

**Unterrichtung**  
durch die Europäische Kommission

Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 596/2014 und (EU) 2017/1129 zur Förderung der Nutzung von KMU-Wachstumsmärkten  
COM(2018) 331 final

Der Bundesrat wird über die Vorlage gemäß § 2 EUZBLG auch durch die Bundesregierung unterrichtet.

Die Europäische Zentralbank und der Europäische Wirtschafts- und werden an den Beratungen beteiligt.

Hinweis: vgl. Drucksache 647/11 = AE-Nr. 110836,  
Drucksache 694/11 = AE-Nr. 110873,  
Drucksache 639/15 = AE-Nr. 150927,  
Drucksache 492/17 = AE-Nr. 170559



Brüssel, den 24.5.2018  
COM(2018) 331 final

2018/0165 (COD)

Vorschlag für eine

**VERORDNUNG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES**

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

(Text von Bedeutung für den EWR)

{SEC(2018) 247 final} - {SWD(2018) 243 final} - {SWD(2018) 244 final}

## BEGRÜNDUNG

### 1. KONTEXT DES VORSCHLAGS

#### • Gründe und Ziele des Vorschlags

Eines der Hauptziele der Kapitalmarktunion (KMU) ist es, für die europäischen Unternehmen in jedem Stadium ihrer Entwicklung den Zugang zu marktbasierteren Finanzierungsquellen zu verbreitern. Seit der Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion ins Leben gerufen wurde, hat die EU erhebliche Fortschritte bei der Ausweitung der Finanzierungsquellen für wachsende Unternehmen sowie bei der EU-weiten Bereitstellung marktgestützter Finanzmittel erzielt. Neue Regeln gelten bereits und fördern Investitionen der Risikokapitalfonds der EU (EuVECA) in Startups und mittelständische Unternehmen. Mit dem Europäischen Investitionsfond hat die Kommission auch ein gesamteuropäisches Risikokapitaldachfonds-Programm (VentureEU) gestartet, um Investitionen in innovative Startups und expandierende Unternehmen in ganz Europa zu fördern. Neue Prospektvorschriften wurden bereits eingeführt, um Unternehmen bei der Kapitalbeschaffung an den öffentlichen Märkten für Aktien und Anleihen zu helfen. Für kleine und mittelgroße Unternehmen, die EU-weit Kapital beschaffen wollen, wird derzeit ein auf sie zugeschnittener neuer EU-Prospekt entwickelt. Um Startups und Unternehmern den Zugang zu Finanzmitteln zu erleichtern, hat die Kommission darüber hinaus ein europäisches Label für investitions- und darlehensbasierte Crowdfunding-Plattformen vorgeschlagen („European Crowdfunding Service Providers for Business“).

Es muss jedoch mehr getan werden, um ein förderlicheres Regelwerk zu schaffen, das kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) den Zugang zu öffentlichen Finanzierungsmitteln erleichtert. Dies sollte insbesondere durch Förderung des von der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II)<sup>1</sup> geschaffenen KMU-Wachstumsmarkt-Labels erreicht werden und indem der richtige Ausgleich geschaffen wird zwischen Anlegerschutz und Marktintegrität einerseits und Vermeidung unnötigen Verwaltungsaufwands andererseits.

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

Neu notierte kleine und mittlere Unternehmen (KMU) sind ein wichtiger Motor für Investitionen und die Schaffung von Arbeitsplätzen. Was die jährlichen Wachstumsraten und die Schaffung von Arbeitsplätzen angeht, erzielen vor kurzem notierte Unternehmen bessere Ergebnisse als Unternehmen im Privatbesitz. Zu den Vorteilen einer Notierung zählen eine verringerte Abhängigkeit von der Finanzierung durch Banken, eine stärkere Diversifizierung der Anleger, ein leichter Zugang zu zusätzlichem Eigenkapital und zur Fremdfinanzierung (durch Sekundärangebote) und ein höheres öffentliches Profil sowie eine größere Markenbekanntheit.

Trotz dieser Vorteile tun sich öffentliche Märkte in der EU dennoch schwer, neue Emittenten zu finden. Die Anzahl der Börsengänge in der Europäischen Union ist auf den Märkten für

---

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

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

KMU im Zuge der Krise sehr stark zurückgegangen und hat sich seither nicht nennenswert erholt. Als Folge hieraus verzeichnet Europa nur noch halb so viele KMU-Börsengänge wie noch vor der Finanzkrise (durchschnittlich 478 Börsengänge pro Jahr im Zeitraum 2006-2007 gegenüber 218 zwischen 2009 und 2017 bei multilateralen KMU-Handelssystemen in der EU). Zwischen 2006 und 2007 wurden Mittel in Höhe von durchschnittlich 13,8 Mrd. EUR jährlich durch Börseneinführungen auf den für KMU vorgesehenen multilateralen Handelssystemen (MTF) beschafft. Im Zeitraum zwischen 2009 und 2017 ging dieser Betrag auf durchschnittlich 2,55 Mrd. EUR zurück.

Es gibt viele Faktoren, die KMU dazu veranlassen, an die Börse zu gehen, und Anleger dazu, in Titel von KMU zu investieren. Die Folgenabschätzung zeigt<sup>3</sup>, dass die öffentlichen Märkte für KMU vor zwei Arten von regulatorischen Herausforderungen stehen: (i) Auf der Angebotsseite haben es die Emittenten mit hohen Compliance-Kosten bei der Notierung auf den öffentlichen Märkten zu tun. (ii) Auf der Nachfrageseite kann eine unzureichende Liquidität auf den Emittenten (aufgrund höherer Kapitalkosten), auf den Anlegern (die aufgrund eines geringen Liquiditätsniveaus und damit verbundener Volatilitätsrisiken insbesondere bei KMU nur widerwillig investieren könnten) und auf den Marktintermediären lasten (deren Geschäftsmodelle auf dem Orderflow der Kunden in liquiden Märkten beruht).

