rechtsrahmen zweckmäßig zu gestalten. Mit diesem Vorschlag werden die Notierungsvorschriften harmonisiert und konsolidiert, indem die Notierungsrichtlinie aufgehoben und ihre einschlägigen Bestimmungen in die MiFID II überführt werden, um die Rechtsunsicherheit und das Risiko einer Regulierungsarbitrage in der EU zu verringern.

Diese Bestimmungen betreffen i) die Free-Float-Mindestanforderung, mit der der Anteil des ausgegebenen Aktienkapitals eines Unternehmens festgelegt wird, der sich in den Händen von öffentlichen Anlegern befindet, und nicht in denen von leitenden Angestellten, Direktoren oder Aktionären, die eine Kontrollbeteiligung halten und ii) den voraussichtlichen Börsenkurswert der Aktien, für die eine Zulassung zur Notierung beantragt wird, oder, falls eine Schätzung nicht möglich ist, das Eigenkapital des Unternehmens. In dem Vorschlag wird auch die Free-Float-Mindestanforderung von 25 % auf 10 % gesenkt, um Emittenten, die einen großen Aktienanteil am Unternehmen halten wollen, mehr Flexibilität einzuräumen. Darüber hinaus wird die neue Free-Float-Mindestschwelle von 10 % nicht auf Anleger in der EU/im EWR beschränkt sein. Die geografische Beschränkung der Free-Float-Anforderung auf die EU/den EWR wird nicht beibehalten, da eine solche Beschränkung für zum Handel zugelassene Finanzinstrumente in der MiFID II nicht vorgesehen ist.

- Kohärenz mit den bestehenden Vorschriften in diesem Politikbereich**

Die Änderungen an MiFID II und die Aufhebung der Notierungsrichtlinie stehen im Einklang mit den übergreifenden Zielen von MiFID II, die Transparenz zu erhöhen und den Anlegerschutz zu stärken. Darüber hinaus stützt sich dieser Vorschlag auf die Änderungen,

---

<sup>16</sup> Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Einrichtung eines zentralen europäischen Zugangsportals für den zentralisierten Zugriff auf öffentlich verfügbare, für Finanzdienstleistungen, Kapitalmärkte und Nachhaltigkeit relevante Informationen 2021/0378(COD).

<sup>17</sup> Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Einrichtung eines zentralen europäischen Zugangsportals für den zentralisierten Zugriff auf öffentlich verfügbare, für Finanzdienstleistungen, Kapitalmärkte und Nachhaltigkeit relevante Informationen 2021/0378 (COD)

die durch das CMRP an der Regelung für die Finanzanalysen vorgenommen wurden, und baut diese weiter aus.

Gezielte Änderungen an der MiFID II stehen in vollem Einklang mit den Zielen der bestehenden Regelung für KMU-Wachstumsmärkte im Rahmen der MiFID II, „den Kapitalzugang für kleinere und mittlere Unternehmen zu erleichtern“, und tragen der Notwendigkeit Rechnung, die Aufmerksamkeit darauf zu legen, „wie eine künftige Regulierung die Nutzung dieses Marktes weiter unterstützen und fördern kann, sowie dass die Verwaltungslast verringert wird und weitere Anreize für Unternehmen mit geringer und mittlerer Kapitalausstattung geboten werden, sich der Kapitalmärkte über KMU-Wachstumsmärkte zu bedienen“<sup>18</sup>.

- **Kohärenz mit der Politik der Union in anderen Bereichen**

Der Vorschlag steht in vollem Einklang mit dem Hauptziel der Kapitalmarktunion, den Zugang zu Finanzmitteln für Unternehmen in der EU und insbesondere für KMU zu erleichtern. Er ist mit einer Reihe von legislativen und nichtlegislativen Maßnahmen vereinbar, die die Kommission im Rahmen des Aktionsplans 2015 für die Kapitalmarktunion<sup>19</sup>, der Halbzeitbilanz des Aktionsplans 2017 für die Kapitalmarktunion<sup>20</sup> und des Aktionsplans 2020 für die Kapitalmarktunion ergriffen hat.

Im Hinblick auf die Förderung von Beschäftigung und Wachstum in der EU war die Erleichterung des Zugangs zu Finanzmitteln für Unternehmen, insbesondere für KMU, von Anfang an ein wichtiges Ziel der Kapitalmarktunion. Seit der Veröffentlichung des Aktionsplans 2015 für die Kapitalmarktunion wurden einige gezielte Maßnahmen ergriffen, um angemessene Finanzierungsquellen für KMU in allen ihren Entwicklungsphasen zu erschließen. In ihrer im Juni 2017 veröffentlichten Halbzeitbilanz des Aktionsplans für die Kapitalmarktunion beschloss die Kommission, ehrgeizigere Ziele festzulegen und den Zugang von KMU zu öffentlichen Märkten stärker in den Mittelpunkt zu stellen. Im Mai 2018 veröffentlichte die Kommission einen Vorschlag für einen Rechtsakt über die Notierung von KMU<sup>21</sup>, der darauf abzielt, den Verwaltungsaufwand und die hohen Befolgungskosten für Emittenten von KMU-Wachstumsmärkten zu verringern und gleichzeitig ein hohes Maß an Marktintegrität und Anlegerschutz zu gewährleisten, die Liquidität der Aktien börsennotierter KMU zu fördern, um diese Märkte für Anleger, Emittenten und Intermediäre attraktiver zu gestalten und die Registrierung von multilateralen Handelssystemen als KMU-Wachstumsmärkte zu erleichtern. Der Rechtsakt über die Notierung von KMU wurde im November 2019 verabschiedet.

---

<sup>18</sup> MiFID II, Erwägungsgrund 132.

<sup>19</sup> Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion (COM(2015) 468 final).

<sup>20</sup> Mitteilung der Kommission über die Halbzeitbilanz des Aktionsplans zur Kapitalmarktunion ({SWD(2017) 224 final} und {SWD(2017) 225 final} – 8. Juni 2017) [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf).

<sup>21</sup> 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).

Als Folge der COVID-19-Krise veröffentlichte die Kommission außerdem das CMRP mit gezielten Änderungen an den Kapitalmärkten und der Bankenregulierung, mit dem übergeordneten Ziel, dafür zu sorgen, dass die Kapitalmärkte die europäischen Unternehmen bei der Überwindung der COVID-19-Krise besser unterstützen können. Die vorgeschlagenen Änderungen an den Kapitalmarktvorschriften zielen insbesondere darauf ab, den regulatorischen Aufwand und die Komplexität für Wertpapierfirmen und Emittenten zu verringern.

Dieser Vorschlag knüpft an den Aktionsplan 2020 für die Kapitalmarktunion an, der darauf abzielt, den europäischen Unternehmen den Zugang zu Finanzmitteln zu erleichtern (Maßnahme 2: Leichterer Zugang zu öffentlichen Märkten). Der Vorschlag legt den Schwerpunkt auf die Erleichterung der regulatorischen Anforderungen, die ein Unternehmen davon abhalten können, notiert zu werden oder notiert zu bleiben. Andere Faktoren, die Emittenten von einer Notierung abhalten könnten, z. B. eine enge Anlegerbasis und eine günstigere steuerliche Behandlung von Fremd- gegenüber Eigenkapital, sind Gegenstand anderer laufender und künftiger Initiativen für die Kapitalmarktunion, die ergänzend zu den in diesem Vorschlag vorgeschlagenen Änderungen erfolgen und in Verbindung mit dieser Initiative betrachtet werden sollten. Diese Initiativen betreffen beispielsweise i) die Schaffung eines einheitlichen europäischen Zugangspunkts (ESAP), mit dem der Mangel an zugänglichen und vergleichbaren Daten für Investoren behoben werden soll, um Unternehmen für Investoren sichtbarer zu machen, ii) die Zentralisierung von EU-Handelsinformationen in einem konsolidierten Datenticker für eine effizientere Handelslandschaft an öffentlichen Märkten und Preisermittlung und iii) die Einführung eines Freibetrags als Anreiz gegen eine Bevorzugung der Fremd- gegenüber der Eigenkapitalfinanzierung (DEBRA)<sup>22</sup>, um die Eigenkapitalfinanzierung für Unternehmen attraktiver (und kostengünstiger) zu machen.

Darüber hinaus wird eine Reihe von Initiativen der Kommission die Anlegerbasis für börsennotierte Aktien weiter stärken. Der EU-Fonds für Börsengänge von KMU wird als zentraler Anleger fungieren, um durch Partnerschaften mit institutionellen Anlegern und Investitionen in Fonds, die schwerpunktmäßig auf KMU-Emittenten ausgerichtet sind, mehr private Investitionen in öffentliches Kapital von KMU anzuziehen. Die Eigenkapitalverordnung und die Solvabilität-II-Überprüfungen werden die Anlegerbasis für Emittenten vergrößern, indem sie Investitionen von Banken und Versicherungsgesellschaften in öffentliches langfristiges Eigenkapital erleichtern.

Dieser Vorschlag steht auch im Einklang mit der im Jahr 2022 veröffentlichten neuen europäischen Innovationsagenda<sup>23</sup>.

Der Vorschlag berücksichtigt auch die Erkenntnisse aus der Stellungnahme der Plattform „Fit for Future“ zur Erleichterung des Zugangs von KMU zu Kapital und insbesondere zur Vereinfachung der Verfahren für die Zulassung von Wertpapieren von KMU zum Handel und anderer Notierungspflichten.

---

<sup>22</sup> Vorschlag für eine Richtlinie des Rates zur Festlegung von Vorschriften für einen Freibetrag zur Reduzierung der steuerlichen Begünstigung von Fremd- gegenüber Eigenkapitalfinanzierungen und für die Begrenzung der Abzugsfähigkeit von Zinsen für Körperschaftsteuerzwecke (COM/2022/216 final).

<sup>23</sup> Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen – Eine neue europäische Innovationsagenda (COM/2022/332 final).

