

Öffentliche Konsultation über die Schaffung eines verhältnismäßigen Regulierungsrahmens zur Erleichterung von KMU-Notierungen

Mit * markierte Felder sind Pflichtfelder.

Einleitung

1. Hintergrund dieser öffentlichen Konsultation

Neu notierte kleine und mittlere Unternehmen (KMU) sind ein wichtiger Motor für neue Investitionen und die Schaffung von Arbeitsplätzen. Was die jährlichen Wachstumsraten und die Erhöhung der Beschäftigtenzahl angeht, erzielen seit Kurzem notierte Unternehmen bessere Ergebnisse als in privatem Eigentum stehende Unternehmen¹. Zu den Vorteilen einer Notierung zählen eine verringerte Abhängigkeit von der Finanzierung durch Banken, eine stärkere Diversifizierung der Investoren, ein leichter Zugang zu zusätzlichem Eigenkapital und zur Fremdfinanzierung (durch Sekundärangebote), eine stärkere Präsenz in der Öffentlichkeit sowie eine größere Markenbekanntheit. Wenn ein Unternehmen eine Notierung in Betracht zieht, muss es die damit verbundenen wirtschaftlichen Vorteile gegenüber den anfänglichen und laufenden Kosten abwägen. Vom Standpunkt der Anleger aus betrachtet haben Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung (Small Caps) ein höheres Risiko- und Ertragsprofil als Großunternehmen und ermöglichen eine stärkere Portfoliodiversifizierung.

Trotz der großen Vorteile einer Börsennotierung haben die öffentlichen Märkte für KMU in der EU derzeit mit Schwierigkeiten zu kämpfen. In Europa ist die Zahl der Börseneinführungen von KMU heute nur halb so hoch wie noch vor der Finanzkrise (zwischen 2005 und 2007 waren es durchschnittlich 300, während es 2016 nur 172 waren). Im Zeitraum 2005 bis 2007 wurden in Europa Mittel in Höhe von durchschnittlich 11 Mrd. EUR jährlich durch Börseneinführungen auf den KMU-spezifischen multilateralen Handelssystemen (MTF)² beschafft. Im Zeitraum 2008 bis 2015 ging dieser Betrag auf durchschnittlich 2,8 Mrd. EUR zurück³. Besonders akut ist die Lage in einigen mittel- und osteuropäischen Mitgliedstaaten, wo die Marktkapitalisierung aller notierten Gesellschaften mitunter weniger als 10% des BIP ausmacht, und die KMU-spezifischen MTF teilweise nur eine einzige notierte Gesellschaft vorzuweisen haben.

Die Finanzierungslücke auf der Ebene des Börsengangs hat weiterreichende Konsequenzen für die EU-Finanzierungsleiter. Der einfache Zugang zu öffentlichen Märkten ist beispielsweise ein wichtiges Kriterium und kann eine „Exit-Lösung“ für Investitionen von Risikokapitalfonds und privaten Beteiligungsfonds darstellen, die Unternehmen mit hohem Wachstumspotenzial in einer frühen Phase ihrer Entwicklung unterstützen. Aufgrund der Tatsache, dass die öffentlichen Märkte für KMU schwach sind, schrecken Risikokapitalfonds davor zurück, überhaupt in KMU zu investieren. Die geringe Anzahl der notierten KMU führt auch zu einem Rückgang der Anzahl der Gesellschaften, die zu einem späteren Zeitpunkt auf die (regulierten) Hauptmärkte übergehen. Selbst wenn man einmal von den Aktienmärkten absieht, ist festzustellen, dass auch die Anleiheemission bei der großen Mehrheit von KMU noch alles andere als weitverbreitet ist, obgleich in den letzten Jahren eine Vielzahl von spezialisierten MTF für Anleihen kleiner Unternehmen eingerichtet wurde⁴.

2. Die Halbzeitbewertung der Kapitalmarktunion und der Fokus auf öffentliche Märkte für KMU

Eines der wesentlichen Ziele der Kapitalmarktunion bestand von vornherein darin, KMU den Zugang zu Finanzierungsmitteln zu erleichtern, um die Beschäftigung und das Wachstum in der EU zu fördern. Seit Veröffentlichung des Aktionsplans für die Kapitalmarktunion 2015 wurden zahlreiche Maßnahmen ergriffen, um angemessene Quellen für die Finanzierung von KMU in all ihren Entwicklungsstufen zu erschließen. Die Kommission hat beispielsweise ein umfassendes Paket von legislativen und nichtlegislativen Maßnahmen auf den Weg gebracht, um die Risikokapitalfinanzierung in Europa auszubauen.

Im Juni 2017 setzte sich die Kommission im Rahmen der Halbzeitbewertung der Kapitalmarktunion⁵ ehrgeizigere Ziele und konzentrierte sich verstärkt auf die Kapitalbeschaffung durch KMU auf öffentlichen Märkten. Die Kommission leitet derzeit verschiedene legislative und nichtlegislative Maßnahmen ein, die darauf abzielen, die öffentlichen Märkte für wachstumsstarke KMU wiederzubeleben. Mit diesen Maßnahmen soll auf dem Konzept des „KMU-Wachstumsmarkts“ aufgebaut werden, einer neuen Form von MTF, die durch die Richtlinie über Märkte für Finanzierungsinstrumente II⁶ ([anwendbar ab Januar 2018](#)) eingeführt wurde. [Der Rahmen des KMU-Wachstumsmarkts wurde entwickelt, um den besonderen Bedürfnissen der KMU Rechnung zu tragen, die erstmals auf den Aktien- und Anleihenmarkt gehen. Mehrere EU-Rechtsakte nehmen bereits auf diese neue Form der Handelsplätze Bezug, um so die Notierung von KMU zu erleichtern und zu vereinfachen.](#)

Die Kommission hat die Durchführung einer Folgenabschätzung angekündigt, bei der geprüft wird, ob zielgerichtete Änderungen einschlägiger EU-Rechtsvorschriften einen verhältnismäßigeren Regulierungsrahmen zur Vereinfachung von KMU-Notierungen schaffen können. Ziel dieser Arbeit ist es, den Verwaltungsaufwand für notierte KMU zu verringern und die lokalen Netzwerke rund um die KMU-spezifischen Märkte wiederzubeleben; dabei sollen der Schutz der Anleger und die Marktintegrität gewährleistet werden. Dieses Vorhaben zielt auch darauf ab, die Erfolgsperspektiven der KMU-Wachstumsmärkte zu fördern.

Im Rahmen der Kapitalmarktunion wurden bereits Fortschritte in Bezug auf die Vereinfachung der Kapitalbeschaffung durch KMU auf öffentlichen Märkten erzielt. Mit der überarbeiteten Prospektverordnung⁷ wurde ein vereinfachter „EU-Wachstumsprospekt“ geschaffen. Die Kommission arbeitet jetzt mit dem Europäischen Parlament, den Mitgliedstaaten und der ESMA zusammen, um Durchführungsmaßnahmen zu Inhalt und Format dieser neuen Prospektform zu erarbeiten.

Es sind jedoch weitere Maßnahmen auf Regulierungsseite erforderlich, damit KMU den größtmöglichen Nutzen aus dem Zugang zu öffentlichen Märkten und insbesondere den KMU-Wachstumsmärkten ziehen können. In einer am 19. Januar 2016 angenommenen Entschließung forderte das Europäische Parlament die Kommission und die Mitgliedstaaten unter anderem auf, „in den künftigen Vorschriften für den Finanzdienstleistungssektor aktiv von der Kategorie „KMU-Wachstumsmarkt“ Gebrauch zu machen“. Am 29. Juni 2017 begrüßte der Rat *„die Zusage der Kommission, ein verhältnismäßigeres regulatorisches Umfeld zur Förderung von KMU-Notierungen auf öffentlichen Märkten zu verwirklichen, das – zusammen mit entsprechenden nichtlegislativen Maßnahmen – die Entwicklung von Eigenkapitalmärkten in allen Mitgliedstaaten weiter begünstigen würde“*⁸.

Die Kommission hat sich deshalb dafür eingesetzt, Wege zu prüfen, um die anwendbaren Bestimmungen mit Blick auf die zukünftigen „KMU-Wachstumsmärkte“ und ihre Emittenten anzupassen und zu ergänzen. Während die MiFID-II-Rechtsvorschriften im Januar 2018 in Kraft treten, sind die Bestimmungen der Marktmissbrauchsverordnung (MAR)⁹ bereits auf MTF anwendbar, die eine Registrierung als KMU-Wachstumsmärkte anstreben. Die Erfahrung dieser MTF-Emittenten kann genutzt werden, um Wege zur Verbesserung und Ergänzung des Rahmens des KMU-Wachstumsmarkts zu finden. Abgesehen von der Überarbeitung des Anwendungsbereichs des Konzepts „KMU-Wachstumsmarkt“ und einer operativen Bestimmung (zu den Tick-Größen für KMU-Wachstumsmärkte) macht dieses Vorhaben keine Überarbeitung der MiFID II/MiFIR-¹⁰-Rechtsvorschriften erforderlich.

3. Teilnahme an dieser Konsultation und Folgemaßnahmen

Vor diesem Hintergrund hat die Kommission auf der Grundlage der [Grundsätze der besseren Rechtsetzung](#) beschlossen, eine offene Konsultation einzuleiten, um Belege für regulatorische Hemmnisse für KMU-Notierungen zu sammeln.

Dieses Konsultationsdokument umfasst **zwei gesonderte Abschnitte**.

Der **erste Abschnitt** zielt darauf ab, die Ansichten aller Interessenträger zu den wichtigsten Problemen einzuholen, vor denen die KMU-spezifischen Märkte derzeit stehen. Die Antworten der Interessenträger werden dazu beitragen, die wichtigsten Faktoren aufzuzeigen, die dem Abwärtstrend bei den Börsengängen und Anleihenemissionen von KMU zugrunde liegen und deren Ausmaß einzuschätzen. Die Antworten werden der Kommission zudem dabei helfen, Prioritäten für ihre Maßnahmen (auch regulatorischer Art) zu setzen.

Der **zweite Abschnitt** soll die Kommission in die Lage versetzen zu bewerten, welche Auswirkungen mögliche Änderungen der EU-Rechtsvorschriften hätten, die auf Vorschlägen basieren, welche von den Interessenträgern im Rahmen früherer öffentlicher Konsultationen (die [öffentliche Konsultation zur Kapitalmarktunion \(Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion\)](#), [Sondierung über den EU-Rechtsrahmen für Finanzdienstleistungen](#) und [öffentliche Konsultation zur Halbzeitbewertung zum Aktionsplan für die Kapitalmarktunion 2017](#)) und im Rahmen von in den Jahren 2016 und 2017 durchgeführten technischen Workshops vorgelegt wurden. Dieser zweite Abschnitt ist folglich auf eine Reihe klar definierter Fragen begrenzt. Die Interessenträger werden gebeten, die Kommission auf etwaige weitere regulatorische Hemmnisse hinzuweisen, die in diesem zweiten Teil möglicherweise nicht angesprochen werden und die im Rahmen dieser Initiative angegangen werden könnten. Die Ergebnisse sollten eine Grundlage für konkrete und kohärente Maßnahmen liefern, falls nötig gesetzgeberischer Natur.

Bei der Beantwortung der Fragen zu den regulatorischen Hemmnissen sollten zwei Grundsätze berücksichtigt werden. Erstens: Die vorliegende Überprüfung der regulatorischen Hemmnisse für die Notierung von KMU darf den Schutz der Anleger und die Integrität des Markts nicht aushöhlen bzw. darf nicht darauf abzielen, wesentliche Grundsätze von EU-Rechtsakten zu ändern, die von entscheidender Bedeutung waren, um das Vertrauen in die Finanzmärkte wiederherzustellen (z. B. die Erweiterung der Marktmissbrauchsregelung auf MTF im Rahmen der Marktmissbrauchsverordnung). Zweitens: Der Schwerpunkt dieser öffentlichen Konsultation liegt auf den „KMU-Wachstumsmärkten“, die durch die MiFID II geschaffen wurden, und auf den Unternehmen, die an diesen Handelsplätzen notiert werden können.