#### *Umfang der Initiative: KMU-Wachstumsmärkte*

Diese Initiative ist ausschließlich auf KMU-Wachstumsmärkte<sup>4</sup> und die dort notierten Unternehmen beschränkt. KMU-Wachstumsmärkte stellen eine neue Kategorie von multilateralen Handelsplätzen (MTFs) dar, die im Rahmen der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente im Januar 2018 eingeführt wurde.

Bei der Frage, ob KMU-Emittenten, die zum Handel an geregelten Märkten zugelassen sind, die gleichen rechtlichen Erleichterungen in Anspruch nehmen können sollen, wurde beschlossen, diesen Kreis auf die zum Handel an KMU-Wachstumsmärkten zugelassenen Emittenten zu beschränken. Die den Emittenten an geregelten Märkten auferlegten Anforderungen sollten in ähnlicher Weise unabhängig von der Größe des Unternehmens gelten. Unterschiedliche Anforderungen für KMU im Vergleich zu großen Kapitalgesellschaften würden die Interessenträger wahrscheinlich verwirren (insbesondere Anleger).

#### *Aktueller Regulierungskontext*

Die an einem KMU-Wachstumsmarkt notierten Unternehmen müssen verschiedene EU-Vorschriften einhalten, insbesondere die Marktmissbrauchsverordnung<sup>5</sup> (MAR) und die Prospektverordnung<sup>6</sup>.

Seit ihrem Inkrafttreten am 1. Juli 2016 ist die **Marktmissbrauchsverordnung** auf MTFs einschließlich der KMU-Wachstumsmärkte erweitert worden. Diese Verordnung zielt darauf ab, die Marktintegrität zu erhöhen und das Anlegervertrauen zu stärken. Sie verbietet: (i) die

<sup>3</sup> Folgenabschätzung {SWD(2018)243} und {SWD(2018)244}.

<sup>4</sup> Um als KMU-Wachstumsmarkt eingestuft werden zu können, müssen mindestens 50 % der Emittenten, deren Finanzinstrumente an einem KMU-Wachstumsmarkt gehandelt werden, KMUs sein, die gemäß MIFID II als Unternehmen mit einer durchschnittlichen Marktkapitalisierung von weniger als 200 Millionen EUR auf der Grundlage von Jahresendnotierungen für die vorherigen drei Kalenderjahre definiert sind.

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

<sup>6</sup> Verordnung (EU) Nr. 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.

Beteiligung oder den Versuch einer Beteiligung an Insidergeschäften; (ii) die Empfehlung, dass eine andere Person sich an Insidergeschäften beteiligt, oder das Anstiften einer anderen Person zur Beteiligung an Insiderhandel; (iii) die ungesetzliche Offenlegung von Insiderinformationen<sup>7</sup>; oder (iv) die Beteiligung an bzw. die versuchte Beteiligung an Marktmanipulationen. Im Rahmen dieser Richtlinie unterliegen die Emittenten auch verschiedenen Offenlegungs- und Aufzeichnungspflichten. Insbesondere sind die betroffenen Emittenten allgemein verpflichtet, Insiderinformationen so bald wie möglich der Öffentlichkeit gegenüber offenzulegen. Durch die Stärkung der Marktintegrität und die Ausweitung der Marktmissbrauchsregelung auf MTFs war die Marktmissbrauchsverordnung für die Wiederherstellung des Anlegervertrauens in den Finanzmärkten von entscheidender Bedeutung.

Bei dieser Rechtsvorschrift handelt es sich dennoch um eine Universalrichtlinie. Nahezu alle ihre Anforderungen gelten gleichermaßen für alle Emittenten, und zwar unabhängig von ihrer Größe oder den Handelsplätzen, an denen ihre Finanzinstrumente gehandelt werden dürfen. Die Verordnung beinhaltet lediglich zwei begrenzte Anpassungen an die Emittenten, die in den KMU-Wachstumsmärkten notiert sind. Die erste Anpassung erlaubt es den Handelsplätzen, die einen KMU-Wachstumsmarkt betreiben, Insiderinformationen auf der Webseite des Handelsplatzes zu posten (anstatt der Webseite des Emittenten). Die zweite Anpassung erlaubt es den auf den KMU-Wachstumsmärkten notierten Emittenten, Insiderverzeichnisse lediglich auf Anfrage einer zuständigen nationalen Behörde zu erstellen. Die Wirkung dieser Erleichterung bleibt jedoch begrenzt, da Unternehmen nach wie vor verpflichtet sind, alle wesentlichen Informationen zu sammeln und zu speichern, um auf Anfrage Insiderverzeichnisse erstellen zu können.