Schließlich wird dieser Vorschlag dazu beitragen, dass insbesondere KMU in der EU von einer klareren und einfacheren rechtlichen Regelung für den Zugang zu den Kapitalmärkten profitieren. Dies entspricht auch dem Ziel des KMU-Entlastungspakets, das Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen in ihrer Rede zur Lage der Europäischen Union<sup>24</sup> am 19. September 2022 angekündigt hat.

## 2. RECHTSGRUNDLAGE, SUBSIDIARITÄT UND VERHÄLTNISMÄSSIGKEIT

### • Rechtsgrundlage

Der Vorschlag beruht auf den Artikeln 50, 53 Absatz 1 und 114 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV).<sup>25</sup>

Nach Artikel 50 Absatz 1 AEUV und insbesondere Artikel 50 Absatz 2 Buchstabe g AEUV ist die Union handlungsbefugt, um die Niederlassungsfreiheit für eine bestimmte Tätigkeit zu verwirklichen, indem sie insbesondere „soweit erforderlich, die Schutzbestimmungen [koordiniert], die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Artikels 54 Absatz 2 im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten“. Gemäß Artikel 50 AEUV sind das Parlament und der Rat befugt, Richtlinien zu erlassen.

Nach Artikel 114 AEUV kann die EU Maßnahmen zur Angleichung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten, welche die Errichtung und das Funktionieren des Binnenmarktes zum Gegenstand haben, erlassen. Der Unionsgesetzgeber kann sich insbesondere dann auf Artikel 114 AEUV berufen, wenn Unterschiede zwischen den nationalen Vorschriften die Grundfreiheiten beeinträchtigen oder Wettbewerbsverzerrungen verursachen und sich so unmittelbar auf das Funktionieren des Binnenmarkts auswirken.

Die Rechtsgrundlage für die Änderungen der MiFID II ist Artikel 53 Absatz 1 AEUV. Artikel 53 AEUV verleiht den gesetzgebenden Organen die Befugnis, Richtlinien zur Erleichterung der Aufnahme und Ausübung gewerblicher Tätigkeiten in der gesamten EU zu erlassen.

### • Subsidiarität (bei nicht ausschließlicher Zuständigkeit)

Nach Artikel 4 AEUV sind EU-Maßnahmen zur Vollendung des Binnenmarkts im Lichte des in Artikel 5 Absatz 3 des Vertrags über die Europäische Union (EUV) dargelegten Subsidiaritätsprinzips zu bewerten. Es muss bewertet werden, ob die Ziele des Vorschlags i) von den Mitgliedstaaten allein nicht bewerkstelligt werden könnten und ii) angesichts ihres Umfangs und ihrer Wirkung besser auf EU-Ebene erreicht werden können. Es ist auch zu prüfen, ob die Ziele durch Maßnahmen auf EU-Ebene besser erreicht werden können (die sogenannte „Prüfung des europäischen Mehrwerts“).

Mit der vorgeschlagenen Maßnahme soll eine größere Verfügbarkeit von Finanzanalysen in der EU gewährleistet werden, insbesondere in Bezug auf Unternehmen mit geringer und mittlerer Kapitalausstattung. Da sich die Maßnahme auf die in der MiFID II festgelegten

<sup>24</sup> Europäische Kommission – Stellungnahme, A „Relief Package“ to give our SMEs a lifeline in troubled water (Ein „Entlastungspaket“ als Rettungsanker für unsere KMU in unruhigen Gewässern) I Blog von Kommissar Thierry Breton; Brüssel, 19. September 2022.

<sup>25</sup> ABl. C 326 vom 26.10.2012, S. 47.

Bestimmungen über Anreize bezieht, würden die überarbeiteten Vorschriften auch auf EU-Ebene gelten.

Was den Verhaltenskodex für emittentengesponserte Analysen betrifft, so würde in Anbetracht der Tatsache, dass solche Analysen grenzüberschreitend verbreitet werden können, mit der vorgeschlagenen EU-Maßnahme sichergestellt, dass für alle emittentengesponserten Analysen das gleiche oder ein ähnliches Anforderungsniveau gilt. Dies würde die Qualität emittentengesponselter Analysen in der gesamten EU harmonisieren und verbessern. Folglich würde sich der Zugang zu Finanzierungsmöglichkeiten auf den öffentlichen Märkten der EU verbessern.

Was die in der Notierungsrichtlinie festgelegten Anforderungen an die Notierung anbelangt, so erschweren es die unterschiedlichen Ansätze der Mitgliedstaaten und deren unterschiedliche Auslegung der Vorschriften, die regulatorische Fragmentierung in der EU zu verringern. Da sich MiFID II nun auf die Vorschriften für die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel erstreckt und eine größtmögliche Harmonisierung der nationalen Vorschriften anstrebt, scheint die Aufnahme der verbleibenden einschlägigen Bestimmungen der Notierungsrichtlinie in MiFID II der geeignetste Weg zu sein, die uneinheitliche Anwendung der Notierungsvorschriften in der EU einzudämmen.

- **Verhältnismäßigkeit**

Was den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit betrifft, so geht der Vorschlag nicht über das hinaus, was zum Erreichen seiner Ziele unbedingt erforderlich ist. Er ist mit dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit vereinbar, da er das richtige Gleichgewicht zwischen den Interessen der Marktteilnehmer und der Kosteneffizienz der Maßnahme berücksichtigt.

In Bezug auf die Finanzanalyse wird die vorgeschlagene Änderung die Belastung für die Wertpapierfirmen verringern und somit sicherstellen, dass mehr Unternehmen mit geringer und mittlerer Kapitalausstattung Gegenstand von Analysen werden und von einer besseren Sichtbarkeit auf dem Markt profitieren.

Was die Notierungsrichtlinie insgesamt betrifft, so entspricht der Vorschlag, sie aufzuheben und die entsprechenden Bestimmungen in die MiFID II aufzunehmen, der Entwicklung des rechtlichen Umfelds.

- **Wahl des Instruments**

Mit diesem Vorschlag wird eine auf der Grundlage von Artikel 53 Absatz 1 AEUV erlassene Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates geändert. Zur Änderung der vorgenannten Richtlinie ist daher ein Vorschlag für eine Richtlinie erforderlich.

Die Notierungsrichtlinie stützt sich auf Artikel 50 und Artikel 114 AEUV. Die Notierungsrichtlinie wird aufgehoben, und die einschlägigen Bestimmungen über die Notierung werden in MiFID II aufgenommen. Dadurch werden die Mitgliedstaaten in die Lage versetzt, die derzeit geltenden Rechtsvorschriften in dem Maße zu ändern, das erforderlich ist, um die Einhaltung der einschlägigen MiFID-II-Bestimmungen zu gewährleisten.

### **3. ERGEBNISSE DER EX-POST-BEWERTUNG, DER KONSULTATION DER INTERESSENTRÄGER UND DER FOLGENABSCHÄTZUNG**

- Ex-post-Bewertung/Eignungsprüfungen bestehender Rechtsvorschriften**

Im Mittelpunkt dieser Initiative steht die Verringerung des Verwaltungsaufwands, der den Emittenten während des Notierungsverfahrens und im Anschluss an die Notierung entsteht. Daher werden nur die Aspekte in den EU-Rechtsvorschriften behandelt, die nach Ansicht der Interessenträger den Zugang der Unternehmen zu den öffentlichen Märkten und ihre Fähigkeit behindern, dort zu verbleiben.

Zur Vorbereitung dieser Initiative sammelten die Kommissionsdienststellen zahlreiche Daten direkt von Handelsplätzen und Emittenten (einschließlich KMU-Verbänden). Zusätzlich zu den von den Marktteilnehmern erhaltenen Informationen lieferte die Sachverständigengruppe für KMU (die zwischen Oktober 2020 und Mai 2021 tätig war) einige Erkenntnisse. Die Kommission gab außerdem im November 2020 bei Oxera eine Studie über Primär- und Sekundärmärkte für Aktien in der EU in Auftrag, die einen sehr detaillierten Überblick über die EU-Kapitalmärkte enthält. Als weitere Quellen wurden umfangreiche akademische Literatur und Forschungsarbeiten herangezogen.

Weitere Informationen zu den im Vorschlag festgestellten Problemen finden sich in der Folgenabschätzung zum Rechtsakt über die Börsennotierung im Anhang zu diesem Vorschlag. Anhang 7 gibt einen Überblick darüber, wie die Notierungsrichtlinie von den Mitgliedstaaten umgesetzt wurde, und zeigt mögliche künftige Vorgehensweisen auf. In Anhang 9 werden die Vorschriften für die Finanzanalyse und die bisherigen Änderungen des EU-Rechtsrahmens erläutert. Es werden ferner mögliche künftige Entwicklungen aufgezeigt.

- Konsultation der Interessenträger**

Am 19. November 2021 leitete die Kommission eine 14-wöchige öffentliche und gezielte Konsultation ein, um die Stellungnahmen der Interessenträger zu der Frage einzuhören, wie die Attraktivität von Notierungen an öffentlichen Märkten in der Union insgesamt erhöht werden kann, und um mögliche Schwachstellen des Rechtsrahmens zu ermitteln, die Unternehmen davon abhalten, Finanzmittel über die Kapitalmärkte aufzunehmen. Im Rahmen der Konsultation wurden spezifische Fragen zur Verordnung (EU) 2017/1129, zur Verordnung (EU) Nr. 596/2014, zur Richtlinie 2001/34/EG und zur Richtlinie 2014/65/EU sowie zu allgemeinen Verbesserungsmöglichkeiten gestellt.

Insgesamt gingen 108 Antworten ein, die von Interessenträgern aus 22 Mitgliedstaaten, den USA, dem Vereinigten Königreich und der Schweiz übermittelt wurden.