- 1 Im Zeitraum 2006-2012 stieg beispielsweise der Jahresumsatz der auf dem NASDAQ OMX's Junior Market - First North - notierten Unternehmen um 25 %, während die Umsätze privater Unternehmen in Nordeuropa um 10 % anstiegen.
- 2 Ein multilaterales Handelssystem (MTF) ist ein Handelsplatz, an dem Unternehmen ihre Finanzinstrumente unter Einhaltung geringerer regulatorischer Anforderungen notieren können als es an den wichtigsten geregelten Märkten der Fall wäre.
- 3 AFME, The shortage of Risk Capital for Europe's High Growth Businesses, 2017.
- 4 OECD, Opportunities and Constraints of Market-based financing for SMEs, 2015.
- 5 [Mitteilung der Kommission über die Halbzeitbilanz des Aktionsplans zur Kapitalmarktunion \(SWD\(2017\)224 final](#) und [SWD\(2017\)225 final](#) – 8. Juni 2017).
- 6 [Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente](#).
- 7 [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](#).
- 8 [Schlussfolgerungen des Rates zur Mitteilung der Kommission über die Halbzeitbilanz des Aktionsplans zur Kapitalmarktunion](#) (11. Juli 2017).
- 9 [Verordnung \(EU\) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch \(Marktmissbrauchsverordnung\)](#).
- 10 [Verordnung \(EU\) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch \(Marktmissbrauchsverordnung\)](#).

Anmerkung: Um eine faire und transparente Konsultation zu gewährleisten, **werden nur die über unseren Online-Fragebogen eingegangenen Beiträge berücksichtigt** und in den zusammenfassenden Konsultationsbericht einbezogen. Sollten Sie beim Ausfüllen dieses Fragebogens Probleme haben oder besondere Hilfe benötigen, wenden Sie sich bitte an fisma-listing-smes@ec.europa.eu.

Weitere Informationen:

- [zu dieser Konsultation](#)
- [zum Schutz personenbezogener Daten im Rahmen dieser Konsultation](#) 

1. Angaben zum Teilnehmer

* In welcher Eigenschaft nehmen Sie an dieser Konsultation teil?

- als Privatperson
- als Organisation oder Unternehmen
- als Behörde oder internationale Organisation

* Vorname und Name:

* Geben Sie bitte an, ob Sie teilnehmen als:

- Bürger (außer Kleinanleger)
- Kleinanleger

* Name Ihrer Organisation:

* Name der Behörde:

E-Mail-Adresse:

Ihre Angaben dienen lediglich administrativen Zwecken und werden nicht veröffentlicht.

* Ist Ihre Organisation im Transparenzregister eingetragen?

(Wenn Ihre Organisation nicht eingetragen ist, [können Sie sich hier anmelden](#); für die Teilnahme an dieser Konsultation ist eine Anmeldung allerdings nicht zwingend erforderlich. [Warum ein Transparenzregister?](#))

- Ja
- Nein

* Falls ja, geben Sie bitte Ihre Registriernummer an:

* Art der Organisation:

- Hochschuleinrichtung
- Medienbetrieb

- | | |
|---|---|
| <input type="radio"/> Unternehmen, KMU, Kleinstunternehmen, Einzelunternehmer | <input type="radio"/> Nichtregierungsorganisation |
| <input type="radio"/> Beratungsunternehmen, Rechtsanwaltskanzlei | <input type="radio"/> Think-Tank |
| <input type="radio"/> Verbraucherorganisation | <input type="radio"/> Gewerkschaft |
| <input type="radio"/> Branchenverband | <input type="radio"/> Sonstige Organisation |

* Bitte führen Sie die Art der Organisation näher aus:

* Falls Sie angegeben haben, dass Sie als Unternehmen, KMU, Kleinstunternehmen oder Einzelunternehmer antworten, geben Sie bitte an, ob es sich handelt um ein:

- Finanzunternehmen
 Nichtfinanzunternehmen

Schätzen Sie bitte Ihren Jahresnettoumsatz

Schätzen Sie bitte die Zahl Ihrer Beschäftigten

Schätzen Sie bitte Ihre Bilanzsumme

* Sind Sie an einem regulierten EU-Markt notiert?

- Ja
 Nein

* Sind Sie in einem multilateralen EU-Handelssystem (MTF) notiert?

- Ja
 Nein

* Sind Sie ein privates Unternehmen, das eine Notierung seiner Aktien oder Anleihen in Erwägung zieht?

- Ja
 Nein

* Sind Sie ein privates Unternehmen, das eine Notierung seiner Aktien oder Anleihen nicht in Erwägung zieht?

- Ja
- Nein

Würden Sie Ihr privates Unternehmen anders definieren als oben angeführt? Bitte erläutern Sie dies:

* Falls Sie angegeben haben, dass Sie ein (an einem Junior- oder an einem regulierten Markt) notiertes Nichtfinanzunternehmen sind, geben Sie bitte Ihre derzeitige Marktkapitalisierung an:

- unter 10 Mio. EUR
- Zwischen 10 und 50 Mio. EUR
- Zwischen 50 und 100 Mio. EUR
- Zwischen 100 und 200 Mio. EUR
- Zwischen 200 und 500 Mio. EUR
- Zwischen 500 Mio. und 1 Mrd. EUR
- Über 1 Mrd. EUR

* Art der Behörde

- Internationale oder europäische Organisation
- Regionale oder lokale Behörde
- Regierung oder Ministerium
- Regulierungsbehörde, Aufsichtsbehörde oder Zentralbank
- Sonstige öffentliche Behörde

* Bitte führen Sie die Art der Behörde näher aus:

* Wo haben Sie Ihren Sitz und/oder wo üben Sie Ihre Tätigkeit aus?

- Österreich
- Belgien
- Bulgarien
- Kroatien
- Zypern
- Tschechische Republik
- Dänemark
- Estland
- Finnland
- Frankreich
- Deutschland
- Griechenland
- Ungarn

- Island
- Irland
- Italien
- Lettland
- Liechtenstein
- Litauen
- Luxemburg
- Malta
- Norwegen
- Polen
- Portugal
- Rumänien
- Slowakei
- Slowenien
- Spanien
- Schweden
- Schweiz
- Niederlande
- Vereinigtes Königreich
- Anderes Land

* Bitte geben Sie Ihr Land an:

* Tätigkeitsbereich oder Branche (*falls zutreffend*):

mindestens 1 Antwort(en)

- Rechnungswesen und Wirtschaftsprüfung
- Makler / Marktmacher / Liquiditätsgeber
- Investmentbank
- Ratingagenturen
- Versicherungswesen
- Altersvorsorge
- Anlagenverwaltung (z.B. Hedgefonds, Private-Equity-Fonds, Risikokapitalfonds, Geldmarktfonds, Wertpapiere)
- Betrieb von Marktinfrastrukturen (z. B. CCP, CSD, Wertpapierbörsen)
- Anbieter von Finanzanalysen
- Sonstige
- Nicht zutreffend

* Bitte geben Sie Ihre(n) Tätigkeitsbereich(e) oder Branche(n) an:



Wichtiger Hinweis zur Veröffentlichung der Beiträge

* Die eingegangenen Beiträge sollen auf der Website der Kommission veröffentlicht werden. Stimmen Sie der Veröffentlichung Ihres Beitrags zu?

([Bitte lesen Sie die spezielle Datenschutzerklärung](#) )

- Ja, ich stimme der Veröffentlichung meines Beitrags unter dem von mir angegebenen Namen (*Name Ihrer Organisation/Ihrer Gesellschaft/Ihrer Behörde oder Ihr Name, wenn Sie als Privatperson antworten*).
- Nein, ich möchte nicht, dass meine Antwort veröffentlicht wird.

2. Ihre Meinung

I. Fragen zu den Herausforderungen, vor denen die öffentlichen Märkte für KMU stehen

Umfangreiche Untersuchungen und der Meinungs austausch mit Interessenträgern haben ergeben, dass es drei Faktoren zu geben scheint, die die schwache Aktivität auf den öffentlichen Märkten für KMU in der EU erklären.

Erstens gibt es nur wenige Unternehmen, die eine Notierung anstreben. Viele KMU scheinen nach wie vor davon auszugehen, dass die mit der Notierung verbundenen Lasten (beispielsweise zur Zulassung und die laufenden Befolgungskosten) schwerer wiegen als die Vorteile, sodass sie diese Möglichkeit nicht einmal in Erwägung ziehen. Eine fehlende wirtschaftliche Ausbildung und die fehlende Kenntnis alternativer Finanzierungsquellen sind ebenfalls Faktoren, die dazu führen, dass nur wenige Unternehmen eine Notierung anstreben. Ferner zögern viele Unternehmer, sich auf öffentlichen Märkten Eigenkapital zu beschaffen, weil sie befürchten, die Kontrolle über ihr Unternehmen an neue Aktionäre zu verlieren.

Zweitens stehen in vielen Mitgliedstaaten die lokalen Netzwerke, die Unternehmen beim Börsengang unterstützen können (d. h. das mit den örtlichen Börsen verbundene Netzwerk von KMU-Experten) unter Druck. Börseneinführungen und das Angebot von Anleihen auf öffentlichen Märkten sind das Ergebnis gemeinsamer Anstrengungen von KMU und Investmentbanken, Finanzanalysten, Maklern, Marktmachern, Investoren, Ratingagenturen, Anwälten und Steuerberatern, die auf KMU spezialisiert sind und sie beim Börsengang und der gesamten Phase der Börseneinführung unterstützen. Der Rückgang der Netzwerke scheint bei Aktienmaklern, die sich auf KMU spezialisiert haben, besonders stark ausgeprägt zu sein. Aufgrund regulatorischer und technologischer Änderungen konzentriert sich der Aktienhandel auf Large Caps, was zu einem Rückgang der Liquidität von KMU-Aktien führt. Diese geringe Liquidität kann Anleger davon abhalten, überhaupt in KMU-Aktien zu investieren, und führt zu einer Erhöhung der Kapitalkosten für KMU. Da die Liquidität gering ist, erhalten Makler, die auf KMU spezialisiert sind, ferner geringere Provisionen. Eine Folge dieses Rückgangs der lokalen Netzwerke ist der Anstieg der Kosten einer Börseneinführung von KMU, da diese beim Börsengang auf die Dienstleistungen von größeren Marktakteuren angewiesen sind.

Drittens besteht bei Finanzinstrumenten von KMU ein Mangel an institutionellen und Kleinanlegern. Dies lässt sich durch verschiedene Faktoren erklären, wie etwa regulatorische Hemmnisse für Investitionen in KMU, die fehlende Sichtbarkeit von KMU für Investoren, geringes Vertrauen der Anleger in diese Anlageklasse und fehlende steuerliche Anreize. Da nur ein kleiner Anteil der Investitionen in KMU-Anteile fließt, ist der Anreiz für kleine Unternehmen, ihre Aktien oder Anleihen an einer Börse zu notieren, nur gering.

Um weitere Anhaltspunkte zu sammeln, möchte die Kommission allgemein in Erfahrung bringen, auf welche Hauptgründe die Schwäche der öffentlichen Märkte für KMU in der EU zurückzuführen ist.

Frage 1. Welche Bedeutung kommt Ihrer Meinung nach den einzelnen nachstehend aufgeführten Faktoren als Grund für die Schwäche der KMU-spezifischen Märkte zu?

Bitte bewerten Sie jeden Vorschlag auf einer Skala von 1 bis 5, wobei 1 für „kein wichtiger Faktor“ und 5 für „sehr wichtiger Faktor“ steht.