Ein Prospekt ist ein gesetzlich vorgeschriebenes Dokument, das Informationen über ein Unternehmen bereitstellt, wenn Wertpapiere öffentlich angeboten oder zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen werden. Im Rahmen des KMU-Aktionsplans hat die Europäische Union den Zugang zu öffentlichen Märkten für kleinere Unternehmen leichter und kostengünstiger gemacht, insbesondere durch die Schaffung des vereinfachten ‚EU-Wachstumsprospektes‘ in der überarbeiteten Prospektverordnung. Ein Emittent kann eine Zulassung für den Handel an einem geregelten Markt beantragen, nachdem er seine Aktien einige Jahre lang an einem KMU-Wachstumsmarkt angeboten hat. Er kann dies tun, um von einer höheren Liquidität und einem größeren Anlegerpool zu profitieren. Will dieser Emittent seine Aktien aber von einem KMU-Wachstumsmarkt auf einen geregelten Markt übertragen, so muss er einen vollständigen Prospekt erstellen, da für Unternehmen in einer solchen Situation kein vereinfachter Prospekt vorgesehen ist.

Die Aufnahme der KMU-Wachstumsmarkt-‚Marke‘ ist durch die begrenzte Anzahl der Erleichterungen gehemmt, die in der EU-Richtlinie für die Emittenten vorgesehen sind, die auf dieser neuen Art von Handelsplätzen notiert sind. Das Gesamtziel dieser Initiative ist es daher, technische Anpassungen am EU-Regelwerk vorzunehmen, um (i) den Verwaltungsaufwand und die Gesetzesfolgekosten zu reduzieren, die KMU entstehen, wenn ihre Finanzinstrumente zum Handel an KMU-Wachstumsmärkten zugelassen werden, gleichzeitig aber einen hohen Grad an Anlegerschutz und Marktintegrität zu gewährleisten; und (ii) die Liquidität von Eigenkapitalinstrumenten zu erhöhen, die an KMU-Wachstumsmärkten notiert sind.

Die in diesem Vorschlag vorgesehenen gezielten Regulierungsänderungen werden alleine den Zugang für KMU zu öffentlichen Märkten nicht völlig beleben können. Nichtsdestoweniger

---

<sup>7</sup> Dies ist dann der Fall, wenn eine natürliche oder juristische Person Insiderinformationen außerhalb des normalen Beschäftigungsverhältnisses, des Berufs oder der Pflichten offenlegt.

adressieren sie Regelungsbarrieren, auf die von verschiedenen Interessenträgern als Hemmer von Kapitalerhöhung für KMU auf öffentlichen Märkten hingewiesen wird. Gleichzeitig erhalten sie ein Höchstmaß an Anlegerschutz und Marktintegrität. Jede Änderung sollte daher als ein erster Schritt in die richtige Richtung verstanden werden, und nicht als einzelne Nachbesserung an sich. Außerdem handelt es sich bei der vorgeschlagenen Verordnung nicht um eine Überarbeitung der Marktmissbrauchsverordnung (die noch keine zwei Jahre in Kraft ist) oder der Prospektverordnung (die erst kürzlich von den gesetzgebenden Organen vereinbart wurde und ab Juli 2019 anzuwenden ist). Dieser Vorschlag bringt (zusammen mit den in der delegierten Verordnung (EU) Nr. 2017/565 der Kommission anvisierten Änderungen) nur technische Änderungen, damit das EU-Regelwerk, das für die notierten KMU gilt, angemessener ist. Er stellt sicher, dass das ‚KMU-Wachstumsmarkt‘-Label, das von der MiFID II mit Wirkung von Januar 2018 geschaffen wurde, von den verschiedenen MTFs mit einem Schwerpunkt auf KMU EU-weit genutzt wird.

- **Kohärenz mit den bestehenden Vorschriften in diesem Bereich**

Diese Initiative steht mit dem bestehenden Rechtsrahmen in Einklang. In der MiFID II heißt es, dass das Ziel der KMU-Wachstumsmärkte sein sollte, *„den Kapitalzugang für kleine und mittlere Unternehmen zu erleichtern“* und dass *„das Augenmerk darauf gerichtet sein sollte, wie zukünftige Regelungen die Nutzung dieses Marktes weiter stärken und fördern sollten, damit er für Anleger attraktiv wird, und eine Verringerung der administrativen Hindernisse bieten und weitere Anreize für KMU schaffen, damit sie auf die Kapitalmärkte über die KMU-Wachstumsmärkte zugreifen“*<sup>8</sup>. Die Erwägungsgründe 6 und 55 der Marktmissbrauchsverordnung fordern ausdrücklich Erleichterungen bei den Verwaltungskosten für kleinere Emittenten, die in KMU-Wachstumsmärkten notiert sind.

Verschiedene EU-Rechtsakte enthalten bereits spezifische Bestimmungen für diese neue Art von Handelsplatz, wie die neueste Prospektverordnung<sup>9</sup> und die Zentralverwahrrverordnung<sup>10</sup>. Die Ziele dieser Bestimmungen sind die Verringerung des Verwaltungsaufwands für Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten und die Erhöhung der Liquidität der an diesen Märkten gehandelten Finanzinstrumente.

Da die Kosten der Erstellung eines Prospektes für KMU überproportional hoch sein können, hat die Prospektverordnung einen vereinfachten ‚EU-Wachstumsprospekt‘ eingeführt. Es steht insbesondere KMU zur Verfügung, die an einem KMU-Wachstumsmarkt gehandelt werden, und Nicht-KMU mit einer Marktkapitalisierung von weniger als 500 Millionen EUR, deren Wertpapiere auf einem KMU-Wachstumsmarkt gehandelt werden<sup>11</sup>. Darüber hinaus können Emittenten, deren Wertpapiere bereits kontinuierlich über einen Zeitraum von mindestens 18 Monaten an einem KMU-Wachstumsmarkt gehandelt werden durften, von einer vereinfachten Offenlegungsregelung für Zweitemissionen profitieren<sup>12</sup>.