Die Mehrheit der Befragten (60 %) hielt es für angebracht, in Stufe 1 die Bedingungen aufzunehmen, unter denen ein Betreiber eines MTF ein Segment davon als KMU-Wachstumsmarkt registrieren lassen kann. Sie wiesen darauf hin, dass dies die Rechtsklarheit erhöhen würde. Sie fügten hinzu, dass eine solche Änderung auch einen Anreiz für mehr MTF bieten könnte, KMU-Wachstumssegmente zu registrieren.

Eine knappe Mehrheit der Befragten (51 %) bewertete die mit dem CMRP eingeführte neue Forschungsregelung als positiv für den Zugang von KMU zu den Kapitalmärkten. Die meisten dieser Befragten wiesen darauf hin, dass die Auswirkungen des CMRP jedoch sehr begrenzt sind. Einige betonten, dass die Finanzanalysen zu KMU für Vermögensverwalter und Analyseanbieter als unwirtschaftlich angesehen werden und dass dies ein langfristiger Trend zu sein scheint. Dennoch wiesen insbesondere Wirtschaftsverbände und zuständige nationale Behörden darauf hin, dass es noch zu früh ist, um die Gesamtauswirkungen der neuen Regelung zu beurteilen. Die überwältigende Mehrheit der Befragten (72,9 %) würde

eine weitere Erleichterung der MiFID-II-Regelung für die Finanzanalyse für angebracht halten. Während einige die Anhebung des Schwellenwerts für Ausnahmen vorschlugen, um das Segment der kleinen und mittleren Unternehmen vollständig abzudecken, vertraten mehrere Wirtschaftsverbände die Auffassung, dass die Rückkehr zu vollständig gebündelten Preisen für die Ausführungsdienste und die Unternehmensanalyse die einzige Lösung ist, um die Analyse zu KMU anzukurbeln (die fast auf ein Nullniveau gesunken ist). Einige vertraten auch die Ansicht, dass die MiFID II-Regelung für Unternehmen jeder Größe falsch angelegt ist. Ihrer Ansicht nach hat die MiFID II-Regelung indirekt dazu geführt, dass ein Großteil des Wertes von Analysedienstleistungen in den Händen einiger weniger großer Akteure liegt (d. h. zu einer Konsolidierung in der Branche führt).

Eine Mehrheit empfahl, Analysen zu festverzinslichen Wertpapieren ganz von der Entflechtungsvorschrift auszunehmen, da die Reform weder Auswirkungen auf die Spreads hatte noch zu mehr Analysen unabhängiger Anbieter geführt hat. Einige wenige Teilnehmer sprachen sich jedoch auch nachdrücklich gegen eine vollständige Entflechtung aus und argumentierten, dass dadurch inakzeptable ungleiche Wettbewerbsbedingungen zwischen den von Wertpapierfirmen und anderen Marktforschungsinstituten bereitgestellten Marktforschungsergebnissen geschaffen würden. Marktforschungsergebnisse müssen unabhängig sein – ungeachtet der Tatsache, dass das Unternehmen, das sie bereitstellt, auch andere Tätigkeiten ausüben oder einer Gruppe angehören kann. Zahlreiche Befragte befürworteten die Förderung von emittentengesponserten Analysen, und argumentierten, dass dies die einzige Möglichkeit ist, Analysen zu KMU (sowohl zu Aktien als auch festverzinslichen Produkten) auszubauen. Sie empfahlen jedoch Schutzmaßnahmen, um die Akzeptanz bei den Anlegern zu erhöhen, z. B. einen Verhaltenskodex und eine eindeutige Kennzeichnung als emittentengesponserte Analyse (und nicht als Marketingkommunikation). Eine große Mehrheit der Befragten (58,5 %) war der Ansicht, dass die Notierungsrichtlinie in ihrer derzeitigen Form geändert werden muss. Die Befragten waren geteilter Meinung darüber, ob die Notierungsrichtlinie in einen anderen Rechtsakt aufgenommen, als Richtlinie geändert oder geändert und in eine Verordnung umgewandelt oder aber aufgehoben werden sollte. Über 33 % der Befragten waren der Ansicht, dass die in Artikel 1 der Notierungsrichtlinie festgelegten Definitionen veraltet sind. Fast 47 % der Befragten konnten keine Antwort geben. Nur sehr wenige Befragte (20 %) waren der Ansicht, dass die Definitionen nicht veraltet sind. Die meisten Befragten (54 %) vertraten die Auffassung, dass die große Flexibilität, die die Notierungsrichtlinie den Mitgliedstaaten und den zuständigen nationalen Behörden bei der Anwendung der Vorschriften für die Zulassung zur amtlichen Notierung von Aktien und Schuldtiteln einräumt, angesichts der lokalen Marktbedingungen angemessen ist. Die Mehrheit der Befragten, die ihre Meinung äußerten, hielten die erwartete Marktkapitalisierung (Artikel 43 Absatz 1 der Notierungsrichtlinie), die Offenlegung vor dem Börsengang (Artikel 44 der Notierungsrichtlinie) und die Free-Float-Anforderung (Artikel 48 Absatz 5 der Notierungsrichtlinie) für sehr oder eher relevant (67 %, 68 % bzw. 72 %). Einige Teilnehmer wiesen darauf hin, dass die Anforderungen flexibel an die Größe des Marktes oder des Emittenten angepasst werden müssten (damit die Möglichkeit besteht, den Free-Float-Schwellenwert zu senken), während andere argumentierten, dass ein nationaler Ermessensspielraum nicht erforderlich ist, wenn auf EU-Ebene ein angemessener Mindestschwellenwert festgelegt wird.

- **Einhaltung und Nutzung von Expertenwissen**

In den vergangenen Jahren hat die Kommission den Zugang von Unternehmen und insbesondere von KMU zu den öffentlichen Märkten kontinuierlich bewertet. Die Frage des regulatorischen Aufwands für Unternehmen beim Zugang zu öffentlichen Märkten wurde in der Sachverständigengruppe für KMU und im Aktionsplan 2020 für die Kapitalmarkunion

angesprochen. Die Kommission berücksichtigte auch die umfangreichen Ergebnisse der Oxera-Studie zu diesem Thema.

Im April 2022 veranstaltete die Kommission außerdem zwei technische Sitzungen/Workshops mit Interessenträgern aus der Branche, um die in Betracht gezogenen politischen Optionen weiter auszufeilen.

Darüber hinaus hat die Kommission das Ziel des Vorschlags in der Sachverständigengruppe des Europäischen Wertpapierausschusses und gegenüber den Koordinatoren des Ausschusses für Wirtschaft und Währung (ECON) des Europäischen Parlaments dargelegt.

### ***Die Empfehlungen der Sachverständigengruppe***

Im Oktober 2020 rief die Europäische Kommission die Sachverständigengruppe für KMU ins Leben. Die Gruppe hatte die Aufgabe, das Funktionieren der KMU-Wachstumsmärkte zu überwachen und zu bewerten sowie Fachwissen und mögliche Beiträge zu anderen relevanten Bereichen des Zugangs von KMU zu öffentlichen Märkten bereitzustellen. Sie bestätigte die von den Interessenträgern geäußerten Bedenken, dass weitere legislative Maßnahmen erforderlich sind, um die Notierung von Unternehmen und insbesondere von KMU zu unterstützen. In ihrem im Mai 2021 veröffentlichten Abschlussbericht formulierte die Sachverständigengruppe für KMU 12 Empfehlungen, darunter die Aufforderung an die Mitgliedstaaten, Maßnahmen zur Förderung der Finanzanalysen aller notierten kleinen und mittelgroßen Unternehmen zu ergreifen.

### ***Sitzungen mit Interessenträgern***

Im April 2022 veranstalteten die Kommissionsdienststellen außerdem zwei technische Sitzungen/Workshops mit Interessenträgern aus der Branche, um die von der Kommission in Betracht gezogenen politischen Optionen weiter zu verfeinern. Die Sitzung mit den Börsen fand am 5. April 2022 statt. Die meisten Börsen sprachen sich für die Aufhebung der Notierungsrichtlinie aus, sofern bestimmte Elemente (Streubesitz und voraussichtliche Mindestmarktkapitalisierung) in die MiFID-II-Regelung aufgenommen würden. Einige befürworteten auch eine Herabsetzung des Mindeststreubesitzes auf 10 %. Eine Börse vertrat die Auffassung, dass das Konzept der „Zulassung zur amtlichen Notierung“ wichtig ist und beibehalten werden sollte. Aus diesem Grund sprach sich diese Börse gegen die Aufhebung der Richtlinie aus. Die Sitzung mit Emittenten und Anlegern fand am 8. April 2022 statt. Was die Notierungsrichtlinie betrifft, so hielten die Interessenträger, die ihre Ansicht äußerten, die Streichung der Bestimmungen über den Streubesitz für angebracht.

### ***Zusammenkünfte mit Sachverständigen der Mitgliedstaaten***

Die Kommission erläuterte das Ziel des Vorschlags am 15. Oktober 2021 und am 17. und 30. Mai 2022 auch in der Sachverständigengruppe des Europäischen Wertpapierausschusses (EGESC). Die an der Diskussion teilnehmenden Delegationen unterstützten das Ziel der Kommission, die Attraktivität der öffentlichen Märkte in der EU zu verbessern und gleichzeitig den Anlegerschutz und die Marktintegrität zu gewährleisten.

### ***Zusammenkunft mit den ECON-Koordinatoren im Ausschuss des Europäischen Parlaments***

Die an der Diskussion teilnehmenden Koordinatoren des Europäischen Parlaments begrüßten die von der Kommission vorgeschlagene Vorgehensweise bei der Notierung an öffentlichen Märkten und erkannten dabei die Probleme im Zusammenhang mit den öffentlichen Märkten in der EU an. Sie betonten, dass die Kommission das richtige Gleichgewicht finden muss, um sicherzustellen, dass alle Unternehmen, insbesondere KMU, Zugang zu den öffentlichen

Märkten haben, um Finanzmittel zu beschaffen, und gleichzeitig einen angemessenen Anlegerschutz zu gewährleisten.

