



EUROPÄISCHE  
KOMMISSION

Brüssel, den 7.12.2022  
SWD(2022) 763 final

**ARBEITSUNTERLAGE DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN**  
**BERICHT ÜBER DIE FOLGENABSCHÄTZUNG (ZUSAMMENFASSUNG)**

*Begleitunterlage zum*

**Vorschlag für eine VERORDNUNG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES  
RATES über Mehrstimmrechtsaktienstrukturen in Unternehmen, die die Zulassung  
ihrer Aktien zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt anstreben**

**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**

**Vorschlag für eine VERORDNUNG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES  
RATES zur Änderung der Verordnungen (EU) 2017/1129, (EU) Nr. 596/2014 und (EU)  
Nr. 600/2014 zur Steigerung der Attraktivität der öffentlichen Kapitalmärkte in der  
Union für Unternehmen und zur Erleichterung des Kapitalzugangs für kleine und  
mittlere Unternehmen**

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

Die Kapitalmarktunion soll vor allem den Zugang zu marktbasierten Finanzierungsquellen für kleine und große Unternehmen verbessern. Dadurch könnten sie wachsen und ihre Finanzierung diversifizieren, was besonders für kleine und mittlere Unternehmen (KMU), die sich übermäßig auf Bankfinanzierungen verlassen, von Bedeutung ist. Insofern dies die Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen einschränkt, wirkt sich der Mangel an marktbasierter Finanzierung auf die Realwirtschaft aus, da er zu Investitionsverzicht, geringerem Wirtschaftswachstum, weniger neuen Arbeitsplätzen und weniger Innovation führt. Auch die EU-Kapitalmärkte sind im Vergleich zu anderen wichtigen Rechtsräumen nach wie vor unterentwickelt, und die europäischen Börsen haben mitunter Schwierigkeiten, neue Notierungen anzuziehen, was durch eine Reihe von EU-Unternehmen belegt wird, die die Notierung an einer Börse in einem Drittland vorziehen.

Seit dem ersten Aktionsplan für die Kapitalmarktunion im Jahr 2015 wurde der Zugang zu öffentlichen Märkten für Unternehmen und insbesondere für KMU einfacher und kostengünstiger. Die Interessenträger weisen jedoch nach wie vor darauf hin, dass weitere Regulierungsmaßnahmen in Betracht gezogen werden müssen, insbesondere um das Notierungsverfahren zu straffen und insbesondere für kleinere Unternehmen eine verhältnismäßigere regulatorische Behandlung zu erwirken.

Mit dieser Initiative kommt die Kommission ihrer Verpflichtung nach, die Vorschriften für die Notierung zu vereinfachen, wie in Maßnahme 2 des Aktionsplans 2020 für die Kapitalmarktunion dargelegt. Sie zielt darauf ab, die Anforderungen, die sowohl bei als auch nach der Notierung gelten, zu erleichtern und für Unternehmen unterschiedlicher Größe verhältnismäßiger zu gestalten. Die vorgeschlagenen Erleichterungen sollen gleichzeitig ein ausreichendes Maß an Transparenz, Anlegerschutz und Marktintegrität gewährleisten. Darüber hinaus soll mit der Initiative das Problem der Zersplitterung der nationalen Rechtsvorschriften angegangen werden, das die Flexibilität der Unternehmen bei der Ausgabe von zwei Aktiengattungen einschränkt.

Im Rahmen dieser Folgenabschätzung werden zwei Probleme ermittelt und bewertet: 1) Aufgrund von Stimmrechtsbeschränkungen (Mehrstimmrechtsaktien) in einigen Mitgliedstaaten können einige Unternehmensgründer in der EU bei der Notierung nicht das gewünschte Maß an Kontrolle ausüben. 2) Es besteht derzeit ein gewisser unnötiger regulatorischer Aufwand für Unternehmen, die eine Notierung anstreben oder bereits notiert sind.

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 eine Notierung im Rahmen einer Mehrstimmrechtsaktien-Struktur in einigen Mitgliedstaaten 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 werden Hindernisse behandelt, die in der Phase nach dem Börsengang aufgrund der Marktmissbrauchsverordnung auftreten, insbesondere auf die Kosten infolge der Rechtsunsicherheit in Bezug auf die Verpflichtung der Emittenten zur Veröffentlichung von Insiderinformationen.

Die Folgenabschätzung zeigt, dass Handlungsbedarf auf EU-Ebene besteht. Die Mitgliedstaaten haben nur begrenzte Möglichkeiten, die festgestellten Probleme durch

Änderungen auf nationaler Ebene anzugehen – entweder weil die für Emittenten und Handelsplätze geltenden Finanzvorschriften auf EU-Ebene weitgehend harmonisiert sind oder weil es unwahrscheinlich ist, dass die Mitgliedstaaten Reformen auf eigene Initiative ergreifen (z. B. im Gesellschaftsrecht). Die in der Folgenabschätzung dargelegten regulatorischen Änderungen der EU-Rechtsvorschriften dürften es für Unternehmen attraktiver machen, eine Notierung an öffentlichen Märkten in der EU anzustreben und dort notiert zu bleiben, indem die festgestellten Hindernisse und Kosten verringert werden. Die vorgeschlagenen Maßnahmen allein reichen jedoch nicht aus, um alle Herausforderungen zu bewältigen, mit denen die öffentlichen Märkte der EU heute konfrontiert sind. Dennoch dürften sie dazu beitragen, den Zugang der Unternehmen zu den öffentlichen Märkten zu verbessern und die EU-Kapitalmärkte im Allgemeinen weiterzuentwickeln.