	1 (kein wichtiger Faktor)	2	3	4	5 (sehr wichtiger Faktor)	Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant
Geringe Anzahl von Unternehmen, die an die öffentlichen Märkte gehen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Rückgang der lokalen Netzwerke	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Mangel an Kleinanlegern und institutionellen Anlegern	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sonstiges (bitte unten angeben)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Bitte geben Sie an, welcher andere Faktor die Schwäche von KMU-spezifischen Märkten in der EU erklärt:

Frage 1.2 Bitte erklären und beschreiben Sie die derzeitige Situation der KMU-spezifischen Märkte in Ihrem Land oder in den Ländern, in denen Sie tätig sind:



Frage 2. Welche Hauptfaktoren erklären die geringe Anzahl von KMU, die eine Zulassung ihrer Aktien oder Anleihen für den Handel an öffentlichen Märkte in der EU anstreben?

Bitte bewerten Sie jeden Vorschlag nach dem Grad seiner Relevanz auf einer Skala von 1 bis 5, wobei 1 für „völlig irrelevant“ und 5 für „höchst relevant“ steht.

	1 (völlig irrelevant)	2	3	4	5 (höchst relevant)	Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant
Verfügbarkeit alternativer Finanzierungsquellen für KMU (einschließlich Bankdarlehen) bei Aktien	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Verfügbarkeit alternativer Finanzierungsquellen für KMU (einschließlich Bankdarlehen) bei Anleihen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Fehlendes Bewusstsein bei den KMU hinsichtlich der Vorteile öffentlicher Märkte bei Aktien	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Fehlendes Bewusstsein bei den KMU hinsichtlich der Vorteile öffentlicher Märkte bei Anleihen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Hohe Befolgungskosten (für die Zulassung und laufende Kosten) aufgrund von regulatorischen Auflagen bei Aktien	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Hohe Befolgungskosten (für die Zulassung und laufende Kosten) aufgrund von regulatorischen Auflagen bei Anleihen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Fehlende Kenntnisse seitens des Managements der Unternehmen in Bezug auf die Folgen einer Notierung bei Aktien	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Fehlende Kenntnisse seitens des Managements der Unternehmen in Bezug						

auf die Folgen einer Notierung bei Anleihen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Mangelnde Bereitschaft der Inhaber von KMU, einen Anteil am Kapital ihres Unternehmens abzugeben	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sonstiges (bitte unten angeben)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Welche anderen Faktoren gibt es, die die geringe Anzahl von KMU erklären, die die Zulassung ihrer Aktien oder Anleihen für den Handel an öffentlichen Märkten in der EU anstreben?

2.1 Bitte veranschaulichen Sie Ihren Beitrag durch Angaben zu Ihrem Land:

Frage 3. Welches sind die Hauptfaktoren, die institutionelle Anleger und Kleinanleger von Investitionen in Aktien und Anleihen von KMU abhalten?

Bitte bewerten Sie jeden Vorschlag nach dem Grad seiner Relevanz auf einer Skala von 1 bis 5, wobei 1 für „völlig irrelevant“ und 5 für „höchst relevant“ steht.

	1 (völlig irrelevant)	2	3	4	5 (höchst relevant)	Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant
Fehlende Sichtbarkeit von KMU (einschließlich Mangel an Finanzanalysen und Kreditinformationen) bei Aktien	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Fehlende Sichtbarkeit von KMU (einschließlich Mangel an Finanzanalysen und Kreditinformationen) bei Anleihen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Unterschiede der lokalen Rechnungslegungsstandards, die grenzüberschreitende Investitionen behindern	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Regulatorische Auflagen für Investoren in Bezug auf Investitionen in KMU	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Fehlende Liquidität auf den KMU-Aktien- und Anleihenmärkten bei Aktien	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Fehlende Liquidität auf den KMU-Aktien- und Anleihenmärkten bei Anleihen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Fehlendes Vertrauen der Anleger in notierte KMU	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Fehlende steuerliche Anreize	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sonstiges (bitte unten angeben)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Welche anderen Faktoren halten institutionelle Anleger und Kleinanleger von Investitionen in Aktien und Anleihen von KMU ab?

3.1 Bitte veranschaulichen Sie Ihren Beitrag durch Angaben zu Ihrem Land:

Frage 4. Bei welchen Teilnehmern der Netzwerke rund um die lokalen Börsen für KMU ist der stärkste Rückgang festzustellen?

Bitte bewerten Sie jeden Vorschlag nach dem Grad seiner Relevanz auf einer Skala von 1 bis 5, wobei 1 für „völlig irrelevant“ und 5 für „höchst relevant“ steht. Einige Möglichkeiten schließen sich unter Umständen nicht gegenseitig aus.

	1 (völlig irrelevant)	2	3	4	5 (höchst relevant)	Weiß nicht / keine Meinung /
--	--------------------------	---	---	---	------------------------	------------------------------

						nicht relevant
Broker, Marktmacher, Liquiditätsgeber	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Anbieter von Finanzanalysen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ratingagenturen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Investorenbasis	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Investmentbanken	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Auf KMU spezialisierte Anbieter verschiedener Dienstleistungen (Handel, Analysen, Zeichnung usw.)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Rechts- und Steuerberater	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Buchprüfer	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sonstiges (bitte unten angeben)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Bitte geben Sie an, bei welchen anderen Teilnehmern der Netzwerke rund um die lokalen Börsen für KMU der stärkste Rückgang festzustellen ist:

4.1 Bitte veranschaulichen Sie Ihren Beitrag durch Angaben zu Ihrem Land:

Frage 5. Was sind die Hauptgründe für den Rückgang der Netzwerke rund um die lokalen Börsen?

Bitte bewerten Sie jeden Vorschlag nach dem Grad seiner Relevanz auf einer Skala von 1 bis 5, wobei 1 für „völlig irrelevant“ und 5 für „höchst relevant“ steht.

	1	2	3	4	5	Weiß nicht / keine Meinung /
--	---	---	---	---	---	------------------------------

	(völlig irrelevant)				(höchst relevant)	nicht relevant
Auswirkung des geringen Niveaus an Liquidität auf die Geschäftsmodelle der Makler bei Aktien	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Auswirkung des geringen Niveaus an Liquidität auf die Geschäftsmodelle der Makler bei Anleihen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Auswirkung der geringen Nachfrage der Investoren nach KMU-Instrumenten bei Aktien	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Auswirkung der geringen Nachfrage der Investoren nach KMU-Instrumenten bei Anleihen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Regulatorische Auflagen für auf KMU spezialisierte Anbieter von Investitionsdienstleistungen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Fehlende Rentabilität des KMU-Segments bei Aktien	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Fehlende Rentabilität des KMU-Segments bei Anleihen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sonstiges (bitte unten angeben)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Bitte geben Sie die weiteren Gründe für den Rückgang der Netzwerke rund um die lokalen Börsen an:

5.1 Bitte veranschaulichen Sie Ihren Beitrag durch Angaben zu Ihrem Land:

II. Fragen zu spezifischen regulatorischen Hemmnissen

Der zweite Teil der öffentlichen Konsultation ist in drei Unterabschnitte aufgeteilt. Im ersten Unterabschnitt werden Bestimmungen genannt, die geändert werden könnten, um die KMU-spezifischen MTF dazu zu veranlassen, eine Registrierung als „KMU-Wachstumsmarkt“ anzustreben (**A**). Im zweiten Unterabschnitt werden Bestimmungen betrachtet, die unter Umständen geändert werden könnten, um den Verwaltungsaufwand für Kleinemittenten von Anleihen und Aktien zu beschränken, wodurch die Notierung auf einem KMU-Wachstumsmarkt attraktiver würde (**B**). Der letzte Unterabschnitt behandelt Hemmnisse, die die lokalen Netzwerke rund um die KMU-spezifischen Märkte (insbesondere das Maklernetzwerk) möglicherweise unter Druck setzen (**C**).

A. Erfolgreiche Umsetzung des Konzepts des „KMU-Wachstumsmarkts“

Die Kriterien und Anforderungen im Zusammenhang mit dem „KMU-Wachstumsmarkt“ sollten so festgelegt werden, dass dieses Segment für Emittenten, Anleger und Börsen attraktiv ist und gleichzeitig Anlegerschutz und Marktintegrität gewährleistet werden. Die Kommission möchte einschlägige Meinungen von Interessenträgern einholen, um festzustellen, ob die MiFID-II-Regeln zu KMU-Wachstumsmärkten, so wie sie derzeit aufgestellt sind, in der Weise kalibriert sind, dass die angestrebten Ziele erreicht werden.

A1. Definition eines KMU-Wachstumsmarkts und eines Emittenten an einem KMU-Wachstumsmarkt (MiFID II – Artikel 4 und 33)

Die Kriterien zur Definition eines KMU-Wachstumsmarkts sollten gut kalibriert sein, um die Registrierung der KMU-spezifischen MTF als KMU-Wachstumsmärkte zu erleichtern. Wenn der Rahmen des KMU-Wachstumsmarkts weithin Anwendung findet, wird dies viele KMU in der ganzen EU in die Lage versetzen, die regulatorischen Anreize, die in den EU-Rechtsvorschriften für diese Emittenten vorgesehen sind, und die in diesem Fragebogen in Betracht gezogenen weiteren Erleichterungen zu nutzen (siehe Unterabschnitt B. unten)

Ein „KMU-Wachstumsmarkt“ ist derzeit definiert als ein MTF, auf dem mindestens 50 % der Emittenten, deren Finanzinstrumente auf dem MTF gehandelt werden, KMU sind. Gemäß MiFID sind KMU definiert als Unternehmen, „deren durchschnittliche Marktkapitalisierung auf der Grundlage der Notierungen zum Jahresende in den letzten drei Kalenderjahren weniger als 200 000 000 EUR betrug“.

Was diesen Schwellenwert der Unternehmensgröße angeht (d. h. 200 Mio. EUR Marktkapitalisierung) sei festgestellt, dass einige EU-Rechtsakte regulatorische Anreize für Unternehmen mit einer höheren Marktkapitalisierung vorsehen¹¹. Ferner entspricht die Definition eines KMU gemäß MiFID II nicht der Definition von Small und Midcaps, die von den Anlagemanagern von Aktienfonds¹² und in Indizes¹³ verwendet wird. Wird der Schwellenwert für die Marktkapitalisierung zu niedrig angesetzt, besteht die Gefahr, dass die KMU-Wachstumsmärkte nur vergleichsweise kleine Unternehmen umfassen, was das Interesse der institutionellen Anleger an Aktien, die an diesen Handelsplätzen gehandelt werden, verringern könnte. Wird dagegen der Schwellenwert zu hoch festgesetzt, könnte dies für größere Unternehmen Möglichkeiten der Aufsichtsarbitrage bewirken.

Was die Anforderung angeht, dass mindestens 50 % an KMU-Emittenten vorhanden sein müssen, kann es wichtig sein zu gewährleisten, dass ein bestimmter Anteil an Großunternehmen für den Handel an KMU-Wachstumsmärkten zugelassen werden kann, damit auf diesen Plattformen ein ausreichendes Niveau an

Liquidität und Rentabilität sichergestellt ist. So können erfolgreiche Unternehmen, die zum Zeitpunkt ihrer Börseneinführung KMU waren, deren Marktkapitalisierung dann aber auf über 200 Mio. EUR angestiegen ist, weiterhin an einem KMU-Wachstumsmarkt notiert bleiben. Wenn jedoch der Schwellenwert der Marktkapitalisierung (d. h. 200 Mio. EUR) erheblich erhöht würde, würde sich die Frage stellen, ob auch der Anteil an KMU (mindestens 50 %) erhöht werden sollte, um eine Aufsichtsarbitrage durch Nicht-KMU-Emittenten zu vermeiden.

11 So steht beispielsweise der vereinfachte „EU-Wachstumsprospekt“, der durch die überarbeitete Prospektverordnung eingeführt wurde, (abgesehen von KMU) auch an einem KMU-Wachstumsmarkt notierten Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung bis zu 500 Mio. EUR zur Verfügung.

12 [Siehe Klassifizierung der Aktienfonds durch EFAMA.](#)

13 Die mediane Kapitalisierung der Unternehmen des Morgan Stanley Capital International (MSCI) Micro Caps Index beträgt 100 Mio. EUR; 1 Mrd. EUR bei Unternehmen, die Teil des Small Caps Index sind, und 6,4 Mrd. EUR im Midcaps Index (Quelle MiddleNext, The 2017 Small & Mid Cap Outlook).