- **Folgenabschätzung**

Die Folgenabschätzung wurde dem Ausschuss für Regulierungskontrolle am 10. Juni 2022 vorgelegt und vom diesem am 8. Juli 2022 – mit Vorbehalten – gebilligt. Der Ausschuss forderte, den Entwurf der Folgenabschätzung zu ändern, um Folgendes klarzustellen: i) die Gliederung der Initiative zur Notierung an öffentlichen Märkten und ihre Kohärenz mit anderen verbundenen Kapitalmarktinitiativen, ii) die Risiken und Grenzen der Analyse und iii) die unterschiedlichen Standpunkte der verschiedenen Kategorien von Interessenträgern zur Problemdefinition, den Optionen und deren Auswirkungen. Die vom Ausschuss vorgebrachten Bemerkungen wurden berücksichtigt und in die endgültige Fassung der Folgenabschätzung aufgenommen.

Der Schwerpunkt der Folgenabschätzung liegt auf der Ermittlung und Beseitigung spezifischer rechtlicher Hindernisse in jeder Phase des Notierungsverfahrens. Es werden die Hindernisse in der Phase vor dem Börsengang erörtert, die sich aus dem Unternehmensrecht ergeben – insbesondere aus der Tatsache, dass in einigen Mitgliedstaaten die Notierung von Mehrstimmrechtsaktien nicht zulässig ist. Anschließend wird auf die Hindernisse in der Phase des Börsengangs eingegangen, die sich aus der Prospektverordnung ergeben, vor allem aus den hohen Kosten für die Erstellung eines Prospekts. Schließlich wird auf die Hindernisse eingegangen, die in der Phase nach dem Börsengang aufgrund der Marktmisbrauchsverordnung auftreten, insbesondere auf die Kosten infolge der Rechtsunsicherheit in Bezug auf die Verpflichtung der Emittenten zur Offenlegung von Insiderinformationen. Für jede Phase des Notierungsverfahrens werden in der Folgenabschätzung nach Analyse der verfügbaren empirischen Daten und unter Berücksichtigung der Standpunkte der Interessenträger zwei alternative politische Optionen dargelegt.

In der Folgenabschätzung werden die Optionen im Hinblick auf drei Ziele analysiert, und zwar darauf, ob sie i) die Regulierungs- und Befolgungskosten für Unternehmen, die eine Notierung anstreben oder bereits notiert sind, verringern, ii) ein ausreichendes Maß an Anlegerschutz und Marktintegrität gewährleisten und iii) den Emittenten mehr Anreize für eine Notierung bieten. Die bevorzugte Option (für jede Phase des Notierungsverfahrens) sollte daher kosteneffizient und wirksam sein, um das festgestellte Hindernis zu beseitigen und gleichzeitig ein ausreichend hohes Maß an Anlegerschutz und Marktintegrität zu gewährleisten. Die Verhältnismäßigkeit der Maßnahmen für kleinere Unternehmen wurde bei der Ermittlung und Bewertung der Optionen berücksichtigt.

Auch wenn mit den in den Optionen dargelegten regulatorischen Änderungen allein nicht alle Herausforderungen, mit denen die öffentlichen Märkte in der EU konfrontiert sind, bewältigt werden können, so sollen sie doch zusammen mit anderen Maßnahmen, die als Teil eines umfassenderen Plans zur Verbesserung des Zugangs der Unternehmen zu den öffentlichen Kapitalmärkten erwogen werden, dazu beitragen, den derzeitigen negativen Trend auf den öffentlichen Märkten der EU umzukehren. Würden diese regulatorischen Verbesserungen nicht vorgenommen, müssten die öffentlichen Märkte in der EU weiterhin auf einen suboptimalen Rechtsrahmen für die Notierung zurückgreifen, was wiederum die Attraktivität der öffentlichen Märkte verringern würde, wodurch den EU-Emittenten, den Anlegern und der EU-Wirtschaft insgesamt wirtschaftliche Kosten entstünden. Das Basisszenario sieht daher keine Änderungen des Rechtsrahmens vor, der die Vorschriften für die Notierung und bereits notierte Unternehmen umfasst.

In Bezug auf die Notierungsrichtlinie wird in der Folgenabschätzung empfohlen, die Notierungsrichtlinie aufzuheben und die entsprechenden Bestimmungen aus der Notierungsrichtlinie in MiFID II zu übernehmen.

In Bezug auf die MiFID wird in der Folgenabschätzung empfohlen, Maßnahmen zur Wiederbelebung des Marktes für Finanzanalysen zu prüfen, z. B. eine Erhöhung der Marktkapitalisierung von Emittenten/Unternehmen, für die die Ausnahmeregelung gilt, um ein breiteres Spektrum von KMU zu erfassen. Eine weitere Maßnahme, die dazu beitragen würde, mehr emittentengesponserte Analysen zu fördern, wäre die Schaffung eines „Verhaltenskodex“, der solche Analysen regeln würde.

Im Hinblick auf die sozialen, wirtschaftlichen und ökologischen Auswirkungen, die Bewertung der Klimaverträglichkeit und den Grundsatz der Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen, wird dieser Vorschlag zur Agenda der Kapitalmarktunion und ihren Zielen beitragen, die Entwicklung und weitere Integration der Kapitalmärkte in der EU sicherzustellen. Die in dieser Initiative vorgeschlagenen Regulierungsmaßnahmen dürften sich auf alle Unternehmen in der EU auswirken, insbesondere aber auf KMU, die der (übermäßigen) regulatorischen Belastung stärker ausgesetzt sind als größere Unternehmen mit einem höheren Kostenabsorptionspotenzial. Dieser Vorschlag würde auch die Entwicklung offenerer und wettbewerbsfähigerer Kapitalmärkte fördern, was insbesondere wachstumsstärkeren Unternehmen in innovativen und forschungsintensiven Sektoren zugutekäme, die tendenziell einen höheren Kapitalbedarf aufweisen.

Die Initiative dürfte keine direkten sozialen Auswirkungen nach sich ziehen. Indirekt können jedoch positive Auswirkungen auf die Beschäftigung entstehen. Obwohl die (indirekten) sozialen Auswirkungen nicht quantifiziert werden können, dürften sie positiv sein. Sofern das Ziel des Vorschlags, den Zugang von EU-Unternehmen zu öffentlichen Märkten zu erleichtern, erreicht wird, können diese Unternehmen von einem breiter gefächerten und größeren Pool an Finanzierungsquellen profitieren, was wiederum dazu führt, dass sie innovativ sind, Wachstum erzielen und eine höhere Beschäftigungsquote aufweisen.

Die Umsetzung dieses Vorschlags wird voraussichtlich keine direkten Umweltauswirkungen haben und weder direkt noch indirekt erheblichen Schaden anrichten. Eine beträchtliche Anzahl von Unternehmen, die an öffentlichen Märkten notiert sind, kann jedoch in den Entwicklungs- und Innovationsprozess neuer umweltfreundlicher Technologien eingebunden sein. Ein verbesserter Zugang zu Finanzmitteln wird es diesen Unternehmen ermöglichen, schneller zu wachsen und mehr Finanzmittel für Forschungs- und Entwicklungsprogramme bereitzustellen, die zu den Zielen des europäischen Grünen Deals beitragen können.

Dieser Vorschlag steht im Einklang mit dem SDG 8<sup>26</sup> – menschenwürdige Arbeit und Wirtschaftswachstum –, da er zum Wachstum von KMU beiträgt, indem er den Zugang zu Finanzierungsmöglichkeiten über öffentliche Märkte erleichtert. Frisch notierte Unternehmen sind ein wichtiger Motor für neue Investitionen und die Schaffung von Arbeitsplätzen. Ein

---

<sup>26</sup> Das Ziel 8 der Vereinten Nationen für nachhaltige Entwicklung (SDG) betrifft „menschenwürdige Arbeit und Wirtschaftswachstum“. Es wird erwartet, dass der Rechtsakt über die Börsennotierung einen Beitrag zum Wachstum der KMU leisten wird, indem er den Zugang zu Finanzmitteln auf den öffentlichen Märkten erleichtert. Frisch notierte Unternehmen sind ein wichtiger Motor für neue Investitionen und die Schaffung von Arbeitsplätzen. Ein leichterer Zugang zu öffentlichen Märkten schafft Anreize für Unternehmer, in Zeiten wirtschaftlicher Turbulenzen zu diversifizieren, was zu einer widerstandsfähigeren Wirtschaft führt.

leichterer Zugang zu öffentlichen Märkten schafft Anreize für Unternehmer, in Zeiten wirtschaftlicher Turbulenzen zu diversifizieren, was zu einer widerstandsfähigeren Wirtschaft führt. Es trägt auch direkt zum Ziel 8.3 „Entwicklungsorientierte Politiken fördern, die produktive Tätigkeiten, die Schaffung menschenwürdiger Arbeitsplätze, Unternehmertum, Kreativität und Innovation unterstützen, und die Formalisierung und das Wachstum von Kleinst-, Klein- und Mittelunternehmen unter anderem durch den Zugang zu Finanzdienstleistungen begünstigen“ und zum Ziel 8.10 „Die Kapazitäten der nationalen Finanzinstitutionen stärken, um den Zugang zu Bank-, Versicherungs- und Finanzdienstleistungen für alle zu begünstigen und zu erweitern“ sowie indirekt zum Ziel 8.2 „Eine höhere wirtschaftliche Produktivität durch Diversifizierung, technologische Modernisierung und Innovation erreichen“ bei.

Außerdem steht er im Einklang mit dem Ziel 9 (Industrie, Innovation und Infrastruktur), da ein leichterer Zugang zu öffentlichen Märkten kleineren (Industrie-)Unternehmen den Zugang zu neuen Finanzierungsmöglichkeiten erleichtern würde. Dies würde ihnen alternative Finanzierungsquellen erschließen und ihre Wachstums- und Innovationsfähigkeit gewährleisten, auch in Bereichen, die für die EU von zentraler strategischer Bedeutung sind. Der Vorschlag trägt indirekt zur Erreichung des Ziels 9.3 „Zugang kleiner Industrie- und anderer Unternehmen zu Finanzdienstleistungen, einschließlich bezahlbaren Krediten, und ihre Einbindung in Wertschöpfungsketten und Märkte erhöhen“ bei.