### **Mögliche Lösungsansätze**

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. Diese Faktengrundlage, die zur Bewertung und zum Vergleich der politischen Optionen herangezogen wurde, umfasst die Beiträge der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA), zweier Sachverständigengruppen, einer in Auftrag gegebenen Studie über die Funktionsweise der Primär- und Sekundärmärkte für Aktien in der EU, Forschungsarbeiten und Konsultationen der Interessenträger, unter anderem im Rahmen gezielter Workshops.

Für die Phase vor dem Börsengang wird bei Option 1 eine EU-weite Mindestharmonisierung von Mehrstimmrechtsaktien durch allgemeine Grundsätze befürwortet, während Option 2 diese allgemeinen Grundsätze durch eine Reihe detaillierter Schutzmaßnahmen für Minderheitsanleger ergänzt. Für die Phase des Börsengangs wird als Option 1 vorgeschlagen: 1) Übertragung der Prüfung der Notierungsunterlagen (einschließlich des Prospekts) auf die Börsen, wobei Erleichterungen in Bezug auf den Inhalt nur in bestimmten Fällen (d. h. bei Notierungen auf KMU-Wachstumsmärkten und bei Sekundäremissionen) zulässig sind. Als Option 2 werden ein kürzerer Prospekt (oder ein Zulassungsdokument) in allen Fällen und ein strafferes Prüfungsverfahren durch die zuständigen nationalen Behörden vorgeschlagen. Für die Phase nach dem Börsengang wird mit Option 1 versucht, die Offenlegungspflicht im Rahmen der Marktmissbrauchsverordnung klarer zu fassen, indem auch die Bedingungen für einen Aufschub der Offenlegung überprüft werden, und die Sanktionsregelung für KMU verhältnismäßiger zu gestalten; im Rahmen von Option 2 wird hingegen vorgeschlagen, die Offenlegung von Insiderinformationen in der Marktmissbrauchsverordnung auf eine geschlossene, vorab festgelegte Liste von Ereignissen zu beschränken.

### **Vergleich der Optionen und Auswirkungen der bevorzugten Optionen**

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.

Für die Phase vor dem Börsengang wird im Rahmen der bevorzugten Option vorgeschlagen, eine Mindestharmonisierung des Systems der Mehrstimmrechtsaktien anzustreben. Für die Phase des Börsengangs ging aus der Analyse hervor, dass die Einführung kürzerer Prospekte in Verbindung mit einer gestrafften Prüfung durch die zuständigen nationalen Behörden, wie in Option 2 vorgeschlagen, am besten geeignet wäre, um die festgestellten regulatorischen Hindernisse zu beseitigen. Für die Phase nach dem Börsengang schließlich wurden die Klarstellung der Offenlegungspflicht im Rahmen der Marktmissbrauchsverordnung und eine verhältnismäßigere Sanktionsregelung für KMU, wie in Option 1 dargelegt, als die bevorzugte politische Option ermittelt.

Mit den vorgeschlagenen Maßnahmen wäre es insgesamt attraktiver, eine Notierung anzustreben und notiert zu bleiben. Unternehmensgründer und Familienunternehmen könnten in jedem Mitgliedstaat eine Notierung anstreben und gleichzeitig durch den Einsatz von Mehrstimmrechtsaktien mehr Kontrolle über ihr Unternehmen behalten. Die Möglichkeit, kürzere und weniger kostspielige Prospekte zu erstellen, würde außerdem dazu führen, dass die Notierungsanforderungen während des Börsenganges weniger komplex und kostengünstiger zu erfüllen sind, während ein wirksameres Prüfungs- und Billigungsverfahren ein schnelleres Notierungsverfahren zur Folge hätte. Die Klarstellungen in Bezug auf die Offenlegung (und den Aufschub der Offenlegung) von Insiderinformationen werden die Offenlegung von Informationen zum richtigen Zeitpunkt erleichtern (und kostengünstiger machen). Darüber hinaus würden auch kleinere Emittenten von der Einführung einer verhältnismäßigeren Sanktionsregelung profitieren.

Nach der qualitativen und quantitativen Bewertung ist es möglich, die im Rahmen der bevorzugten Optionen ermittelten Maßnahmen zu ergreifen und dabei ein ausreichend hohes Maß an Marktintegrität, Anlegerschutz und Verhältnismäßigkeit für kleinere börsennotierte Unternehmen zu wahren.

Es wird erwartet, dass die Emittenten, einschließlich der KMU, durch die Initiative jährliche Kosteneinsparungen in Höhe von rund 167 Mio. EUR erzielen 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. Auch die Anleger würden von den geplanten regulatorischen Änderungen profitieren, da die Unternehmensinformationen (zum Zeitpunkt der Notierung und danach) kürzer, aktueller und übersichtlicher werden. Was die weiteren Folgen betrifft, so könnte sich die Initiative auch positiv, wenn auch nur geringfügig, auf den EU-Arbeitsmarkt und die Ziele für nachhaltige Entwicklung auswirken und gleichzeitig zu besser integrierten, tieferen und liquideren EU-Kapitalmärkten führen.