Die Zentralverwahrrverordnung erlegt jedem Finanzinstrument, das nicht innerhalb eines vorgegebenen Zeitraums nach dem Abwicklungsdatum geliefert wurde, einen verbindlichen Buy-in-Prozess auf (d.h. zwei Tage nach dem Handel, sogenannte ‚T+2‘-Regel). Gleichzeitig beinhaltet die Zentralverwahrrverordnung den Eigenheiten der KMU-Wachstumsmärkte

---

<sup>8</sup> MiFID II, Erwägungsgrund 132.

<sup>9</sup> Verordnung (EU) Nr. 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist.

<sup>10</sup> Verordnung (EU) Nr. 909/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Verbesserung der Wertpapierabwicklung in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer.

<sup>11</sup> Artikel 15 Prospektrichtlinie.

<sup>12</sup> Artikel 14 Prospektrichtlinie.

zugeschnittene Regeln. Das Eindeckungsverfahren wird bei Transaktionen auf den KMU-Wachstumsmärkten nach einem Zeitraum von bis zu 15 Tagen ausgelöst, verglichen mit bis zu vier Tagen für liquide Wertpapiere und bis zu sieben Tagen für andere illiquide Wertpapiere. Diese spezifischen Regeln für Finanzinstrumente in KMU-Wachstumsmärkten wurden eingeführt, um *„der Liquidität solcher Märkte Rechnung zu tragen und insbesondere um die Tätigkeit von Marktmachern in den weniger liquiden Märkten zu ermöglichen“*<sup>13</sup>.

Dieser Vorschlag für eine Verordnung steht daher im Einklang mit den obengenannten bestehenden EU-Verordnungen, da er darauf abzielt, die Belastungen auf den KMU-Wachstumsmärkten zu verringern und die Liquidität von Eigenkapitalinstrumenten zu fördern, die auf diesen Handelsplätzen gehandelt werden dürfen.

Dieser Vorschlag für eine Verordnung steht auch im Einklang mit einigen geplanten Änderungen der delegierten Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission zum Zwecke der Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II). Diese Änderungen sind auch in derselben Folgenabschätzung enthalten und haben die folgenden Ziele: (i) Änderung der Definition eines Nicht-Eigenkapital-KMU-Emittenten auf einem KMU-Wachstumsmarkt; (ii) Aufhebung der Verpflichtung für Nicht-Eigenkapital-Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten, Halbjahresberichte zu erstellen, so dass diese auf freiwilliger Basis erstellt werden können; (iii) Auferlegung einer Free-Float-Anforderung für Emittenten, die eine Zulassung zum Handel an KMU-Wachstumsmärkten wünschen. Die Maßnahmen beinhalten Folgendes: (i) Erhöhung der Anzahl von ausschließlichen Fremdkapital-Emittenten, die sich als KMU qualifizieren, wodurch sich wiederum mehr MTFs als KMU-Wachstumsmärkte registrieren und Emittenten auf diesen Märkten von den erleichterten Regulierungsanforderungen profitieren könnten; (ii) Erlaubnis für Marktbetreiber, ihre Notierungsregeln besser an die lokalen Bedingungen anzupassen; und (iii) Gewährleistung, dass die an den KMU-Wachstumsmärkten notierten Aktien zum Zeitpunkt der Zulassung nicht zu illiquide sind.

- **Übereinstimmung mit anderen Bereichen der Unionspolitik**

Dieser Gesetzgebungsvorschlag zielt drauf ab, die Ziele der Kapitalmarktunion zu vervollständigen, um die übermäßige Abhängigkeit von der Bankenfinanzierung zu verringern und die marktbasieren Finanzierungsquellen für europäische Unternehmen zu diversifizieren. Seit der Veröffentlichung des Aktionsplans der Kapitalmarktunion im Jahr 2015 hat die Kommission ein umfassendes Paket von gesetzgeberischen und nichtgesetzgeberischen Maßnahmen ergriffen, um die Risikokapitalfinanzierung in Europa auszubauen. Diese beinhalten die Schaffung von Risikokapital-Dachfonds mit Unterstützung von EU-Haushaltsmitteln und die Überprüfung der Verordnung über europäische Risikokapitalfonds (EuVECA) und über europäische Fonds für soziales Unternehmertum (EuSEF)<sup>14</sup>. Insbesondere erweitert die Überarbeitung die Fähigkeit von EuVECA-Fonds, in KMU zu investieren, die auf KMU-Wachstumsmärkten notiert sind.

Im März 2018 hat die Europäische Kommission im Rahmen ihres Fintech-Aktionsplans<sup>15</sup> einen Vorschlag für eine Verordnung über Crowdfunding-Dienstleister vorgestellt<sup>16</sup>. Sobald

---

<sup>13</sup> Erwägungsgrund 18 Zentralverwalterverordnung.

<sup>14</sup> Verordnung (EU) Nr. 2017/1991 vom 25. Oktober 2017 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 345/2013 über Europäische Risikokapitalfonds und Verordnung (EU) Nr. 346/2013 über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum.

<sup>15</sup> FinTech-Aktionsplan Für einen wettbewerbsfähigeren und innovativeren EU-Finanzsektor – COM(2018) 109 final.

<sup>16</sup> Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über europäische Crowdfunding-Dienstleister (ECSP) für Unternehmen – COM(2018) 113.



sie auf EU-Ebene vereinbart ist, ermöglicht die neue Verordnung Plattformen, einen EU-Pass auf der Grundlage eines gemeinsamen Regelwerks zu beantragen. Dadurch können sie leichter ihre Dienstleistungen EU-weit anbieten. Während der europäische Markt für Crowdfunding im Vergleich zu den anderen bedeutenden Volkswirtschaften unterentwickelt ist, sollten diese neuen Regeln den Zugang zu dieser neuen Form der Finanzierung für Kleinanleger und Unternehmen mit Finanzierungsbedarf, insbesondere Startups, verbessern und dem EU-Markt zu einem schnelleren Wachstum verhelfen.