Frage 6. Gehen Sie angesichts der obigen Ausführungen davon aus, dass die Kriterien der Definition eines KMU-Wachstumsmarkts geändert werden sollten?

Ein „KMU-Wachstumsmarkt“ ist definiert als ein MTF, auf dem mindestens 50 % der Emittenten, deren Finanzinstrumente auf dem MTF gehandelt werden, KMU mit einer Marktkapitalisierung von unter 200 Mio. EUR sind.

- Ja
- Nein
- Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant

6.1 Bitte begründen Sie Ihre Antwort:

Frage 7. Sollte der in der MiFID II für die Definition von KMU zugrunde gelegte Schwellenwert einer Marktkapitalisierung von 200 Mio. EUR:

- erhöht werden (bitte geben Sie an, wie hoch der Schwellenwert für die Marktkapitalisierung sein sollte)
- gesenkt werden (bitte geben Sie an, wie hoch der Schwellenwert für die Marktkapitalisierung sein sollte)
- unverändert bleiben
- durch ein anderes Kriterium ersetzt werden (bitte geben Sie dieses unten an, z. B. Umsatz, Anzahl der Beschäftigten usw.)
- Sonstiges (bitte unten angeben)
- Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant

Bitte machen Sie weitere Vorschläge in Bezug auf den in der MiFID II für die Definition von KMU zugrunde gelegten Schwellenwert für die Marktkapitalisierung von 200 Mio. EUR:

7.1 Bitte begründen Sie Ihre Argumentation.
Geben Sie bitte gegebenenfalls an, welche Schwellenwerte für die Marktkapitalisierung bzw. welche Kriterien für die Definition eines KMU in Bezug auf KMU-Wachstumsmärkte angemessen wären:

Frage 8. Geben Sie bitte unter Berücksichtigung Ihrer Antwort auf die vorstehende Frage an, wie hoch der Anteil der KMU auf KMU-Wachstumsmärkten (derzeit 50 %) sein sollte:

- unter 25 %
- zwischen 25 % und 49 %
- unverändert bei 50 %
- zwischen 51 % und 74 %
- 75 % oder mehr betragen
- Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant

8.1 Bitte begründen Sie Ihre Antwort:

A2. Definition eines KMU-Emittenten von Schuldtiteln an einem KMU-Wachstumsmarkt (MiFID II – Artikel 4)

Es gibt verschiedene Märkte in der EU, die sich auf KMU-Anleihen spezialisiert haben¹⁴. KMU, die auf den Anleihenmarkt gehen, haben einen Jahresumsatz zwischen 19 Mio. EUR und 400 Mio. EUR; das typische Mindestemissionsvolumen liegt bei 17 Mio. EUR¹⁵.

Ein Emittent, der kein Eigenkapitalinstrument an einem Handelsplatz notiert hat, gilt gemäß der Durchführungsbestimmungen zu MiFID II¹⁴ dann als KMU, wenn er gemäß dem letzten Jahresabschluss bzw. konsolidierten Abschluss mindestens zwei der folgenden drei Kriterien erfüllt: i) eine durchschnittliche Beschäftigtenzahl im letzten Geschäftsjahr von weniger als 250, ii) eine Gesamtbilanzsumme von höchstens 43 Mio. EUR und iii) ein Jahresnettoumsatz von höchstens 50 Mio. EUR. Angesichts dieser Bestimmungen könnten KMU-Anleihenmärkte bei der Registrierung als KMU-Wachstumsmärkte Schwierigkeiten haben, da ihre Emittenten sehr wahrscheinlich die Kriterien der Durchführungsbestimmungen zu MiFID II trotz ihrer relativ geringen Größe nicht erfüllen.

¹⁴ SME Finance Guide, Association for Financial Markets in Europe (AFME), 2015

¹⁵ Art. 77 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission

¹⁶ Ein „KMU-Wachstumsmarkt“ ist definiert als ein MTF, auf dem mindestens 50 % der Emittenten, deren Finanzinstrumente auf dem MTF gehandelt werden, KMU mit einer Marktkapitalisierung von unter 200 Mio. EUR sind.

Frage 9. Sollten die zur Definition eines Emittenten von Nichteigenkapitalinstrumenten auf einem KMU-Wachstumsmarkt verwendeten Kriterien geändert werden?

- Ja
- Nein
- Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant

9.1 Bitte begründen Sie Ihre Antwort.

Wenn Sie mit „Ja“ geantwortet haben, geben Sie bitte angemessene Kriterien (Umsatz, ausstehende Ausgaben von Schuldverschreibungen, Umfang der Anleihenemission usw.) und die Schwellenwerte zur Definition eines Schuldtitelemittenten an einem KMU-Wachstumsmarkt an:

A3. Anforderungen an einen Key Adviser

Die große Mehrheit der KMU-spezifischen MTF in der EU schreibt es Emittenten vor, sich von einem Key Adviser¹⁷, das heißt von einem an der Börse zugelassenen Berater unterstützen zu lassen. Der Key Adviser spielt eine entscheidende Rolle bei der Bewertung der Markteignung des Unternehmens, indem er die Informationslücke zwischen notierten KMU und Anlegern schließt und den Ruf und die Integrität des Markts wahrt. Ein „Key Adviser“ auf KMU-Wachstumsmärkten könnte das Vertrauen der Anleger in die an diesen Handelsplätzen, für die derzeit keine solche Anforderung gilt, notierten Wertpapiere stärken.

Die Rolle eines Key Adviser kann bei den verschiedenen KMU-spezifischen MTF jedoch sehr unterschiedlich sein. Einige Märkte schreiben beispielsweise den Emittenten keinen Key Adviser für die KMU-Notierung vor (aufgrund der Kosten solcher Berater für KMU).

17 Der Name dieser Key Adviser kann in den verschiedenen MTF unterschiedlich lauten: „Nominated Adviser“ (NOMAD), „certified adviser“, „authorised adviser“, „listing sponsor“ usw.

Frage 10. Bitte geben Sie an, ob Sie folgenden Aussagen in Bezug auf die Mindestanforderungen an einen Key Adviser bzw. dessen Pflichten für an KMU-Wachstumsmärkten notierte Unternehmen zustimmen:

Bitte bewerten Sie jeden Vorschlag auf einer Skala von 1 bis 5, wobei 1 für „stimme überhaupt nicht zu“ und 5 für „stimme voll zu“ steht.

	1 (stimme überhaupt nicht zu)	2	3	4	5 (stimme voll zu)	Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant
Ein Key Adviser sollte für Aktienemittenten an KMU-Wachstumsmärkten vorgeschrieben sein.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ein Key Adviser sollte für Anleiheemittenten an KMU-Wachstumsmärkten vorgeschrieben sein.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ein Key Adviser sollte während des gesamten Zeitraums der Notierung eines KMU vorgeschrieben sein.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ein Key Adviser sollte nur während eines beschränkten Zeitraums nach der ersten Notierung eines Unternehmens vorgeschrieben sein (bitte nachstehend den betreffenden Zeitraum angeben (1 Jahr, 3 Jahre, usw.))	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Die Mindestanforderungen in Bezug auf die Aufgaben und Pflichten eines Key Adviser sollten auf EU-Ebene vorgeschrieben werden (bitte angeben)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Die Mindestanforderungen in Bezug auf die Aufgaben und Pflichten eines Key						

Adviser sollten durch die einzelnen
Börsen vorgegeben werden



10.1 Begründen Sie bitte Ihre Antwort und legen Sie Belege hinsichtlich der mit der Ernennung eines Key Advisers verbundenen Kosten vor. Geben Sie bitte gegebenenfalls die Aufgaben und Pflichten an, die Key Advisern auf EU-Ebene auferlegt werden sollten:

A4. Regeln zur Aufhebung der Notierung an KMU-Wachstumsmärkten

Die Aufhebung der Notierung bedeutet die Annullierung der einem Unternehmen gewährten Genehmigung, an einer Börse notiert zu sein. Diese Aufhebung kann auferlegt werden oder auf freiwilliger Basis erfolgen. Eine auferlegte Aufhebung erfolgt auf der Grundlage einer Entscheidung, die die Börse trifft, wenn das Unternehmen die für eine Notierung geltenden Anforderungen nicht mehr erfüllt. Eine freiwillige Aufhebung kann von einem Mehrheitsaktionär beschlossen werden und zwar entweder nach Verstärkung der Kontrolle durch einen historischen Mehrheitsaktionär oder von einem neuen Aktionär nach einem Übernahmeangebot¹⁸ oder einem Zusammenschluss. In der Regel führen derartige Aufhebungsentscheidungen zu einem Squeeze-out-Verfahren¹⁹. Eine freiwillige Aufhebung kann auch vom Management eines Unternehmens beschlossen werden und führt dazu, dass das Unternehmen als nicht notiertes Unternehmen mit demselben Aktionärsregister geführt wird.

Eine freiwillige Aufhebung kann ein wichtiges Element des Regulierungsumfelds für Investoren und KMU sein. Die Regeln für die Aufhebung einer Notierung variieren von Land zu Land und von Markt zu Markt, und Investoren könnten vor Investitionen zurückschrecken (insbesondere in einem grenzüberschreitenden Kontext), wenn sie fürchten, dass das Erlangen der vollen Kontrolle über ein notiertes KMU und die Aufhebung der Notierung der Aktien schwierig sein könnten. Ebenso könnten Unternehmen vor dem Börsengang zurückschrecken, weil sie davon ausgehen, dass eine Notierung ihrer Aktien nicht rückgängig gemacht werden kann. Selbst wenn die vom Management eines Unternehmens getroffene Entscheidung, von einer Notierung abzusehen, begründet ist, wirft sie grundsätzliche Probleme im Zusammenhang mit dem Anlegerschutz auf:

¹⁸ Es sei darauf hingewiesen, dass die [Richtlinie über Übernahmeangebote \(Richtlinie 2004/25/EG\)](#) nicht auf Finanzinstrumente anwendbar ist, die auf multilateralen Handelssystemen gehandelt werden, wozu auch die KMU-Wachstumsmärkte zählen.

¹⁹ Squeeze-out-Verfahren können beschrieben werden als Geschäfte, bei denen der Mehrheitsaktionär sein gesetzlich verankertes Recht auf Übernahme der Anteile der Minderheitsaktionäre ausübt.

Frage 11. Wäre es Ihrer Meinung nach sinnvoll, Mindestanforderungen auf EU-Ebene für die Aufhebung der Notierung von KMU-Wachstumsmarktemittenten einzuführen?

- Stimme überhaupt nicht
- Stimme eher nicht zu
- Neutral
- Stimme eher zu
- Stimme voll zu
- Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant

11.1 Bitte begründen Sie Ihre Antwort.

Wenn Sie mit „Ja“ geantwortet haben, geben Sie bitte den Anwendungsbereich (auferlegte oder freiwillige Aufhebung der Notierung auf Initiative des Managements und /oder des Mehrheitsaktionärs) und die Merkmale derartiger Mindestanforderungen an:

A5. Übertragung von Notierungen

Für Small Caps auf regulierten Märkten kann es zunehmend schwierig werden, bestimmte regulatorische Anforderungen einzuhalten (wie die Transparenzrichtlinie²⁰ und die Richtlinie über die Aktionärsrechte²¹). Außerdem könnten viele Mid Caps, die an geregelten Märkten notiert sind, den Eindruck haben, dass sie aufgrund ihrer Marktkapitalisierung Kandidaten für KMU-Wachstumsmärkte sind. In einem solchen Fall könnten notierte KMU einen freiwilligen Transfer ihrer Aktien von einem geregelten Markt auf einen Markt mit geringeren regulatorischen Auflagen (z. B. die zukünftigen KMU-Wachstumsmärkte) in Erwägung ziehen. Derartige Transfers können jedoch einige Fragen des Anlegerschutzes aufwerfen²² und für KMU schwer zu organisieren sein. Außerdem kann der Rechtsrahmen für derartige Transfers in den einzelnen Mitgliedstaaten unterschiedlich geregelt sein.