Dieser Vorschlag dürfte insgesamt keine Auswirkungen auf die Digitalisierung haben.

- **Effizienz der Rechtsetzung und Vereinfachung**

Es wird erwartet, dass die Emittenten, einschließlich der KMU, durch das Gesamtpaket zur Börsennotierung jährlich etwa 167 Mio. EUR an Verwaltungskosten einsparen können. Die zuständigen nationalen Behörden dürften in der Lage sein, ihre Kosten zu senken, da sie ihre Aufsichtstätigkeit dank einfacherer und präziserer Anforderungen effizienter ausüben können. Da die Relevanz und der Mehrwert der Notierungsrichtlinie angesichts der neuesten Rechtsvorschriften abgenommen haben, wird im Paket zur Notierung an öffentlichen Märkten auch vorgeschlagen, die Notierungsrichtlinie aufzuheben. Es wird davon ausgegangen, dass die Umsetzung des Vorschlags für Emittenten und zuständige nationale Behörden nur geringe Anpassungskosten mit sich bringt.

- **Grundrechte**

Der Vorschlag steht im Einklang mit den Grundrechten und den in der Charta der Grundrechte der Europäischen Union verankerten Grundsätzen, insbesondere dem Recht auf unternehmerische Freiheit (Artikel 16) und dem Verbraucherschutz (Artikel 38). Da diese Initiative darauf abzielt, den Verwaltungsaufwand für Emittenten zu verringern, wird sie dazu beitragen, das Recht auf freie Geschäftstätigkeit zu verbessern.

#### **4. AUSWIRKUNGEN AUF DEN HAUSHALT**

Es ist nicht zu erwarten, dass der Vorschlag Folgen für den EU-Haushalt hat.

#### **5. WEITERE ANGABEN**

- **Durchführungspläne sowie Monitoring-, Bewertungs- und Berichterstattungsmodalitäten**

Eine Bewertung ist fünf Jahre nach Umsetzung der Maßnahme gemäß den Leitlinien der Kommission für bessere Rechtsetzung vorgesehen. Dabei wird unter anderem geprüft, wie

wirksam und effizient die Richtlinie bei der Erreichung der politischen Ziele ist, und entschieden, ob neue Maßnahmen oder Änderungen erforderlich sind.

- **Ausführliche Erläuterung einzelner Bestimmungen des Vorschlags**

#### ***Änderung der Richtlinie 2014/65/EU***

Mit Artikel 1 des Vorschlags wird die Richtlinie 2014/65/EU in der nachstehend beschriebenen Weise geändert.

- Mit Artikel 1 Absatz 1 des Vorschlags wird Artikel 4 Absatz 1 Nummer 12 der Richtlinie 2014/65/EU, der die Definition des Begriffs „KMU-Wachstumsmärkte“ enthält, dahin gehend geändert, dass auch das Segment eines MTF in die Definition aufgenommen wird.
- Mit Artikel 1 Absatz 2 Buchstabe a des Vorschlags wird eine neue Nummer 3a über die Qualität von Finanzanalysen eingeführt. Darin wird festgelegt, dass die von Dritten erstellten Analysen redlich, klar und nicht irreführend sind.
- In Artikel 1 Absatz 2 Buchstabe a des Vorschlags wird auch eine neue Nummer 3b über die Bedingungen für die Kennzeichnung der Analyse als „emittentengesponserte Analyse“ eingefügt. Zu diesen Bedingungen gehört die Anforderung, dass die Analyse mit einem Verhaltenskodex übereinstimmen muss, sowie die Anforderungen an den Inhalt, die Veröffentlichung und die Überprüfung eines solchen Verhaltenskodex. In dem Artikel wird auch klargestellt, dass Emittenten ihre gesponserten Analysen an die Sammelstelle gemäß dem Vorschlag für ein zentrales europäisches Zugangsportal übermitteln können. Schließlich wird klargestellt, dass vom Emittenten gesponsertes Analysematerial, das nicht im Einklang mit einem solchen Verhaltenskodex erstellt wurde, als Marketingkommunikation zu kennzeichnen ist.
- Mit Artikel 1 Absatz 2 Buchstabe a des Vorschlags wird ein neuer Buchstabe 3d eingeführt. Bei Analysen, die als emittentengesponserte Analysen gekennzeichnet sind, muss auf der Titelseite deutlich darauf hingewiesen werden, dass sie im Einklang mit einem Verhaltenskodex erstellt worden sind.
- In Artikel 1 Absatz 2 Buchstabe b des Vorschlags wird die Schwelle für die Marktkapitalisierung der Unternehmen, unterhalb deren die Entflechtungsvorschriften nicht gelten, auf 10 Mrd. EUR angehoben.
- In Artikel 1 Absatz 3 Buchstaben a bis c wird klargestellt, dass ein Segment des MTF als KMU-Wachstumsmarkt registriert werden kann, und es werden die Bedingungen und Anforderungen für seine Registrierung bzw. Aufhebung der Registrierung festgelegt.
- Mit Artikel 1 Absatz 4 des Vorschlags wird ein neuer Artikel 51a eingeführt, der die besonderen Bedingungen für die Zulassung von Aktien zum Handel auf einem geregelten Markt festlegt. Bei diesen Bedingungen handelt es sich um die Mindestmarktkapitalisierung von 1 Mio. EUR für Unternehmen, die ihre Aktien an einem geregelten Markt notieren lassen wollen, sowie um eine Free-Float-Mindestanforderung von 10 %. Die Kommission ist außerdem befugt, delegierte Rechtsakte zu erlassen, um diese Schwellenwerte zu ändern, wenn sie die Liquidität auf den öffentlichen Märkten unter Berücksichtigung der finanziellen Entwicklungen beeinträchtigen.

#### ***Änderung der Richtlinie 2001/34/EG***

Mit Artikel 2 des Vorschlags wird die Notierungsrichtlinie aufgehoben.

Artikel 3 legt die Anforderungen und die Frist für die Umsetzung dieser Richtlinie fest.

Artikel 4 enthält den Zeitpunkt des Inkrafttretens dieser Richtlinie.

Artikel 5 bestimmt, an wen diese Richtlinie gerichtet ist.

Vorschlag für eine

## **RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES**

**zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU zur Steigerung der Attraktivität der öffentlichen Kapitalmärkte in der Union für Unternehmen und zur Erleichterung des Kapitalzugangs für kleine und mittlere Unternehmen und zur Aufhebung der Richtlinie 2001/34/EG**

(Text von Bedeutung für den EWR)

DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT UND DER RAT DER EUROPÄISCHEN UNION —  
gestützt auf den Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, insbesondere auf die Artikel 50, Artikel 53 Absatz 1 und Artikel 114,  
auf Vorschlag der Europäischen Kommission,  
nach Zuleitung des Entwurfs des Gesetzgebungsakts an die nationalen Parlamente,  
nach Stellungnahme des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses<sup>27</sup>,  
gemäß dem ordentlichen Gesetzgebungsverfahren,  
in Erwägung nachstehender Gründe:

- (1) Die Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>28</sup> wurde durch die Verordnung (EU) 2019/2115 des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>29</sup> geändert, mit der verhältnismäßige Erleichterungen eingeführt wurden, um die Nutzung der KMU-Wachstumsmärkte zu fördern und die übermäßigen regulatorischen Anforderungen für Emittenten, die eine Zulassung von Wertpapieren auf KMU-Wachstumsmärkten anstreben, zu verringern, wobei gleichzeitig ein angemessenes Niveau des Anlegerschutzes und der Marktintegrität gewahrt bleibt. Um das Notierungsverfahren zu straffen und die regulatorische Behandlung von Unternehmen flexibler und ihrer Größe angemessener zu gestalten, sind jedoch weitere Änderungen der Richtlinie 2014/65/EU erforderlich.
- (2) In der Richtlinie 2014/65/EU und der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593 der Kommission<sup>30</sup> sind die Bedingungen festgelegt, unter denen die Bereitstellung von

---

<sup>27</sup> ABl. C vom , S. [...].

<sup>28</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).

<sup>29</sup> Verordnung (EU) 2019/2115 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU und der Verordnungen (EU) Nr. 596/2014 und (EU) 2017/1129 zur Förderung der Nutzung von KMU-Wachstumsmärkten (ABl. L 320 vom 11.12.2019, S. 1).

<sup>30</sup> Delegierte Richtlinie (EU) 2017/593 der Kommission vom 7. April 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf den Schutz der Finanzinstrumente und Gelder von Kunden, Produktüberwachungspflichten und Vorschriften für die Errichtung beziehungsweise Gewährung oder Entgegennahme von Gebühren, Provisionen oder anderen monetären oder nicht-monetären Vorteilen (ABl. L 87 vom 31.3.2017, S. 500).

Analysen durch Dritte an Wertpapierfirmen, die Portfolioverwaltungs- oder andere Wertpapierdienstleistungen oder Nebendienstleistungen erbringen, nicht als Anreiz zu betrachten ist. Um mehr Analysen zu Unternehmen in der Union, insbesondere zu Unternehmen mit geringer und mittlerer Kapitalausstattung, zu fördern und diesen Unternehmen eine größere Sichtbarkeit und bessere Aussichten auf potenzielle Anleger zu verschaffen, ist es erforderlich, einige Änderungen an der genannten Richtlinie vorzunehmen.