Im Zusammenhang mit der Kapitalmarktunion fördert die Kommission auch private Kapitalmärkte, anhand derer Unternehmen ihr Kapital erhöhen können, indem sie Schuldpapiere an institutionelle oder andere erfahrene Anleger emittieren. Eine neue Studie über die *„Identifizierung von Markt- und Regulierungshindernissen bei der Entwicklung von Privatplatzierung von Anleihen in der EU“*<sup>17</sup> (durchgeführt im Auftrag der Kommission) hat gezeigt, dass das Marktsondierungssystem im Rahmen der Marktmissbrauchsverordnung die Entwicklung dieser Finanzierungsquelle EU-weit behindern kann. Dieses regulatorische Hindernis schreckt sowohl institutionelle Anleger als auch Emittenten davon ab, in Verhandlungen über solche Transaktionen zu treten.

Durch die vereinfachte Notierung von Unternehmen in KMU-Wachstumsmärkten wird diese Initiative dazu beitragen, Kapitalerhöhungen in europäischen Unternehmen zu erleichtern. Sie unterstützt den Aufbau einer dynamischen Finanzierung, welche diversifizierte Finanzierungskanäle für Unternehmen in jeder Phase ihrer Entwicklung bietet. Lebhaftere öffentliche Märkte sind von grundlegender Bedeutung, um die obengenannten Maßnahmen der Kapitalmarktunion zu vervollständigen. Dynamische öffentliche Märkte für Unternehmen mit geringer und mittlerer Kapitalisierung können die Entwicklung von Private Equity- und Risikokapital stärken, indem sie Möglichkeiten für einen sanften Ausstieg bieten. Ohne diese Möglichkeit, aus ihren Investitionen wieder auszusteigen, würden die Risikokapital- und Private Equity-Fonds weniger gewillt sein, während der Wachstumsphase eines Unternehmens ihr Geld zu binden. Public Equity-Märkte für KMU können auch Equity-Crowdfunding-Investitionen fördern. Wie Risikokapitalgeber suchen auch Equity-Crowdfunding-Anleger nach einem Ausstieg für ihre Investitionen und brauchen daher gut funktionierende und liquide Kapitalmärkte, die als Ausstiegsrouten aus den von ihnen zu einem früheren Zeitpunkt gestützten Wachstumsunternehmen benutzt werden können. Diese Initiative zielt auch darauf ab, die Regulierungshürden zu beseitigen, die sich aus der Anwendung des Marktsondierungsregimes im Rahmen der Marktmissbrauchsverordnung bei der Privatplatzierung von Anleihen mit institutionellen Anlegern durch notierte KMU ergeben.

## **2. RECHTSGRUNDLAGE, SUBSIDIARITÄT UND VERHÄLTNISMÄSSIGKEIT**

### **• Rechtsgrundlage**

Die Rechtsgrundlage der Marktmissbrauchsverordnung und der Prospektverordnung ist Artikel 114 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV), der den europäischen Institutionen die Kompetenz verleiht, entsprechende Bestimmungen festzulegen, welche die Etablierung und das Funktionieren des gemeinsamen Marktes zum Ziel haben. Diese Verordnungen können nur vom Unionsgesetzgeber geändert werden, in diesem Falle auf der Grundlage von Artikel 114 des Vertrages.

---

<sup>17</sup> BCG und Linklaters, Studie über die Identifizierung von Markt- und Regulierungshindernissen bei der Entwicklung von Privatplatzierungen von Fremdkapitalinstrumenten in der EU, 2017.

Nach Artikel 4 AEUV ist jede EU-Maßnahme zur Vollendung des Binnenmarktes vor dem Hintergrund des Subsidiaritätsprinzips zu bewerten, das in Artikel 5 Absatz 3 des Vertrags über die Europäische Union dargelegt ist. Das Subsidiaritätsprinzip schreibt vor, dass Maßnahmen auf EU-Ebene nur dann zu ergreifen sind, wenn die Ziele der vorgeschlagenen Maßnahme von den Mitgliedsstaaten alleine nur unzureichend erreicht werden können, und ordnet in diesem Fall Maßnahmen auf EU-Ebene an.

- **Subsidiarität (bei nicht ausschließlicher Zuständigkeit)**

Nach Artikel 4 AEUV ist jede EU-Maßnahme zur Vollendung des Binnenmarktes vor dem Hintergrund des Subsidiaritätsprinzips zu bewerten, das in Artikel 5 Absatz 3 des Vertrags über die Europäische Union dargelegt ist. Das Subsidiaritätsprinzip schreibt vor, dass Maßnahmen auf EU-Ebene nur dann zu ergreifen sind, wenn die Ziele der vorgeschlagenen Maßnahme von den Mitgliedsstaaten alleine nur unzureichend erreicht werden können, und ordnet in diesem Fall Maßnahmen auf EU-Ebene an.