²⁰ [Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind.](#)

²¹ [Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre.](#)

²² So kann es beispielsweise institutionellen Anlegern verboten sein, an MTF notierte Aktien zu halten.

Frage 12. Wäre es Ihrer Meinung nach sinnvoll, harmonisierte Regeln auf EU-Ebene zum freiwilligen Transfer einer Notierung von einem geregelten Markt auf einen EU-Wachstumsmarkt einzuführen?

- Stimme überhaupt nicht
- Stimme eher nicht zu
- Neutral
- Stimme eher zu
- Stimme voll zu
- Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant

12.1 Bitte erläutern Sie Ihre Ansicht:

Wenn Sie mit „Ja“ geantwortet haben, geben Sie bitte Beispiele für Regeln und deren Zweck an:

Die KMU-Wachstumsmärkte sollten jedoch nur einen Schritt auf dem Wachstumspfad von KMU darstellen. Wenn ihre Kapitalisierung angestiegen ist, sollten Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten dazu ermutigt werden, auf einen Hauptmarkt bzw. geregelten Markt zu gehen, um in den Genuss von mehr Liquidität, eines größeren Anlegerbestands und mehr Glaubwürdigkeit zu gelangen. Dies würde auch dazu beitragen, Aufsichtsarbitrage zu vermeiden, wenn große Unternehmen ihre Notierung an KMU-spezifischen Börsen aufrechterhalten, um von Ausnahmeregelungen zu profitieren. Es stellt sich die Frage, ob der Transfer von Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten auf regulierte Märkte vorgeschrieben oder mit Anreizen (über regulatorische Maßnahmen) unterstützt werden sollte, wenn die jeweiligen Emittenten eine bestimmte Größe erreicht haben.

Frage 13. Sollte Ihrer Meinung nach der Transfer von Emittenten von einem KMU-Wachstumsmarkt auf einen geregelten Markt:

Bitte bewerten Sie jeden Vorschlag auf einer Skala von 1 bis 5, wobei 1 für „stimme überhaupt nicht zu“ und 5 für „stimme voll zu“ steht.

	1 (stimme überhaupt nicht zu)	2	3	4	5 (stimme voll zu)	Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant
vorgeschrieben sein, wenn der Emittent bestimmte Schwellenwerte überschreitet (z. B. in Bezug auf die Marktkapitalisierung)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

durch regulatorische Anreize gefördert werden, wenn der Emittent bestimmte Schwellenwerte überschreitet (z. B. in Bezug auf die Marktkapitalisierung)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
stets dem Ermessen der Emittenten überlassen sein und nicht vorgeschrieben oder durch regulatorische Anreize gefördert werden	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sonstiges (bitte unten angeben)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Bitte geben Sie an, welche weiteren Möglichkeiten Sie für den Transfer von Emittenten von einem KMU-Wachstumsmarkt auf einen geregelten Markt sehen:

13.1 Bitte begründen Sie Ihre Antwort und legen Sie unterstützende Argumente/Belege vor. Geben Sie gegebenenfalls angemessene Schwellenwerte oder mögliche Anreize für den Transfer von Emittenten an einem KMU-Wachstumsmarkt auf einen geregelten Markt vor:

B. Reduzierung des Verwaltungsaufwands für Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten

Solide und faire Handelsplätze werden durch Vorschriften zu Offenlegung und Transparenz gekennzeichnet. Aus der Perspektive von KMU können diese Regeln als aufwendig und kostspielig erscheinen. Es muss sichergestellt werden, dass die Vorteile der Notierung schwerer wiegen als die Kosten. Wenn die Normen zu locker sind, könnten die daraus resultierenden Befolgungskosten die KMU vor einer Notierung zurückschrecken lassen. Wenn die Normen dagegen zu lasch sind, könnte der Schutz der Anleger und deren Vertrauen gefährdet sein und einige Anleger könnten sich dafür entscheiden, nicht in KMU-Wertpapiere zu investieren. Mit Hilfe dieses Unterabschnitts B soll festgestellt werden, welcher Spielraum besteht, wenn es darum geht, die Pflichten, die den zukünftigen Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten auferlegt werden, zu reduzieren, dabei aber ein hohes Niveau an Verbraucherschutz und Marktintegrität auf diesen Märkten zu gewährleisten.

Frage 14. Geben Sie bitte an, inwieweit Sie den nachfolgenden Aussagen zustimmen können:

Regulatorische Erleichterungen sollten beschränkt sein auf:

Bitte bewerten Sie jeden Vorschlag auf einer Skala von 1 bis 5, wobei 1 für „stimme überhaupt nicht zu“ und 5 für „stimme voll zu“ steht.

	1 (stimme überhaupt nicht zu)	2	3	4	5 (stimme voll zu)	Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant
KMU, die an KMU-Wachstumsmärkten notiert sind	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Alle Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Es sollten überhaupt keine regulatorischen Erleichterungen gewährt werden, ungeachtet der Art von Unternehmen.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

14.1 Bitte begründen Sie Ihre Antwort:

Frage 15. Geben Sie bitte für jede der nachstehenden Bestimmungen an, wie aufwendig die EU-Vorschriften im Zusammenhang mit der Notierung von Aktien und Anleihen auf KMU-spezifischen Märkten sind:

Bitte bewerten Sie jeden Vorschlag auf einer Skala von 1 bis 5, wobei 1 für „überhaupt nicht aufwendig“ und 5 für „sehr aufwendig“ steht.

	1	2	3	4	5 (sehr aufwendig)	Weiß nicht / keine Meinung /

	(überhaupt nicht aufwendig)					nicht relevant
Eigengeschäfte von Führungskräften	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Insiderlisten	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Begründung der Verzögerung bei der Offenlegung von Insiderinformationen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Marktsondierungen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Offenlegung von Insiderinformationen durch Emittenten von Nichteigenkapitalinstrumenten	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Halbjahresberichte für Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sonstiges (bitte unten angeben)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Bitte geben Sie an, welche anderen EU-Bestimmungen im Zusammenhang mit der Notierung von Aktien und Anleihen auf KMU-spezifischen Märkten in irgendeiner Weise belastend sind:

15.1 Bitte begründen Sie Ihre Antwort:

Für jede der folgenden Fragen in Unterabschnitt B werden Sie gebeten, Kostenschätzungen zu den von Ihnen als belastend eingestuften Bestimmungen anzugeben, und zu schätzen, welche Kosteneinsparungen durch die von Ihnen als bedeutsam bewerteten Erleichterungen erzielt werden könnten.

B1. Eigengeschäfte von Führungskräften (Marktmissbrauchsverordnung – Art. 19)

Gemäß der MAR müssen Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen, sowie in enger Beziehung zu ihnen stehende Personen dem Emittenten (an einem regulierten Markt oder einem KMU-Wachstumsmarkt) und der zuständigen Behörde jedes Eigengeschäft mit diesen Finanzinstrumenten innerhalb von drei Geschäftstagen nach dem Geschäft melden. Die Pflicht zur Offenlegung eines Eigengeschäfts einer Führungskraft gilt nur dann, wenn die Geschäfte von Führungsaufgaben wahrnehmenden Personen innerhalb eines Kalenderjahrs ein Gesamtvolumen von 5 000 EUR erreicht haben (ohne Netting). Eine zuständige nationale Behörde kann beschließen, den Schwellenwert auf 20 000 EUR anzuheben.

Die Emittenten müssen sicherstellen, dass Transaktionen durch Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen, sowie in enger Beziehung zu ihnen stehende Personen spätestens drei Geschäftstage nach dem Geschäft umgehend veröffentlicht werden. Anderenfalls können die nationalen Rechtsvorschriften vorsehen, dass eine zuständige Behörde die Informationen selbst veröffentlichen darf.

Frage 16. Ist die Regelung zu den Eigengeschäften von Führungskräften für Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten und ihre Führungskräfte mit einem erheblichen Verwaltungsaufwand verbunden?

- Stimme überhaupt nicht
- Stimme eher nicht zu
- Neutral
- Stimme eher zu
- Stimme voll zu
- Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant

16.1 Bitte begründen Sie Ihre Meinung und legen Sie Belege vor, insbesondere für die (einmaligen und laufenden) Kosten, den Zeitaufwand (Stundenzahl) und die Anzahl der erforderlichen Arbeitskräfte (in Vollzeitäquivalenten):

In einer Studie von EIM ([Effects of possible changes to the Market Abuse Directive, S. 39](#)) aus dem Jahr 2011 wurde geschätzt, dass sich die Durchschnittskosten für Berichte über Eigengeschäfte von Führungskräften auf 135 EUR pro Jahr belaufen (und einen Zeitaufwand von 3 Stunden pro Emittent und Jahr bedeuten). In einer Studie von Europe Economics ([Data gathering and Cost Analysis on Daft Technical standards relating to MAR, S. 59-60](#)) wurde geschätzt, dass die einmaligen Befolgungskosten für die technischen Normen zu den Eigengeschäften von Führungskräften sich auf 300 EUR bis 500 EUR bei kleinen Emittenten und auf 3 400 EUR bis 4 900 EUR bei mittleren Emittenten belaufen. Die jährlichen laufenden Befolgungskosten wurden auf 0 EUR für kleine Emittenten und auf 200 EUR pro Jahr für mittlere Emittenten veranschlagt.

Frage 17. Bitte geben Sie an, ob Sie die folgenden Änderungen bzw. Präzisierungen der Regelung zu den Eigengeschäften von Führungskräften für KMU-Wachstumsmärkte unterstützen würden:

17 a) Die zeitliche Befristung (d. h. derzeit 3 Tage), die für Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen, sowie für in enger Beziehung zu ihnen stehende Personen im Hinblick auf die Meldung ihrer Geschäfte beim Emittenten gilt, sollte verlängert werden.

- Unterstütze ich
- Unterstütze ich nicht
- Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant

Bitte geben Sie an, wie lang die Meldefrist in Vorschlag 17 a) sein sollte.

Bitte begründen Sie Ihre Antwort zu Vorschlag 17 a) und führen Sie detaillierte Argumente/Belege an, insbesondere in Bezug auf Einsparungen/geringere Kosten bzw. in Bezug auf zusätzliche Kosten, die mit einer etwaigen Änderung der derzeit anwendbaren Vorschriften verbunden sein könnten:

17 b) Der Schwellenwert (d. h. 5 000 EUR), ab dem Führungskräfte von Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten ihre Geschäfte melden müssen, sollte angehoben werden.

- Unterstütze ich
- Unterstütze ich nicht
- Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant

Bitte geben Sie an, wie hoch der Schwellenwert in Vorschlag 17 b) sein sollte.

Bitte begründen Sie Ihre Antwort zu Vorschlag 17 b) und führen Sie einschlägige Argumente/Belege an, insbesondere in Bezug auf Einsparungen/geringere Kosten bzw. in Bezug auf zusätzliche Kosten, die mit einer etwaigen Änderung der derzeit anwendbaren Vorschriften verbunden sein könnten:

17 c) Die zuständigen nationalen Behörden sollten stets für die Offenlegung der Eigengeschäfte der Führungskräfte zuständig sein.

- Unterstütze ich
- Unterstütze ich nicht
- Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant

Bitte begründen Sie Ihre Antwort zu Vorschlag 17 c) und führen Sie einschlägige Argumente/Belege an, insbesondere in Bezug auf Einsparungen/geringere Kosten bzw. in Bezug auf zusätzliche Kosten, die mit einer etwaigen Änderung der derzeit anwendbaren Vorschriften verbunden sein könnten:

17 d) Der Handelsplatz sollte stets für die Offenlegung der Eigengeschäfte der Führungskräfte zuständig sein.