- (3) Nach den Bestimmungen der Richtlinie 2014/65/EU über Finanzanalysen müssen Wertpapierfirmen Zahlungen, die sie als Maklerprovisionen erhalten, von der für die Bereitstellung von Finanzanalysen wahrgenommenen Vergütung trennen („Entflechtungsvorschriften für Finanzanalysen“) oder Finanzanalysen aus eigenen Mitteln bezahlen und die Qualität der von ihnen erworbenen Analysen anhand belastbarer Qualitätskriterien und deren Fähigkeit, zu besseren Anlageentscheidungen beizutragen, bewerten. Im Jahr 2021 wurden diese Vorschriften durch die Richtlinie (EU) 2021/338 des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>31</sup> geändert, um gebündelte Zahlungen für Ausführungsdienstleistungen und Analysen zu Unternehmen mit geringer und mittlerer Kapitalausstattung, die eine Marktkapitalisierung von 1 Mrd. EUR nicht überschreiten, zu ermöglichen. Der rückläufige Trend bei den Finanzanalysen hat sich jedoch nicht verlangsamt.
- (4) Um den Markt für Finanzanalysen zu beleben und sicherzustellen, dass eine ausreichende Anzahl von Unternehmen, insbesondere von Unternehmen mit geringer und mittlerer Kapitalausstattung, Gegenstand von Analysen sind, müssen die Entflechtungsvorschriften für Finanzanalysen weiter gelockert werden. Durch die Anhebung des Schwellenwerts für die Marktkapitalisierung von Unternehmen, unter dem die Entflechtungsvorschriften nicht gelten, von 1 Mrd. EUR auf 10 Mrd. EUR werden mehr Unternehmen mit geringer und mittlerer Kapitalausstattung und insbesondere mehr Unternehmen mit mittlerer Kapitalausstattung von einer größeren Verfügbarkeit von Finanzanalysen profitieren, was diesen Unternehmen eine größere Sichtbarkeit bei potenziellen Anlegern verschafft und somit ihre Fähigkeit zur Mittelbeschaffung auf den Märkten erhöht.
- (5) Zur weiteren Förderung der Analysen zu Unternehmen mit geringer und mittlerer Kapitalausstattung sollten Analysen, die ganz oder teilweise von Emittenten bezahlt werden, als „emittentengesponserte Analysen“ gekennzeichnet werden. Damit ein angemessenes Maß an Objektivität und Unabhängigkeit solcher Finanzanalysen gewährleistet ist, sollten sie im Einklang mit einem Verhaltenskodex erstellt werden, der von einem in einem Mitgliedstaat registrierten Marktbetreiber oder einer zuständigen Behörde ausgearbeitet oder gebilligt wurde. Um die Sichtbarkeit der emittentengesponserten Analysen zu erhöhen, ist den Emittenten die Möglichkeit einzuräumen, ihre emittentengesponserten Analysen an die entsprechende Sammelstelle<sup>32</sup> gemäß [Artikel 2 Absatz 2 des Vorschlags für eine Verordnung über ein zentrales europäisches Zugangsportal<sup>33</sup>] zu übermitteln.

<sup>31</sup> Richtlinie (EU) 2021/338 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. Februar 2021 zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU im Hinblick auf die Informationspflichten, die Produktüberwachung und die Positionslimits sowie der Richtlinien 2013/36/EU und (EU) 2019/878 im Hinblick auf ihre Anwendung auf Wertpapierfirmen, zur Förderung der wirtschaftlichen Erholung von der COVID-19-Krise (ABl. L 68 vom 26.2.2021, S. 14).

<sup>32</sup> Siehe Artikel 2 Absatz 2 des Vorschlags für eine Verordnung [2021.78.COD].

<sup>33</sup> Vorschlag für eine Verordnung [2021/03.78.COD].

- (6) Mit der Richtlinie 2014/65/EU wurde die Kategorie KMU-Wachstumsmarkt eingeführt, um die Sichtbarkeit und das Profil der auf KMU spezialisierten Märkte zu erhöhen und die Entwicklung gemeinsamer Regulierungsstandards in der Union für diese Märkte zu fördern. Die KMU-Wachstumsmärkte spielen eine wichtige Rolle bei der Erleichterung des Zugangs zu Kapital für diese kleineren Emittenten, indem sie auf ihre Bedürfnisse eingehen. Um die Entwicklung solcher spezialisierten Märkte zu fördern und den organisatorischen Aufwand für die Betreiber von MTF zu begrenzen, ist es notwendig zuzulassen, dass das Segment eines MTF die Umwandlung in einen KMU-Wachstumsmarkt beantragt, sofern dieses Segment klar vom Rest des MTF getrennt ist.
- (7) Die Richtlinie 2001/34/EG des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>34</sup> enthält Vorschriften für die Notierung auf den EU-Märkten. Ziel dieser Richtlinie ist die Koordinierung der Vorschriften über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörsen und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichten Informationen, um einen gleichwertigen Schutz der Anleger auf Unionsebene zu gewährleisten. In dieser Richtlinie werden auch die Regeln des Regulierungs- und Aufsichtsrahmens für die Primärmärkte der Union festgelegt. Die Richtlinie 2001/34/EG wurde inzwischen mehrfach erheblich geändert. Mit den Richtlinien 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>35</sup> und 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>36</sup> wurden die meisten Bestimmungen zur Harmonisierung der Bedingungen für die Übermittlung von Informationen über Anträge auf Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung und von Informationen über zum Handel zugelassene Wertpapiere ersetzt und große Teile der Richtlinie 2001/34/EG überflüssig gemacht. Nach der Richtlinie 2001/34/EG als Mindestharmonisierungsrichtlinie haben die Mitgliedstaaten einen recht großen Ermessensspielraum, um von den in dieser Richtlinie festgelegten Regeln abzuweichen, was zu einer Zersplitterung des EU-Marktes geführt hat. Um die Marktharmonisierung auf Unionsebene voranzutreiben und ein einheitliches Regelwerk zu schaffen, sollte die Richtlinie 2001/34/EG aufgehoben werden.
- (8) Wie die Richtlinie 2001/34/EG dient die Richtlinie 2014/65/EU der Regulierung der Märkte für Finanzinstrumente und der Stärkung des Anlegerschutzes in der Union. Die Richtlinie 2014/65/EU enthält auch Vorschriften für die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel. Durch die Ausweitung des Anwendungsbereichs der Richtlinie 2014/65/EU auf einzelne Bestimmungen der Richtlinie 2001/34/EG wird sichergestellt, dass alle einschlägigen Bestimmungen der Richtlinie 2001/34/EG aufrechterhalten werden. Mehrere Bestimmungen der Richtlinie 2001/34/EG, darunter die weiterhin geltenden Free-Float-Anforderungen und die Anforderungen an die Marktkapitalisierung, werden von den zuständigen Behörden durchgesetzt und gelten als wichtige Regeln für die Zulassung von Aktien zum Handel auf geregelten Märkten

---

<sup>34</sup> Richtlinie 2001/34/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Mai 2001 über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichten Informationen (ABl. L 184 vom 6.7.2001, S. 1).

<sup>35</sup> Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (ABl. L 345 vom 31.12.2003, S. 64).

<sup>36</sup> Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (ABl. L 390 vom 31.12.2004, S. 38).

in der Union durch die Marktteilnehmer. Daher ist es erforderlich, diese Vorschriften in die Richtlinie 2014/65/EU zu übertragen, um in einer neuen Bestimmung der genannten Richtlinie spezifische Mindestbedingungen für die Zulassung von Aktien zum Handel auf geregelten Märkten festzulegen. Die Anwendung dieser neuen Bestimmung sollte die in der Richtlinie 2014/65/EU festgelegten allgemeinen Bestimmungen über die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel ergänzen.

- (9) Um den Emittenten mehr Flexibilität einzuräumen und die EU-Kapitalmärkte wettbewerbsfähiger zu machen, sollte die Free-Float-Mindestanforderung auf 10 % gesenkt werden, was einen Schwellenwert darstellt, mit dem ein ausreichendes Maß an Liquidität auf dem Markt gewährleistet wird. Die in der Richtlinie 2001/34/EG festgelegte Free-Float-Anforderung, wonach eine ausreichende Streuung der Aktien im Publikum eines oder mehrerer Mitgliedstaaten erreicht sein muss, bezieht sich auf das Publikum in der Union und im Europäischen Wirtschaftsraum (EU/EWR). Die geografische Beschränkung der Free-Float-Anforderung auf die EU/den EWR soll nicht beibehalten werden, da eine solche Beschränkung für zum Handel zugelassene Finanzinstrumente in der Richtlinie 2014/65/EU nicht vorgesehen ist. Die Anforderung, dass ein Unternehmen seinen Jahresabschluss während eines bestimmten Zeitraums veröffentlicht oder hinterlegt haben muss, sollte nicht in die Richtlinie 2014/65/EU übernommen werden, da die Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>37</sup> bereits eine entsprechende Bestimmung enthält. Die Richtlinie 2014/65/EU enthält bereits Bestimmungen zur Benennung der zuständigen Behörden. Somit sind die in der Richtlinie 2001/34/EG festgelegten Bestimmungen zur Benennung einer oder mehrerer zuständiger Behörden überflüssig. Die Anforderung in Bezug auf Schuldverschreibungen, dass der Darlehensbetrag nicht weniger als 200 000 EUR betragen darf, wird in Anbetracht der aktuellen Marktpaxis als überholt angesehen.
- (10) Die in der Richtlinie 2001/34/EG vorgesehene Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an Börsen wird angesichts der Marktentwicklungen nicht mehr häufig verwendet, da in der Richtlinie 2014/65/EU bereits das Konzept der „Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel auf einem geregelten Markt“ vorgesehen ist. Die Begriffe „Zulassung zur amtlichen Notierung“ und „Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt“ werden in einigen Mitgliedstaaten häufig synonym verwendet. Somit wird in einigen Mitgliedstaaten kein Unterschied zwischen den beiden Konzepten gemacht. Darüber hinaus könnte die doppelte Regelung der Zulassung zum Handel einerseits und der Zulassung zur amtlichen Notierung andererseits zu Rechtsunsicherheit auf Unionsebene führen, vor allem weil die in den Richtlinien 2003/71/EG, 2004/109/EG und 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>38</sup> festgelegten Anforderungen nur für Instrumente gelten, die zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, nicht aber für solche, die zur amtlichen Notierung zugelassen sind.