Es ist zu bewerten, ob die in Frage stehenden Probleme transnationale Aspekte aufweisen und ob die Ziele der vorgeschlagenen Maßnahmen von den Mitgliedsstaaten im Rahmen ihres nationalen Verfassungssystems nicht hinlänglich erreicht werden können (die sogenannte ‚Notwendigkeitsprüfung‘). Hierbei ist anzumerken, dass MTFs mit einem Schwerpunkt auf KMU (und potenzielle KMU-Wachstumsmärkte) ihrem Wesen nach lokaler sind als die regulierten Märkte. Gleichzeitig haben diese Handelsplätze eine klare grenzüberschreitende Dimension, einerseits weil Anleger an Handelsplätzen außerhalb ihres ursprünglichen Mitgliedstaates investieren können, und andererseits weil Emittenten oft ihre Aktien oder Anleihen auf einem Handelsplatz notieren, der in einem anderen Mitgliedsland liegt.

Erstes Ziel dieser Initiative ist es, ungebührlichen Verwaltungsaufwand zu beseitigen, damit KMU einen leichteren Zugang zu öffentlichen Märkten für Aktien und Anleihen haben und dadurch ihre Kapitalquellen aus der gesamten EU diversifizieren können (bei gleichzeitiger Gewährleistung eines hohen Grads an Marktintegrität und Anlegerschutz). Zweites Ziel ist es, die Liquidität der von KMU-Wachstumsmarkt-Emittenten ausgegebenen Aktien zu erhöhen. Das Erreichen dieser Ziele führt zu einer Erhöhung der grenzüberschreitenden Kapitalflüsse und letztlich zu Wirtschaftswachstum und zur Schaffung von Arbeitsplätzen in allen EU-Mitgliedsstaaten.

Administrative Anforderungen an die KMU ergeben sich aus der Anwendung der Marktmissbrauchsverordnung und der Prospektverordnung. Diese europäischen Verordnungen sind in allen Mitgliedsstaaten unmittelbar rechtsverbindlich. Sie lassen den Mitgliedsstaaten nahezu keinen Spielraum zur Anpassung der Regeln an die landesspezifischen Verhältnisse oder an die Größe der Emittenten bzw. Investmentgesellschaften. Die Probleme, die durch diese Bestimmungen auftreten, lassen sich nur über gesetzliche Änderungen auf europäischer Ebene wirksam angehen<sup>18</sup>. Die möglichen Alternativen, d.h. außergesetzliche Maßnahmen auf Unionsebene (z. B. Leitlinien der Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde und Maßnahmen auf Ebene der Mitgliedsländer) können nicht hinlänglich und effektiv das gesetzte Ziel erreichen, da sie nicht die Bestimmungen der Verordnungen ändern können.

---

<sup>18</sup> Vodafone-Fall Rechtssache Nr. C-58/08: ‚Wo eine Maßnahme auf der Grundlage des Artikels 95 EC bereits jedes Hindernis beseitigt hat, um in dem Bereich zu handeln, den er harmonisiert, kann der Gesetzgebung der Gemeinschaft nicht die Möglichkeit verwehrt werden, diese Maßnahme an veränderte Umstände oder die Entwicklung des Kenntnisstandes unter Berücksichtigung seiner Aufgabe des Schutzes der allgemeinen Interessen wie vom Vertrag anerkannt, anzupassen‘.

Die Liquidität der KMU-Finanzinstrumente (insbesondere Aktien) wird auch durch Unzulänglichkeiten in der Regulierung behindert, die von der Marktmissbrauchsverordnung stammen. Insbesondere verlangt diese Verordnung von den Mitgliedsstaaten, dass sie anerkannte Marktpraktiken einführen, damit Emittenten in ihrem Hoheitsgebiet einen Liquiditätszufuhr-Vertrag mit einem Makler abschließen können. Lediglich vier Mitgliedsstaaten haben bereits anerkannte Marktpraktiken eingeführt, was bedeutet, dass Emittenten in 24 Mitgliedsländern nicht über diese Möglichkeit verfügen. Das fragmentiert den Binnenmarkt und führt zu einer Wettbewerbsverzerrung zwischen den Emittenten, die einen Liquiditätsvertrag abschließen dürfen, und jene, die diese Möglichkeit nicht haben. Ein begrenzter Handel kann dazu führen, dass Anleger die Liquidität der an den KMU-Wachstumsmärkten notierten Aktien als negativ wahrnehmen, und die Glaubwürdigkeit und Attraktivität jener neu gegründeten Handelsplätze beeinträchtigen. Maßnahmen auf EU-Ebene sind erforderlich, um zu gewährleisten, dass die identifizierten regulatorischen Probleme, die aus den EU-Regeln resultieren, angemessen angegangen werden und die Liquidität auf diesen Märkten gesteigert werden kann.

Es muss erwogen werden, ob die Ziele durch Maßnahmen auf europäischer Ebene besser zu erreichen wären (die sogenannte ‚Prüfung des europäischen Mehrwerts‘). Die EU-Maßnahme könnte aufgrund ihres Geltungsbereichs den Verwaltungsaufwand für KMU-Emittenten verringern und gleichzeitig einheitliche Wettbewerbsbedingungen unter den Emittenten sicherstellen. Sie verhindert Wettbewerbsverzerrungen unter den KMU-Wachstumsmärkten und gewährleistet einen hohen Grad an Anlegerschutz und Marktintegrität.

Im Hinblick auf die Regulierungshindernisse, welche die Liquiditätszufuhr behindern, würden Maßnahmen auf nationaler Ebene eine rechtliche Fragmentierung verursachen und über Mitgliedsstaaten hinweg zu Wettbewerbsverzerrungen in den KMU-Wachstumsmärkten führen. Maßnahmen auf europäischer Ebene eignen sich besser, um Einheitlichkeit und Rechtssicherheit zu gewährleisten. Diese helfen, die Ziele der MiFID II-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (und insbesondere die Schaffung der KMU-Wachstumsmärkte) effizient zu erreichen, und ermöglichen auf bessere Weise grenzüberschreitende Investitionen und den Wettbewerb zwischen Börsen und gewährleisten dabei gleichzeitig das ordnungsgemäße Funktionieren der Märkte.