- Unterstütze ich
- Unterstütze ich nicht
- Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant

Bitte begründen Sie Ihre Antwort zu Vorschlag 17 d) und führen Sie einschlägige Argumente/Belege an, insbesondere in Bezug auf Einsparungen/geringere Kosten bzw. in Bezug auf zusätzliche Kosten, die mit einer etwaigen Änderung der derzeit anwendbaren Vorschriften verbunden sein könnten:

17 e) Die Frist für die Offenlegung von Eigengeschäften der Führungskräfte seitens der Emittenten (bzw. der Meldung an die zuständige nationale Behörde, sofern diese für deren Offenlegung zuständig ist) sollte ab dem Datum der Meldung der Geschäfte an die Emittenten (und nicht ab dem Datum der Geschäfte) beginnen.

- Unterstütze ich
- Unterstütze ich nicht
- Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant

Bitte geben Sie an, wie lang die Frist in Vorschlag 17e) sein sollte.

Bitte begründen Sie Ihre Antwort zu Vorschlag 17 e) und führen Sie einschlägige Argumente/Belege an, insbesondere in Bezug auf Einsparungen/geringere Kosten bzw. in Bezug auf zusätzliche Kosten, die mit einer etwaigen Änderung der derzeit anwendbaren Vorschriften verbunden sein könnten:

17 f) Gibt es weitere Änderungen oder Präzisierungen der Regelung der Eigengeschäfte von Führungskräften in Bezug auf KMU-Wachstumsmärkte, die Sie unterstützen würden?

Bitte begründen Sie Ihre Antwort und führen Sie einschlägige Argumente/Belege an, insbesondere in Bezug auf Einsparungen/geringere Kosten bzw. in Bezug auf zusätzliche Kosten, die mit einer etwaigen Änderung der derzeit anwendbaren Vorschriften verbunden sein könnten:

B2. Insiderlisten (Marktmissbrauchsverordnung – Art. 18)

Die Emittenten müssen eine Liste aller Personen aufstellen, die Zugang zu Insiderinformationen haben. Diese Insiderliste muss regelmäßig aktualisiert und der zuständigen nationalen Behörde auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden. Die Listen müssen mindestens fünf Jahre lang aufbewahrt werden.

Die Marktmissbrauchsverordnung sieht bereits Erleichterungen für Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten vor (Artikel 18 Absatz 6 MAR). Emittenten sind von der laufenden Führung von Insiderlisten befreit, sofern i) der Emittent alle erforderlichen Vorkehrungen trifft, damit alle Personen, die Zugang zu Insiderinformationen haben, die aus den Rechts- und Verwaltungsvorschriften erwachsenden Pflichten anerkennen und sich der Sanktionen bewusst sind, und ii) der Emittent in der Lage ist, der zuständigen Behörde auf Anfrage die Insiderliste bereitzustellen.

Frage 18. Welche Auswirkungen hat die in der MAR für Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten vorgesehene Erleichterung in Bezug auf die Insiderlisten? Bitte erläutern und quantifizieren Sie die Auswirkungen der Erleichterung, insbesondere hinsichtlich der (einmaligen und laufenden) Kosteneinsparungen, der Zeiteinsparungen (Stundenzahl) und der Anzahl der benötigten Personen (in Vollzeitäquivalenten):

In einer Studie von EIM ([Effects of possible changes to the Market Abuse Directive, S. 39](#)) aus dem Jahr 2011 wurde geschätzt, dass sich die Durchschnittskosten für ein KMU im Zusammenhang mit Insiderlisten auf 945 EUR pro Jahr (und 21 Stunden Zeitaufwand pro Emittent und Jahr) belaufen. In einer Studie von Europe Economics ([Data gathering and Cost Analysis on Daft Technical standards relating to MAR, S. 59-60](#)) wurde geschätzt, dass die einmaligen Befolgungskosten für die technischen Normen zu den Insiderlisten sich auf 300 EUR bis 600 EUR für kleine Emittenten und auf 3300 EUR bis 5800 EUR für mittlere Emittenten belaufen. Die jährlichen laufenden Befolgungskosten wurden auf 600 EUR bis 800 EUR für kleine Emittenten und auf 3300 bis 5 500 EUR pro Jahr für mittlere Emittenten veranschlagt.

Frage 19. Geben Sie bitte an, inwieweit Sie den nachstehenden Aussagen zustimmen können.

Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten sollten

Bitte bewerten Sie jeden Vorschlag auf einer Skala von 1 bis 5, wobei 1 für „stimme überhaupt nicht zu“ und 5 für „stimme voll zu“ steht.

	1 (stimme überhaupt nicht zu)	2	3	4	5 (stimme voll zu)	Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant
verpflichtet sein, fortlaufend Insiderlisten zu führen.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
verpflichtet sein, Insiderlisten auf Anfrage der zuständigen nationalen Behörde vorzulegen (wie in der MAR vorgeschrieben).	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
verpflichtet sein, eine Liste „permanenter Insider“ zu führen (d. h. von Personen, die „regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben“).	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

von der Führung von Insiderlisten befreit sein.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
---	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------

Haben Sie weitere Vorschläge in Bezug auf Insiderlisten für Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten?

19.1 Bitte begründen Sie Ihre Antwort und führen Sie einschlägige Argumente/Belege an, insbesondere in Bezug auf Einsparungen/geringere Kosten bzw. in Bezug auf zusätzliche Kosten, die mit einer etwaigen Änderung der derzeit anwendbaren Vorschriften verbunden sein könnten:

B3. Begründung der Aufschiebung der Veröffentlichung von Insiderinformationen (Marktmissbrauchsverordnung – Art. 17)

Ein Emittent hat Insiderinformationen zu seinen Finanzinstrumenten so bald wie möglich offenzulegen. Der Emittent kann die Veröffentlichung dieser Informationen in bestimmten Fällen aufschieben, um eine Beeinträchtigung seiner berechtigten Interessen zu vermeiden. Sobald er die Insiderinformationen jedoch veröffentlicht hat, muss er seine zuständige nationale Behörde informieren und die Aufschiebung begründen. Nach Wahl des Mitgliedstaats ist diese schriftliche Begründung der Aufschiebung i) in jedem Falle oder ii) nur auf Aufforderung der zuständigen nationalen Behörde vorzulegen.

Die [Durchführungsbestimmungen zur MAR](#) (Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055 der Kommission) schreiben vor, dass Emittenten, die beschließen, die Veröffentlichung von Insiderinformationen aufzuschieben, eine schriftliche Liste von Informationen erstellen („Offenlegungsprotokoll“), die – neben zahlreichen anderen Fakten und Zahlen – auch die Uhrzeit und das Datum umfassen, zu denen diese Informationen erstmals vorlagen, wann die Entscheidung über die Aufschiebung getroffen wurde, die Identität der Personen, die die Entscheidung getroffen haben und die für die fortlaufende Überwachung der Bedingungen für den Aufschub zuständig sind, und die Art und Weise, auf welche die Voraussetzungen für den Aufschub erfüllt wurden.

Frage 20. Geben Sie bitte an, inwieweit Sie folgenden Aussagen zustimmen können:

Bitte bewerten Sie jeden Vorschlag auf einer Skala von 1 bis 5, wobei 1 für „stimme überhaupt nicht zu“ und 5 für „stimme voll zu“ steht.

	1 (stimme überhaupt nicht zu)	2	3	4	5 (stimme voll zu)	Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant
Die schriftliche Erklärung zur Begründung des Aufschubs der Meldung von Insiderinformationen durch Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten sollte nur auf Anfrage der zuständigen nationalen Behörde vorgelegt werden.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten sollten von der Pflicht befreit werden, ein „Offenlegungsprotokoll“ zu führen.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

20.1 Bitte begründen Sie Ihre Antwort und erläutern Sie die Auswirkungen in Bezug auf die (einmaligen und laufenden) Kosten, den Zeitaufwand (Stundenzahl) und die Anzahl der benötigten Personen (in Vollzeitäquivalenten):

In einer Studie von EIM ([Effects of possible changes to the Market Abuse Directive, S. 39](#)) aus dem Jahr 2011 wurde geschätzt, dass sich die Durchschnittskosten für den Verwaltungsaufwand im Zusammenhang mit der Entscheidung, die Offenlegung aufzuschieben, auf 1755 EUR pro Jahr belaufen (und einen Zeitaufwand von 39 Stunden pro Emittent und Jahr bedeuten). Eine weitere Kostenschätzung ist enthalten in: [Europe Economics, Data gathering and Cost Analysis on Daft Technical standards relating to MAR, S. 51](#).

B4. Marktsondierungen (Marktmissbrauchsverordnung – Art. 11)

Eine Marktsondierung besteht in der Übermittlung von Informationen vor der Ankündigung eines Geschäfts an einen oder mehrere potenzielle Anleger, um das Interesse von potenziellen Anlegern an einem möglichen Geschäft und dessen Bedingungen – wie seinen potenziellen Umfang und seine preisliche Gestaltung – abzuschätzen²³.

Die Vorschriften zu den Marktsondierungen können für KMU-Emittenten Probleme aufwerfen, insbesondere wenn sie privat platzierte Anleihen ausgeben. Transaktionen mit privat platzierten Schuldinstrumenten können mitunter die Form von notierten Anleihen annehmen. Dies ist insbesondere der Fall in Frankreich („Euro-PP“ bei Emission als notierte Anleihe), in Italien (die sogenannten „Mini-Bond-Märkte“) und in Spanien (auf dem Mercado Alternativo de Renta Fija – „MARF“). In der Regel

unterliegen derartige Geschäfte nicht der Prospektpflicht, da sie unter die für Geschäfte mit „qualifizierten Anlegern“ bzw. hohe Stückelungen geltenden Ausnahmen fallen. Sie fallen jedoch in den Anwendungsbereich der Vorschriften zur Marktsondierung, da privat platzierte Anleihen zum Handel auf einem MTF zugelassen sind.

Wenn eine Privatplatzierung von Anleihen vorbereitet wird, besteht das Ziel nicht darin, einige wenige ausgewählte Anleger zu kontaktieren, um im Hinblick auf die Maximierung der Erfolgchancen bestimmte Bedingungen der Transaktion festzulegen, sondern vielmehr darin, potenzielle Anleger zu ermitteln, mit denen alle Bedingungen der Privatplatzierung (einschließlich der Vertragsbedingungen) ausgehandelt werden. In der Vergangenheit haben einige Mitgliedstaaten (auf der Grundlage der Marktmissbrauchsrichtlinie) eine „zulässige Marktpraxis“ eingeführt, derzufolge die private Platzierung von Anleihen nicht in den Anwendungsbereich der Bestimmungen zur Marktsondierung fällt²⁴.

²³ Artikel 11 findet nur auf Diskussionen betreffend Geschäfte gemäß Artikel 2 Absatz 1 der MAR Anwendung, der vorschreibt, dass die MAR anwendbar ist auf Finanzinstrumente, die zum Handel an einem geregelten Markt, einem MTF oder einem OTF, zugelassen sind oder für die ein Antrag auf Zulassung zum Handel an einem solchen Handelsplatz gestellt wurde.

²⁴ Vgl. ‚Norme professionnelle AMAFI relative aux sondages de marché et aux tests investisseur‘ in Frankreich.

Frage 21. Sollte die private Platzierung von Anleihen auf KMU-Wachstumsmärkten von den Vorschriften zur Marktsondierung ausgenommen werden, wenn Anleger an den Verhandlungen zur Ausgabe beteiligt sind?