---

<sup>37</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 und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG (ABl. L 168 vom 30.6.2017, S. 12).

<sup>38</sup> Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie) (ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 179).

- (11) Um die Sichtbarkeit von notierten Unternehmen, insbesondere von KMU, zu erhöhen und die Notierungsbedingungen anzupassen, sodass die Anforderungen für Emittenten verbessert werden, sollte der Kommission die Befugnis zum Erlass von Rechtsakten gemäß Artikel 290 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union in Bezug auf die Änderung der Richtlinie 2014/65/EU übertragen werden. Der Schwellenwert für die Marktkapitalisierung von Unternehmen, für die eine erneute Bündelung von Handelsausführungs- und Analysegebühren möglich wäre, um Unternehmen mit geringer und mittlerer Kapitalausstattung zu erfassen, und die Schaffung eines Rahmens für die Entwicklung einer besonderen Form der Analyse, für die der Emittent zahlt, sollten angepasst werden. Die Anpassung der Notierungsvorschriften in der Union sollte auch die Marktpraxis widerspiegeln, damit sie wirksam ist und den Wettbewerb fördert. Es ist von besonderer Bedeutung, dass die Kommission im Zuge ihrer Vorbereitungsarbeit angemessene Konsultationen, auch auf der Ebene von Sachverständigen, durchführt, die mit den Grundsätzen in Einklang stehen, die in der Interinstitutionellen Vereinbarung vom 13. April 2016 über bessere Rechtsetzung<sup>39</sup> niedergelegt wurden. Um insbesondere für eine gleichberechtigte Beteiligung an der Vorbereitung delegierter Rechtsakte zu sorgen, erhalten das Europäische Parlament und der Rat alle Dokumente zur gleichen Zeit wie die Sachverständigen der Mitgliedstaaten, und ihre Sachverständigen haben systematisch Zugang zu den Sitzungen der Sachverständigengruppen der Kommission, die mit der Vorbereitung der delegierten Rechtsakte befasst sind.
- (12) Die Richtlinie 2014/65/EU sollte daher entsprechend geändert werden.
- (13) Da die Ziele dieser Richtlinie, nämlich die Erleichterung des Zugangs von Unternehmen mit geringer oder mittlerer Kapitalisierung in der Union zu den Kapitalmärkten und die Erhöhung der Kohärenz der Notierungsvorschriften der Union, auf Ebene der Mitgliedstaaten nicht ausreichend verwirklicht werden können, sondern vielmehr aufgrund der angestrebten Verbesserungen und Wirkungen auf Unionsebene besser zu verwirklichen ist, kann die Union im Einklang mit dem in Artikel 5 des Vertrags über die Europäische Union verankerten Subsidiaritätsprinzip tätig werden. Entsprechend dem in demselben Artikel genannten Grundsatz der Verhältnismäßigkeit geht diese Richtlinie nicht über das für die Verwirklichung dieser Ziele erforderliche Maß hinaus —

HABEN FOLGENDE RICHTLINIE ERLASSEN:

*Artikel 1*  
**Änderung der Richtlinie 2014/65/EU**

Die Richtlinie 2014/65/EU wird wie folgt geändert:

1. Artikel 4 Absatz 1 Nummer 12 erhält folgende Fassung:  
„(12) „KMU-Wachstumsmarkt“ ein in Einklang mit Artikel 33 als KMU-Wachstumsmarkt registriertes MTF oder MTF-Segment;“
2. Artikel 24 wird wie folgt geändert:
  - a) Die folgenden Absätze 3a bis 3d werden eingefügt:

---

<sup>39</sup> ABl. L 123 vom 12.5.2016, S. 1.

„(3a) Analysen, die Wertpapierfirmen, die Portfolioverwaltungs- oder andere Wertpapierdienstleistungen oder Nebendienstleistungen erbringen, durch Dritte bereitgestellt werden, und Analysen, die von solchen Firmen erstellt und verbreitet werden, müssen redlich, klar und nicht irreführend sein. Die Analysen sind klar als solche oder in ähnlicher Form erkennbar, sofern alle für die Analysen geltenden Bedingungen erfüllt sind.

(3b) Werden die Analysen ganz oder teilweise vom Emittenten bezahlt und öffentlich verbreitet oder an Wertpapierfirmen oder an die Kunden von Wertpapierfirmen, die Portfolioverwaltungs- oder andere Wertpapierdienstleistungen oder Nebendienstleistungen erbringen, verteilt, so werden diese Analysen als „emittentengesponserte Analysen“ bezeichnet, sofern sie im Einklang mit einem Verhaltenskodex erstellt werden, der von einem in einem Mitgliedstaat registrierten Marktbetreiber oder einer zuständigen Behörde ausgearbeitet oder gebilligt wurde.

In dem Verhaltenskodex werden Mindeststandards für die Unabhängigkeit und Objektivität festgelegt, die von den Anbietern solcher Analysen einzuhalten sind. Der Marktbetreiber oder die zuständige Behörde veröffentlichen den Verhaltenskodex auf ihrer Website und überprüfen und bestätigen ihn alle zwei Jahre.

(3c) Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass jeder Emittent seine emittentengesponserten Analysen im Sinne von Absatz 3b dieses Artikels der zuständigen Sammelstelle im Sinne von [Artikel 2 Absatz 2 des Vorschlags für eine Verordnung über ein zentrales europäisches Zugangsportal<sup>40</sup>] vorlegen kann.

(3d) Bei Analysen, die als emittentengesponserte Analysen gekennzeichnet sind, ist auf der Titelseite klar und deutlich darauf hinzuweisen, dass sie im Einklang mit einem Verhaltenskodex erstellt wurden. Ebenfalls zu nennen ist der Name des Marktbetreibers oder der zuständigen Behörde, der/die einen solchen Verhaltenskodex ausgearbeitet oder gebilligt hat. Anderes Analysematerial, das ganz oder teilweise vom Emittenten bezahlt wird, aber nicht im Einklang mit einem Verhaltenskodex im Sinne von Absatz 3b erstellt wurde, ist als Marketingkommunikation zu kennzeichnen.“

b) Absatz 9a Buchstabe c erhält folgende Fassung:

„c) die Analysen, für die die kombinierten Gebühren oder die gemeinsame Zahlung geleistet werden, betreffen Emittenten, die in den 36 Monaten vor der Bereitstellung der Analysen eine Marktkapitalisierung von 10 Mrd. EUR nicht überschritten haben, ausgedrückt durch die Notierungen am Jahresende die Jahre, in denen diese Emittenten notiert sind oder waren, oder durch das Eigenkapital für die Geschäftsjahre, in denen diese Emittenten nicht notiert sind oder waren.“

3. Artikel 33 wird wie folgt geändert:

a) Absätze 1 und 2 erhalten folgende Fassung:

---

<sup>40</sup> Vorschlag für eine Verordnung [2021/0378.COD].

- „(1) Die Mitgliedstaaten sehen vor, dass der Betreiber eines MTF die Registrierung des MTF oder eines Segments davon als KMU-Wachstumsmarkt bei der zuständigen Behörde seines Herkunftsmitgliedstaats beantragen kann.
- (2) Die Mitgliedstaaten sehen vor, dass die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats das MTF oder ein Segment davon als KMU-Wachstumsmarkt registrieren kann, sofern sie einen Antrag gemäß Absatz 1 erhalten hat und davon überzeugt ist, dass die Anforderungen von Absatz 3 im Zusammenhang mit dem MTF oder die Anforderungen in Absatz 3a im Zusammenhang mit einem Segment des MTF erfüllt sind.“
- b) Folgender Absatz 3a wird angefügt:
- „(3a) Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass das betreffende Segment des MTF wirksamen Regeln, Systemen und Verfahren unterliegt, mit denen sichergestellt wird, dass die in Absatz 3 genannten Bedingungen und alle folgenden Bedingungen erfüllt sind:
- a) das als „KMU-Wachstumsmarkt“ registrierte Segment des MTF ist eindeutig von den anderen vom MTF-Betreiber betriebenen Marktsegmenten getrennt, was unter anderem durch einen anderen Namen, ein anderes Regelwerk, eine andere Marketingstrategie und eine andere Medienpräsenz sowie durch eine spezifische Zuweisung der Handelsplatz-Identifikationsnummer für das KMU-Wachstumsmarktsegment zum Ausdruck kommt,
  - b) die in dem speziellen KMU-Wachstumsmarktsegment getätigten Geschäfte sind klar von anderem Marktgeschehen innerhalb der anderen Segmente des MTF zu unterscheiden,
  - c) auf Ersuchen der zuständigen Herkunftslandbehörde des MTF wird vom MTF ein umfassendes Verzeichnis der in dem betreffenden KMU-Wachstumsmarktsegment notierten Instrumente sowie alle von der zuständigen Behörde gegebenenfalls angeforderten Informationen über die Funktionsweise des KMU-Wachstumsmarktsegments vorgelegt.“
- c) Absätze 4 bis 6 erhalten folgende Fassung:
- „(4) Die Einhaltung anderer Verpflichtungen im Zusammenhang mit dem Betrieb von einem MTF oder einem Segment davon gemäß dieser Richtlinie durch die Wertpapierfirma oder den Marktbetreiber, die/der das MTF betreibt, wird durch die Anforderungen nach den Absätzen 3 und 3a nicht berührt.
- (5) Die Mitgliedstaaten sehen vor, dass die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats die Registrierung eines MTF oder eines Segments davon als KMU-Wachstumsmarkt unter den folgenden Umständen aufheben kann:
- a) die Wertpapierfirma oder der Marktbetreiber, die bzw. der das MTF oder ein Segment davon betreibt, beantragt die Aufhebung ihrer bzw. seiner Registrierung;
  - b) die Anforderungen der Absätze 3 oder 3a in Zusammenhang mit dem MTF oder einem Segment davon werden nicht mehr erfüllt.
- (6) Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats die ESMA schnellstmöglich über die Registrierung

bzw. die Aufhebung einer Registrierung eines MTF oder eines Segments davon als KMU-Wachstumsmarkt gemäß diesem Artikel in Kenntnis setzt. Die ESMA veröffentlicht auf ihrer Website ein Verzeichnis der KMU-Wachstumsmärkte und aktualisiert dieses Verzeichnis regelmäßig.“

- d) Absatz 8 erhält folgende Fassung:

„(8) Der Kommission wird die Befugnis übertragen, delegierte Rechtsakte gemäß Artikel 89 zur Ergänzung dieser Richtlinie zu erlassen, um die in den Absätzen 3 und 3a dieses Artikels festgelegten Anforderungen näher zu bestimmen. Dadurch wird der Notwendigkeit Rechnung getragen, ein hohes Niveau des Anlegerschutzes aufrechtzuerhalten, um das Vertrauen der Anleger in diese Märkte zu fördern, und gleichzeitig den Verwaltungsaufwand für die Emittenten auf dem Markt auf ein Minimum zu beschränken. Außerdem wird berücksichtigt, dass es nicht zu Aufhebungen von Registrierungen kommt und Registrierungen nicht verweigert werden, nur weil die Anforderung nach Absatz 3 Buchstabe a dieses Artikels vorübergehend nicht erfüllt ist.