- **Verhältnismäßigkeit**

Die vorgeschlagenen Maßnahmen zur Entlastung der notierten KMU respektieren das Prinzip der Verhältnismäßigkeit. Sie sind für die Erreichung der Ziele angemessen und gehen dabei nicht über das Notwendige hinaus. In den Fällen, in denen die Marktmissbrauchsverordnung den Mitgliedsstaaten eine Möglichkeit bietet, die Emittenten zu entlasten (z. B. können gemäß Artikel 19(9) die nationalen zuständigen Behörden entscheiden, die Schwelle, bei deren Übertretung die Transaktionen der Manager der Öffentlichkeit offenzulegen sind, von 5.000 EUR auf 20.000 EUR anheben), hat die Kommission beschlossen, keine Gesetze zu erlassen, um den Mitgliedsstaaten die Flexibilität zu gewähren, diese Anforderung an die lokalen Verhältnisse anzupassen. Dort, wo es keine Möglichkeit gibt, die Marktmissbrauchsverordnung an die landesspezifischen Verhältnisse anzupassen, ist eine gesetzgeberische Maßnahme auf EU-Ebene absolut erforderlich, um den administrativen Aufwand für Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten zu reduzieren.

Die Maßnahme mit dem Ziel der Liquiditätsverbesserung (Schaffung einer 29. Regelung über Liquiditätsverträge für Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten – siehe detaillierte *infra*-Erklärung der spezifischen Bestimmungen des Vorschlags) schafft ein Gleichgewicht zwischen der Festlegung gesamteuropäischer Standards für Liquiditätsverträge und lässt gleichzeitig den Mitgliedsstaaten die notwendige Flexibilität, um eine anerkannte Marktpraxis

bei Liquiditätsverträgen einzuführen (z. B. die Erweiterung des Geltungsbereiches der Liquiditätsverträge auf illiquide Wertpapiere, die nicht KMU-Wachstumsmarktaktien sind, oder die Anpassung der Anforderungen solcher Verträge an lokale Eigenheiten).

- **Preis des Instruments**

Die vorgeschlagenen gesetzlichen Änderungen zielen insbesondere darauf ab, den administrativen Aufwand ebenso zu verringern wie die Compliance-Kosten, welche die Emittenten an KMU-Wachstumsmärkte zu tragen haben und die aus der Anwendung der Marktmissbrauchsverordnung und der Prospektverordnung resultieren. Diese Initiative soll auch die Liquidität fördern, indem sichergestellt wird, dass jeder Emittent an einem KMU-Wachstumsmarkt in der EU einen Liquiditätszufuhr-Vertrag abschließen kann.

Zu diesem Zweck werden die gesetzgeberischen Maßnahmen die aktuellen Bestimmungen der Marktmissbrauchsverordnung und der Prospektverordnung abändern. Da viele der notwendigen Änderungen kleine Veränderungen an den bestehenden Gesetzestexten wären, können sie in einer Omnibus-Verordnung zusammengefasst werden. Die gesetzliche Grundlage für die Verordnungen der Prospekt- und Marktmissbrauchsverordnung ist Artikel 114(1) AEUV. Jede ändernde Verordnung hat daher dieselbe Rechtsgrundlage.

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

- **Konsultation der Interessenträger**

- a) Öffentliche Konsultation zur Einrichtung eines verhältnismäßigen Regulierungsrahmens zur Vereinfachung von KMU-Notierungen

Am 18. Dezember 2017 starteten die Dienststellen der Kommission eine öffentliche Konsultation über die KMU-Notierung. Ihr Schwerpunkt lag auf drei Hauptbereichen: (1.) Wie kann das von MiFID II geschaffene Konzept des KMU-Wachstumsmarktes ergänzt werden? (2.) Wie lässt sich die Belastung für Unternehmen, die an KMU-Wachstumsmärkten notiert sind, verringern? (3.) Und wie können die Ökosysteme um die lokalen Börsen gestärkt werden, insbesondere mit Blick auf die Verbesserung der Liquidität der Aktien, die an diesen Handelsplätzen notiert sind? Die Kommission erhielt 71 Antworten von Interessenträgern aus 18 Mitgliedsstaaten<sup>19</sup>.

Auf die Frage, warum nur wenige KMU eine Notierung an den europäischen öffentlichen Märkten wünschen, gaben viele Interessenträger den administrativen Aufwand für KMU an, den die Marktmissbrauchs-, Transparenz- und Offenlegungsregeln fordern. Die Marktmissbrauchsverordnung wurde als schwierig in der Auslegung beschrieben und behindert somit die Einhaltung der europäischen Gesetzgebung durch die KMU.