- Stimme überhaupt nicht
- Stimme eher nicht zu
- Neutral
- Stimme eher zu
- Stimme voll zu
- Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant

21.1 Bitte begründen Sie Ihre Antwort und erläutern Sie die Auswirkungen in Bezug auf die (einmaligen und laufenden) Kosten, den Zeitaufwand (Stundenzahl) und die Anzahl der benötigten Personen (in Vollzeitäquivalenten):

B5. Offenlegung von Insiderinformationen nur für Emittenten von Anleihen an KMU-Wachstumsmärkten

Mit der MAR wurde der Anwendungsbereich der Marktmissbrauchsvorschriften auf MTF ausgedehnt, einschließlich solcher, auf denen Schuldtitel gehandelt werden. Einige Marktteilnehmer weisen darauf hin, dass „Plain Vanilla“-Anleihen ²⁵ – angesichts ihrer Art – einem geringeren Risiko in Bezug auf den Marktmissbrauch ausgesetzt sind. Während die Preise von Eigenkapitalinstrumenten durch die Veröffentlichung (negativer oder positiver) Insiderinformationen über das Unternehmen beeinflusst werden können, bestehen die Schlüsselvariablen, die den Preis von „Plain Vanilla“-Anleihen beeinflussen, im Marktrisiko, dem Liquiditätsrisiko und dem Kreditrisiko. Anleihengläubiger wären nicht in der Lage, diese Variablen zu beeinflussen, während der einzige Faktor, der vom Emittenten beeinflusst werden könnte, die Ausfallwahrscheinlichkeit ist. Aus diesem Grund haben einige Interessenträger darauf hingewiesen, dass die Offenlegung aller Insiderinformationen (sowohl positiver als auch negativer Art) für Schuldtitelemittenten lediglich eine Belastung darstelle und nicht gerechtfertigt sei.

²⁵ Eine „Plain-Vanilla“-Anleihe ist eine Anleihe ohne außergewöhnliche Merkmale; es ist eine der einfachsten Anleiheformen mit einem festen Coupon und einer festgesetzten Laufzeit, die in der Regel zum Nennwert ausgegeben und zurückgekauft wird. Diese Anleihe wird auch als „Straight Bond“ oder „Festzinsanleihe“ bezeichnet.

Frage 22. Geben Sie bitte an, inwieweit Sie folgenden Aussagen zustimmen können.

Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten, die nur Plain-Vanilla-Anleihen ausgeben, sollten:

Bitte bewerten Sie jeden Vorschlag auf einer Skala von 1 bis 5, wobei 1 für „stimme überhaupt nicht zu“ und 5 für „stimme voll zu“ steht.

	1 (stimme überhaupt nicht zu)	2	3	4	5 (stimme voll zu)	Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant
denselben Offenlegungspflichten unterliegen wie Aktienemittenten an KMU-Wachstumsmärkten	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
nur die Informationen offenlegen müssen, die ihre Fähigkeit zur Rückzahlung der Schuld beeinträchtigen könnte	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

22.1 Bitte begründen Sie Ihre Antwort und führen Sie einschlägige Argumente/Belege an, insbesondere in Bezug auf Einsparungen/geringere Kosten bzw. in Bezug auf zusätzliche Kosten, die mit einer etwaigen Änderung der derzeit anwendbaren Vorschriften verbunden sein könnten:

Siehe Kostenschätzungen zu den technischen Mitteln der Offenlegung für die öffentliche Offenlegung von Insiderinformationen und deren verzögerte Bekanntgabe ([Europe Economics, Data gathering and Cost Analysis on Daft Technical standards relating to MAR, S. 51](#)).

B6. Halbjahresberichte für Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten

Gemäß der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 Artikel 78 Absatz 2 Buchstabe g (Durchführungsverordnung zu MiFID II) müssen Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten innerhalb von sechs Monaten nach Ende jedes Geschäftsjahrs einen Jahresfinanzbericht und innerhalb von vier Monaten nach Ablauf der ersten sechs Monate jedes Geschäftsjahrs einen Halbjahresfinanzbericht veröffentlichen. Die MiFID II schreibt jedoch nicht vor, welche Form dieser Finanzbericht haben muss. Halbjährliche Finanzberichte werden in der Regel von den Anlegern begrüßt und tragen dazu bei, Interesse am Unternehmen zu wecken. In der Praxis ist bereits an einer großen Mehrheit der KMU-spezifischen Märkte die Veröffentlichung sowohl von Jahres- als auch von Halbjahresberichten vorgeschrieben. Einige Marktteilnehmer haben jedoch darauf hingewiesen, dass die Veröffentlichung dieser Halbjahresberichte für KMU eine zeitaufwendige und kostspielige Pflicht sei.

Frage 23. Sollte die Pflicht zur Veröffentlichung von Halbjahresberichten durch Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten

Sie können mehrere Antworten auswählen.

- für Aktienemittenten an KMU-Wachstumsmärkten gelten?
- für Schuldtitelemittenten an KMU-Wachstumsmärkten gelten?
- in Bezug auf Aktienemittenten an KMU-Wachstumsmärkten im Ermessen des Handelsplatzes (über seine Notierungsvorschriften) liegen?
- in Bezug auf Schuldtitelemittenten an KMU-Wachstumsmärkten im Ermessen des Handelsplatzes (über seine Notierungsvorschriften) liegen?
- für alle Aktienemittenten an KMU-Wachstumsmärkten aufgehoben werden?
- für alle Schuldtitelemittenten an KMU-Wachstumsmärkten aufgehoben werden?
- Sonstiges (bitte unten angeben)
- Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant

Bitte geben Sie an, welche weitere Möglichkeit Sie sich in Bezug auf die für Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten geltende Pflicht zur Veröffentlichung von Halbjahresberichten vorstellen können:

23.1 Bitte begründen Sie Ihre Antwort und erläutern Sie die Auswirkungen in Bezug auf die Kosten, den Zeitaufwand (Stundenzahl) und die Anzahl der benötigten Personen (in Vollzeitäquivalenten):

C. Förderung der lokalen Netzwerke für KMU-Wachstumsmärkte und Verbesserung der Liquidität

Die öffentlichen Märkte für KMU müssen durch ein solides Netzwerk unterstützt werden (d. h. durch ein Netzwerk aus Maklern, Aktienanalysten, Ratingagenturen, auf KMU spezialisierten Anlegern), das kleine Unternehmen, die eine Notierung auf dem Markt anstreben, bei und nach der Börseneinführung unterstützen kann. Der Rückgang dieser lokalen Netzwerke, die die spezifischen Bedürfnisse von KMU erfüllen können, behindert die Funktionsweise und die Vertiefung der öffentlichen Märkte und beeinträchtigt die Bereitschaft der KMU, eine Notierung anzustreben. Als einer der Gründe für diesen Rückgang wird häufig das geringe Liquiditätsniveau von KMU-spezifischen Märkten genannt, das institutionelle Anleger unter Umständen davon abhält, in KMU-Aktien zu investieren, wodurch das Geschäftsmodell der Makler gefährdet wird. Aus diesem Grund geht es in diesem Unterabschnitt insbesondere um die Frage, wie die Liquidität auf KMU-Wachstumsmärkten gefördert werden kann.

C1. Tick-Größen-Regelung für KMU-Wachstumsmärkte (Art. 49 – MiFID II)

Die MiFID II (Art. 49 MiFID II in Verbindung mit Art. 18 Absatz 5) schreibt vor, dass Handelsplätze (darunter auch KMU-Wachstumsmärkte) Mindest-Tick-Größen vorschreiben (d. h. Mindeststückelungen der handelbaren Wertpapiere) für Aktien und bestimmte aktienähnliche Instrumente, um die korrekte Funktionsweise der Märkte sicherzustellen und dem Risiko immer kleiner werdender Stückelungen entgegenzuwirken. Die Durchführungsbestimmungen zu MiFID II schreiben die Mindest-Tick-Größen-Regelung vor, die für diese Instrumente je nach Liquidität und Preisniveau gilt.

Während kleinere Stückelungen zur Reduzierung der Handelskosten beitragen würden, können diese Stückelungen auch Auswirkungen auf den Spread zwischen Verkäufern und Käufern von Wertpapieren haben und folglich die Anreize von Vermittlern (Maklern), mit diesen Instrumenten zu handeln und ihr Einkommen aus dieser Tätigkeit zu beziehen, beeinflussen. In den USA werden geringe Stückelungsgrößen als ein potenzieller Grund für die Aushöhlung des Netzwerks im Bereich der Notierung von KMU betrachtet, da sie vermeintlich die Geschäftsmodelle der mittelgroßen Makler gefährden. Dies ist der Grund für die Einrichtung eines [neuen Pilotprojekts für größere Tick-Größen für kleinere Unternehmen in den USA](#). Auf der Grundlage der vorläufigen Ergebnisse dieses Pilotprogramms

hat das US-Finanzministerium vor kurzem der US-Börsenaufsichtsbehörde empfohlen, zu prüfen, ob es Emittenten erlaubt werden kann, in Absprache mit der Börse, an der sie emittieren wollen, die Tick-Größe für den Handel mit ihren Aktien an allen Börsen zu bestimmen²⁶.

In der EU können KMU-Wachstumsmärkte beschließen, größere Tick-Größen als diejenigen gemäß MiFID II vorzusehen. In der Praxis kann es sich für die KMU-Wachstumsmärkte jedoch als problematisch erweisen, von den EU-Mindestanforderungen abzuweichen und Normen einzuführen, die größere Tick-Größen vorsehen²⁷.

²⁶ [US Treasury, A Financial System That Creates Economic Opportunities, Oktober 2017.](#)

²⁷ Wenn ein Handelsplatz größere Tick-Größen als gemäß EU-Recht vorgeschrieben vorsieht, gilt diese Entscheidung nur für den jeweiligen Handelsplatz und verhindert nicht, dass andere Handelsplätze dieselben Aktien in geringeren Stückelungen handeln (unter Einhaltung der Vorgaben in Bezug auf die Mindest-Tick-Größen gemäß MiFID II). Ferner kann es für KMU-Wachstumsmärkte schwierig sein, gegenüber ihren Kunden höhere Tick-Größen zu rechtfertigen, als die, die gemäß den EU-Mindestanforderungen vorgesehen sind.

Frage 24. Welche der folgenden Optionen spiegelt Ihrer Meinung am besten die Auswirkungen wider, die die Mindest-Tick-Größen-Regelung gemäß MiFID II auf die Liquidität und den Spread der auf KMU-Wachstumsmärkten gehandelten Aktien hätte?

	Keine Auswirkungen	Führt zu einem geringfügigen Anstieg	Führt zu einem signifikanten Anstieg	Führt zu einem geringfügigen Rückgang	Führt zu einem signifikanten Rückgang	Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant
Auswirkungen der Mindest-Tick-Größenregelung auf die Liquidität der an KMU-Wachstumsmärkten gehandelten Aktien	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Auswirkungen der Mindest-Tick-Größenregelung auf die Spreads der an KMU-Wachstumsmärkten gehandelten Aktien	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

24.1 Begründen Sie bitte Ihre Antwort und legen Sie einschlägige Belege vor:

Frage 25. Geben Sie bitte an, inwieweit Sie folgenden Aussagen zustimmen können:

Bitte bewerten Sie jeden Vorschlag auf einer Skala von 1 bis 5, wobei 1 für „stimme überhaupt nicht zu“ und 5 für „stimme voll zu“ steht.

	1 (stimme überhaupt nicht zu)	2	3	4	5 (stimme voll zu)	Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant
Den Marktakteuren sollte die Flexibilität eingeräumt werden, auf ihren KMU-Wachstumsmärkten die EU-Regelung zu den Mindest-Tick-Größen nicht anzuwenden	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Den Marktakteuren sollte in Bezug auf die Anwendung der EU-Regelung zu den Mindest-Tick-Größen auf ihren KMU-Wachstumsmärkten eine andere Form der Flexibilität eingeräumt werden.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

C2. Einführung eines Vertrags über die Bereitstellung von Liquidität für alle Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten in der gesamten EU (MAR – zulässige Marktpraxis – Art. 11)

Die MAR verbietet Marktmanipulation. Bestimmte Praktiken werden nicht als Marktmissbrauch eingestuft, wenn das Geschäft, der Auftrag oder das Verhalten aus rechtmäßigen Gründen und in Übereinstimmung mit einer zulässigen Marktpraxis durchgeführt wurde, die von einer nationalen Regulierungsstelle festgelegt wurde.