4. Folgender Artikel 51a wird eingefügt:

*„Artikel 51a*

**Besondere Bedingungen für die Zulassung von Aktien zum Handel**

- (1) Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass die voraussichtliche Marktkapitalisierung der Aktien, für die die Zulassung zum Handel beantragt wird, oder, falls dies nicht beurteilt werden kann, das Eigenkapital des Unternehmens einschließlich Gewinn und Verlust aus dem letzten Geschäftsjahr sich auf mindestens 1 000 000 EUR oder den Gegenwert in einer anderen Landeswährung als dem Euro beläuft.
- (2) Absatz 1 gilt jedoch nicht für die Zulassung von Aktien zum Handel, die mit bereits zum Handel zugelassenen Aktien fungibel sind.
- (3) Bleibt die in Landeswährung ausgedrückte Marktkapitalisierung aufgrund einer Anpassung des Euro-Gegenwerts der Landeswährung ein Jahr lang mindestens 10 % mehr oder weniger als 1 000 000 EUR, passt der Mitgliedstaat seine Rechts- und Verwaltungsvorschriften innerhalb von zwölf Monaten nach Ablauf des genannten Zeitraums an, um dem Absatz 1 nachzukommen.
- (4) Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass geregelte Märkte sicherstellen, dass zu jedem Zeitpunkt mindestens 10 % des gezeichneten Kapitals, das von der Aktiengattung vertreten wird, für die die Zulassung zum Handel beantragt wurde, im Streubesitz sind.
- (5) Liegt der Anteil der vom Publikum gehaltenen Aktien unter 10 % des gezeichneten Kapitals, so stellen die Mitgliedstaaten sicher, dass auf den geregelten Märkten eine ausreichende Streuung der Aktien im Publikum vorgeschrieben wird, um die in Absatz 4 genannte Anforderung zu erfüllen.
- (6) Wird die Zulassung zum Handel für Aktien beantragt, die mit bereits zum Handel zugelassenen Aktien fungibel sind, so prüfen die geregelten Märkte zur Erfüllung der in Absatz 4 genannten Anforderung, ob eine ausreichende Streuung der Aktien im Publikum in Bezug auf alle ausgegebenen Aktien erreicht wurde und nicht nur in Bezug auf die Aktien, die mit bereits zum Handel zugelassenen Aktien fungibel sind.

(7) Der Kommission wird die Befugnis übertragen, gemäß Artikel 89 delegierte Rechtsakte zu erlassen, um diese Richtlinie durch Anpassung der in den Absätzen 1 und 3 oder in den Absätzen 4 und 5 oder in beiden Kombinationen von Absätzen genannten Schwellenwerte zu ändern, wenn die geltenden Schwellenwerte die Liquidität auf öffentlichen Märkten unter Berücksichtigung der finanziellen Entwicklungen beeinträchtigen.“

5. Artikel 89 wird wie folgt geändert:

a) Absätze 2 und 3 erhalten folgende Fassung:

„(2) Die Befugnis zum Erlass delegierter Rechtsakte gemäß Artikel 2 Absätze 3 und 4, Artikel 4 Absatz 1 Nummer 2 Unterabsatz 2, Artikel 4 Absatz 2, Artikel 13 Absatz 1, Artikel 16 Absatz 12, Artikel 23 Absatz 4, Artikel 24 Absatz 13, Artikel 25 Absatz 8, Artikel 27 Absatz 9, Artikel 28 Absatz 3, Artikel 30 Absatz 5, Artikel 31 Absatz 4, Artikel 32 Absatz 4, Artikel 33 Absatz 8, Artikel 51a Absatz 7, Artikel 52 Absatz 4, Artikel 54 Absatz 4, Artikel 58 Absatz 6, Artikel 64 Absatz 7, Artikel 65 Absatz 7 und Artikel 79 Absatz 8 wird der Kommission auf unbestimmte Zeit übertragen.

(3) Die Befugnisübertragung gemäß Artikel 2 Absätze 3 und 4, Artikel 4 Absatz 1 Nummer 2 Unterabsatz 2, Artikel 4 Absatz 2, Artikel 13 Absatz 1, Artikel 16 Absatz 12, Artikel 23 Absatz 4, Artikel 24 Absatz 13, Artikel 25 Absatz 8, Artikel 27 Absatz 9, Artikel 28 Absatz 3, Artikel 30 Absatz 5, Artikel 31 Absatz 4, Artikel 32 Absatz 4, Artikel 33 Absatz 8, Artikel 51a Absatz 7, Artikel 52 Absatz 4, Artikel 54 Absatz 4, Artikel 58 Absatz 6, Artikel 64 Absatz 7, Artikel 65 Absatz 7 und Artikel 79 Absatz 8 kann vom Europäischen Parlament oder vom Rat jederzeit widerrufen werden. Der Beschluss über den Widerruf beendet die Übertragung der in dem Beschluss angegebenen Befugnis. Er wird am Tag nach seiner Veröffentlichung im *Amtsblatt der Europäischen Union* oder zu einem im Beschluss über den Widerruf angegebenen späteren Zeitpunkt wirksam. Die Gültigkeit von delegierten Rechtsakten, die bereits in Kraft sind, wird von dem Beschluss über den Widerruf nicht berührt.“

b) Absatz 5 erhält folgende Fassung:

„(5) Ein delegierter Rechtsakt, der gemäß Artikel 2 Absätze 3 und 4, Artikel 4 Absatz 1 Nummer 2 Unterabsatz 2, Artikel 4 Absatz 2, Artikel 13 Absatz 1, Artikel 16 Absatz 12, Artikel 23 Absatz 4, Artikel 24 Absatz 13, Artikel 25 Absatz 8, Artikel 27 Absatz 9, Artikel 28 Absatz 3, Artikel 30 Absatz 5, Artikel 31 Absatz 4, Artikel 32 Absatz 4, Artikel 33 Absatz 8, Artikel 51a Absatz 7, Artikel 52 Absatz 4, Artikel 54 Absatz 4, Artikel 58 Absatz 6, Artikel 64 Absatz 7, Artikel 65 Absatz 7 oder Artikel 79 Absatz 8 erlassen wurde, tritt nur in Kraft, wenn weder das Europäische Parlament noch der Rat innerhalb einer Frist von drei Monaten nach Übermittlung dieses Rechtsakts an das Europäische Parlament und den Rat Einwände erhoben haben oder wenn vor Ablauf dieser Frist das Europäische Parlament und der Rat beide der Kommission mitgeteilt haben, dass sie keine Einwände erheben werden. Auf Initiative des Europäischen Parlaments oder des Rates wird diese Frist um drei Monate verlängert.“

*Artikel 2*  
**Aufhebung der Richtlinie 2001/34/EG**

Die Richtlinie 2001/34/ wird mit Wirkung vom ... [OP: Bitte Datum einfügen = 24 Monate nach Inkrafttreten dieser Richtlinie] aufgehoben.

*Artikel 3*  
**Umsetzung**

(1) Die Mitgliedstaaten erlassen und veröffentlichen spätestens am ... [OP: Bitte Datum einfügen = 12 Monate nach Inkrafttreten dieser Richtlinie] die erforderlichen Rechts- und Verwaltungsvorschriften, um dieser Richtlinie nachzukommen. Sie teilen der Kommission unverzüglich den Wortlaut dieser Vorschriften mit.

Sie wenden diese Rechtsvorschriften ab dem ... [OP: Bitte Datum einfügen = 18 Monate nach Inkrafttreten dieser Richtlinie] an.

Bei Erlass dieser Vorschriften nehmen die Mitgliedstaaten in den Vorschriften selbst oder durch einen Hinweis bei der amtlichen Veröffentlichung auf diese Richtlinie Bezug. Die Mitgliedstaaten regeln die Einzelheiten dieser Bezugnahme.

(2) Die Mitgliedstaaten teilen der Kommission den Wortlaut der wichtigsten nationalen Rechtsvorschriften mit, die sie auf dem unter diese Richtlinie fallenden Gebiet erlassen.

*Artikel 4*  
**Inkrafttreten**

Diese Richtlinie tritt am 20. Tag nach ihrer Veröffentlichung im *Amtsblatt der Europäischen Union* in Kraft.

*Artikel 5*  
**Adressaten**

Diese Richtlinie ist an die Mitgliedstaaten gerichtet.

Geschehen zu Brüssel am [...]

*In Namen des Europäischen Parlaments*  
Die Präsidentin

*Im Namen des Rates*  
Der Präsident