Damit eine zulässige Marktpraxis als von einer nationalen Regulierungsstelle festgelegt gelten kann, muss sie der ESMA mitgeteilt worden sein. Die ESMA gibt dann eine Stellungnahme ab, um zu bewerten, ob die zulässige Marktpraxis das Vertrauen des Markts in den EU-Finanzmarkt gefährden würde. Bislang haben nur fünf Mitgliedstaaten versucht, einen Vertrag zur Bereitstellung von Liquidität als zulässige Marktpraxis gemäß MAR anerkennen zu lassen. Das bedeutet, dass derartige Verträge von einigen

zuständigen Behörden in anderen Mitgliedstaaten weiterhin als manipulative Handelspraxis eingestuft werden können. Folglich haben in 23 Mitgliedstaaten einige Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten nicht die Möglichkeit, einen Liquiditätsvertrag mit einer Wertpapierfirma abzuschließen. Dieser Mechanismus könnte jedoch die Liquidität von KMU-Aktien verbessern und das Interesse neuer Anleger für KMU-Aktien wecken, wodurch neue Geschäftsmöglichkeiten für mittelgroße Makler geschaffen würden.

Frage 26. Wäre die Einführung eines EU-Rahmens für Liquiditätsverträge, die für alle Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten in der EU zugänglich wären, auf der Grundlage der ESMA-Stellungnahme (“Points for convergence in relation to MAR accepted market practices on liquidity contracts“ vom Mai 2017) von Vorteil?

- Ja
- Nein
- Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant
- Sonstige

26.1 Begründen Sie bitte Ihre Antwort und legen Sie einschlägige Argumente/Belege vor: Wenn Sie mit „Ja“ geantwortet haben, beschreiben Sie bitte die Voraussetzungen für einen solchen EU-Rahmen für Liquiditätsverträge:

C3. Anforderung an den Streubesitz auf KMU-Wachstumsmärkten

Wenn ein KMU an die Börse geht, ist ein geringes Maß an Streubesitz wahrscheinlich (d. h. ein geringer Anteil an den Aktien kann frei gehandelt werden)²⁸ gibt. Ein beschränkter Streubesitz kann zu einem niedrigen Liquiditätsniveau beitragen, da er die Möglichkeiten für die laufende Handelstätigkeit begrenzt. Um diesem Risiko entgegenzuwirken, schreiben die Notierungsvorschriften verschiedener KMU-spezifischer Märkte vor, dass die Unternehmen in Bezug auf den Streubesitz (ausgedrückt z. B. als Anteil an den Aktien oder als fester Kapitalbetrag) bestimmte Anforderungen und/oder Mindestkapitalisierungsschwellenwerte zu erfüllen haben, bevor KMU-Aktien zum Handel zugelassen werden. Andere KMU-spezifische Märkte sehen keine solchen Anforderungen vor, da sie dazu führen können, dass die Notierung für die Inhaber des Unternehmens uninteressant wird. Derzeit schreibt die MiFID II den KMU-Wachstumsmärkten keinen Mindeststreubesitz (und/oder keine Mindestkapitalisierung) vor.

²⁸ Dies lässt sich durch verschiedene Faktoren erklären: i) die geringere Kapitalisierung der KMU beschränkt die Gesamtzahl der für den Handel verfügbaren Aktien; ii) eine geringere Größe bedeutet auch, dass die Bestände der institutionellen Anleger im Vergleich zur Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien eher groß sind, und die von diesen Anlegern in der Regel verfolgte „Buy-and-hold“-Strategie

bewirkt eine weitere Reduzierung des verfügbaren Streubesitzes; iii) der Anteil der von der Öffentlichkeit gehaltenen Aktien kann auch durch den erheblichen Anteil am Aktienbesitz beschränkt werden, der auf die Gründer des Unternehmens entfällt.

Frage 27. Welche der folgenden Optionen gibt Ihre Meinung zur Anwendung der Regel zum Mindeststreubesitz am besten wieder?

- Es sollte eine Regel zum Mindeststreubesitz in den EU-Rechtsvorschriften eingeführt werden, wobei die einschlägigen Kriterien und Schwellenwerte auf EU-Ebene festgelegt werden sollten.
- Es sollte eine Regel zum Mindeststreubesitz in den EU-Rechtsvorschriften eingeführt werden, wobei die einschlägigen Kriterien und Schwellenwerte im Ermessen des Betreibers des KMU-Wachstumsmarkts (über dessen Notierungsvorschriften) festgelegt werden sollten.
- Es sollte keine Regel zum Mindeststreubesitz in den EU-Rechtsvorschriften eingeführt werden.
- Sonstiges (bitte unten angeben)
- Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant

Geben Sie bitte an, welche anderen Optionen Ihre Meinung zur Anwendung der Regel zum Mindeststreubesitz am besten wiedergeben:

27.1 Begründen Sie bitte Ihre Antwort insbesondere in Bezug auf die Vor- und Nachteile der auf EU-Ebene erfolgenden Einführung von Anforderungen in Bezug auf den Mindeststreubesitz. Geben Sie bitte angemessene Kriterien und Schwellenwerte an, wenn Sie der Ansicht sind, dass eine solche Mindeststreubesitzregel auf EU-Ebene eingeführt und festgelegt werden sollte:

C4. Beteiligung von institutionellen Anlegern an KMU-Aktien und Anleihen

Es muss darüber nachgedacht werden, was getan werden kann, um die Anlegerbasis für KMU-Aktien zu diversifizieren und zu erweitern. Die Kommission hat vor kurzem Regulierungsinitiativen ergriffen, um institutionelle Anleger besser in die Lage zu versetzen, in KMU-Aktien zu investieren. So erlaubt es beispielsweise die überarbeitete EuVECA-Verordnung²⁹, die vor Kurzem von den Legislativorganen angenommen wurde, EuVECA-Fonds, in an einem KMU-Wachstumsmarkt notierte KMU zu investieren. Die kürzlich eingeführten europäischen langfristigen Investmentfonds (ELTIF) müssen mindestens 70 % ihrer Mittel in bestimmte Anlageklassen investieren, darunter auch KMU, die an einem regulierten Markt

oder einem MTF notiert sind und eine Marktkapitalisierung von unter 500 Mio. EUR aufweisen. Abschließend sei in Bezug auf Investitionen von Versicherungsgesellschaften festgestellt, dass durch eine kürzliche Änderung der Delegierten Verordnung Solvabilität II ³⁰ (die im März 2016 in Kraft trat) Aktien, die an MTF gehandelt werden (darunter auch die künftigen KMU-Wachstumsmärkte), in derselben Weise behandelt werden wie Aktien, die an regulierten Märkten gehandelt werden. Es bleiben jedoch bestimmte Hemmnisse für Investitionen in KMU fortbestehen.

29 [Verordnung \(EU\) 2017/1991 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. Oktober 2017 zur Änderung der Verordnung \(EU\) Nr. 345/2013 über Europäische Risikokapitalfonds und der Verordnung \(EU\) Nr. 346/2013 über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum.](#)

30 [Delegierte Verordnung \(EU\) 2016/467 der Kommission vom 30. September 2015 zur Änderung der Delegierten Verordnung \(EU\) 2015/35 in Bezug auf die Berechnung der gesetzlichen Kapitalanforderungen für verschiedene von Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen gehaltene Anlageklassen.](#)

Frage 28. Bitte beschreiben Sie etwaige regulatorische Hemmnisse für institutionelle Investitionen in KMU-Aktien oder -Anleihen, die an KMU-Wachstumsmärkten oder MTF notiert sind:

C5. Bonitätsprüfungen und Ratings für Emittenten von KMU-Anleihen

Bonitätsprüfungen und Ratings können den Zugang von KMU zu Anleihenmärkten erleichtern. Sie geben den Akteuren der Märkte für Unternehmensanleihen wertvolle Informationen an die Hand und beeinflussen die Anlageentscheidungen stark. Sie unterstützen die Anleger bei der Bewertung des Kreditrisikos und folglich bei der Berücksichtigung der Ausfallwahrscheinlichkeit. Folglich haben zahlreiche institutionelle Anleger für ihre Portfolios auf Bonitätsbeurteilungen und Ratings basierende Konzentrationslimits festgesetzt, und verlangen, dass Anleihen mit einem Rating versehen sein müssen, vorzugsweise dem Rating einer Ratingagentur gemäß Verordnung über Ratingagenturen.

Viele KMU, die die Emission von Anleihen anstreben, haben jedoch kein solches Rating durch eine Ratingagentur. Die Kosten, die KMU zur Einholung eines solchen Ratings durch eine Ratingagentur tragen müssen, können im Vergleich zum durchschnittlichen Volumen der Emission unverhältnismäßig hoch sein. In der Vergangenheit gaben in bestimmten Mitgliedstaaten tätige Investmentbanken „nicht angeforderte KMU-Ratings“ aus. Diese Praxis verbesserte die Transparenz und die Sichtbarkeit der KMU gegenüber bestimmten institutionellen Anlegern, war jedoch mit der Verordnung über die Ratingagenturen nicht vereinbar, da die Investmentbanken nicht als Ratingagenturen registriert waren. Die Kommission holt derzeit Stellungnahmen dazu ein, ob es bestimmten Marktakteuren erlaubt werden

sollte, „nicht angeforderte Ratings“ für Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten abzugeben, vorausgesetzt, diese Ratings werden von institutionellen Anlegern (wie Versicherungsgesellschaften und Kreditinstituten) nicht zu Regulierungszwecken verwendet.

Frage 29. Welche Schritte könnten ergriffen werden, um die Anleihenemission durch KMU an KMU-Wachstumsmärkten zu erleichtern, ohne dass hohe Kosten für die Bewertung der Kreditwürdigkeit der Emittenten anfallen?

Frage 30. Mit welchen Risiken wäre ein flexiblerer Ansatz in Bezug auf die Abgabe „nicht angeforderter Ratings“ durch andere Marktakteure als Kreditagenturen verbunden und was könnte getan werden, um diesen Risiken entgegenzusteuern?

Allgemeine Fragen:

Frage 31. Bitte geben Sie die Bereiche und die Bestimmungen an, bei denen politische Maßnahmen am dringendsten wären und die größten Auswirkungen auf die Förderung der Notierung von Aktien und Anleihen an KMU-Wachstumsmärkten hätten:

Bitte bewerten Sie jeden Vorschlag auf einer Skala von 1 bis 5, wobei 1 für „keine positiven Auswirkungen“ und 5 für „sehr signifikante positive Auswirkungen“ steht.

	1 (keine positiven Auswirkungen)	2	3	4	5 (sehr signifikante positive Auswirkungen)	Weiß nicht / keine Meinung / nicht relevant
Kriterien zur Definition eines KMU-Wachstumsmarkts	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Marktkapitalisierungsschwellenwert zur Definition eines KMU-Schuldtitlemittenten	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Anforderungen an einen Berater	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Regeln zur Aufhebung der Notierung an KMU-Wachstumsmärkten	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Transfer von Notierungen von einem regulierten Markt auf einen KMU-Wachstumsmarkt	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Transfer von Notierungen von einem KMU-Wachstumsmarkt auf einen regulierten Markt	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Eigengeschäfte von Führungskräften	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Insiderlisten	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Begründung der Aufschiebung der Veröffentlichung von Insiderinformationen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Marktsondierungen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Offenlegung von Insiderinformationen für Anleiheemittenten	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Halbjahresberichte für Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Regelung in Bezug auf die Tick-Size-Größe für KMU-Wachstumsmärkte	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Verträge zur Bereitstellung von Liquidität	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Anforderungen an den Streubesitz	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Beteiligung von institutionellen Anlegern an KMU-Aktien und Anleihen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Bonitätsprüfungen und Ratings für Emittenten von KMU-Anleihen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Frage 32. Falls Sie der Ansicht sind, dass bestimmte Bereiche in dieser Konsultation nicht berücksichtigt wurden, können Sie gerne zusätzliche Anmerkungen machen. Bitte liefern Sie auch Beispiele und Belege:

3. Zusätzliche Informationen

Falls Sie weitere Informationen übermitteln möchten (z. B. eine Darstellung, einen Bericht) oder spezifische Punkte ansprechen möchten, die in diesem Fragebogen nicht behandelt werden, können Sie hier ein oder mehrere zusätzliche Dokumente hochladen.