Die meisten Interessenträger identifizierten auch das Transaktionssystem der Verwalter als sehr aufwändig und kostspielig und sprachen sich für eine Verlängerung der Frist zur Meldung von Transaktionen aus, für eine Erhöhung der Schwelle, nach der Transaktionen

---

<sup>19</sup> 6 öffentliche Behörden (2 Finanzministerien, 4 nationale Wettbewerbsbehörden); 18 Börsen; 35 Industrieverbände (6 für Makler, 14 für Vermögensverwalter/ Investmentbanken, 4 für Versicherer, 3 für Rechnungslegung/ Audit, 2 für Ratingagenturen, 4 für Emittenten, 1 für Altersvorsorge), 2 Nichtregierungsorganisationen, 2 Beratungsgesellschaften/ Anwaltskanzleien, 2 Förderbanken, 1 akademisches Institut; ESMA Securities Market Stakeholders Group und die Financial Services User Group. Diese Interessenträger kommen aus 18 Mitgliedsstaaten: AT, BE, CZ, DE, DK, EE, EL, ES, FI, FR, HR, IE, IT, LV, NL, PL SE, UK.

gemeldet werden müssen, und für eine Übertragung der Verantwortung für die Offenlegung der Verwaltertransaktionen gegenüber der Öffentlichkeit auf die zuständige nationale Behörde. In Bezug auf die Insiderlisten stimmte die große Mehrheit der Befragten überein, dass die Anforderungen - obgleich notwendig - aufwändig und belastend sind. Im Schnitt sprachen sie sich dafür aus, dass die Emittenten entweder Insiderlisten lediglich auf Anfrage der zuständigen nationalen Behörde einreichen oder nur eine Liste ‚ständiger Insider‘ pflegen sollten. Nur eine kleine Minderheit sprach sich für eine umfassende Befreiung der Emittenten an den KMU-Wachstumsmärkten von der Pflege von Insiderlisten aus. Von den wenigen Interessenträgern, die eine Meinung zur Begründung der Fristverlängerung zur Mitteilung der Insiderinformationen geäußert haben, sprach sich eine Mehrheit dafür aus, dass die Emittenten eine Begründung nur auf Anfrage der zuständigen nationalen Behörde einreichen und sie von der Pflicht befreit werden sollten, Aufzeichnungen zur Offenlegung zu pflegen. Betrachtet man wieder nur diejenigen, die eine Meinung geäußert haben, so war eine deutliche Mehrheit der Interessenträger für eine Befreiung der Privatplatzierung von Anleihen an KMU-Wachstumsmärkten von Marktsondierungsregeln, wenn Anleger in den Verhandlungen der Emission beteiligt sind.

Unter jenen, die eine Meinung zum Ausdruck gebracht haben, glaubt eine große Mehrheit der Befragten daran, dass Erleichterungen allen Unternehmen, die an den KMU-Wachstumsmärkten notiert sind, gewährt werden sollten. Sie argumentierten, dass das Prinzip „Ein Markt, einheitliche Regelungen“ erforderlich wäre, um Klarheit und Annahme bei Anlegern, Emittenten und Finanzintermediären gleichermaßen zu gewährleisten. Dennoch waren einige Vertreter von Handelsplätzen und Emittenten der Auffassung, dass regulatorische Erleichterungen allen KMU gewährt werden sollten, und zwar unabhängig davon, ob sie an einem multilateralen Handelssystem oder einem geregelten Markt notiert sind.

Eine Mehrheit der Interessenträger war dagegen, Regeln festzulegen, die eine Übertragung der Emittenten von einem KMU-Wachstumsmarkt zu einem regulierten Markt vorschreiben, und argumentierten stattdessen, dass der Transfer zu einem geregelten Markt dem Ermessen des Emittenten überlassen werden sollte. Dennoch waren einige der Überzeugung, dass die Transfers der Notierung durch entsprechende regulatorische Anreize erleichtert werden sollten, die darauf abzielen, den Verwaltungsaufwand und die Kosten der Notierung auf einem geregelten Markt zu verringern. Einige Interessenträger äußerten die Ansicht, dass ein solcher Anreiz in Form einer Prospektbefreiung oder eines vereinfachten Prospektes gegeben werden könnte, wenn ein Emittent von einem KMU-Wachstumsmarkt zu einem geregelten Markt wechselt. Was die Maßnahmen zur Steigerung der Liquidität angeht, so erkannten die Marktteilnehmer weitgehend die Vorteile von Liquiditätsverträgen an. Unter den Interessenträgern, die eine Meinung preisgaben, stimmte eine große Zahl überein, dass es Vorzüge hätte, ein EU-Regelwerk zu schaffen, obgleich viele auf der Notwendigkeit beharrten, die Flexibilität für solche Verträge zu erhalten, um diese an lokale Bedingungen anzupassen. Einige zuständige nationale Behörden befürchteten, dass solche Praktiken manipulativen Verhaltensweisen bei der Preissetzung Vorschub leisten könnten. Andere zuständige nationale Behörden sahen jedoch keinen Grund zur Sorge, so lange der Rahmen so kalibriert würde, dass er manipulative Verhaltensweisen wie unter den aktuell bestehenden anerkannten Marktpraktiken verhindert.

#### b) Kapitalmarktunion-Halbzeitbilanz

Am 20. Januar 2017 starteten die Dienststellen der Kommission eine öffentliche Konsultation zur Halbzeitbilanz der Kapitalmarktunion. Viele der Befragten forderten eine angemessene Überprüfung der unterschiedlichen Pflichten, die nichtfinanziellen Emittenten auferlegt werden, insbesondere den KMU. Diese Auflagen wurden als zu aufwändig erachtet und die

Befragten befürchten, dass sie diese Emittenten davon abhielten, eine Notierung zu beantragen.

Mit Blick auf den rechtlichen Rahmen, der für notierten Unternehmen gilt, kritisierten die Befragten unterschiedliche Aspekte der Marktmissbrauchsverordnung. Beispielsweise wurden Regeln bezüglich der Transaktionen der Verwalter ebenso kritisiert wie die Insiderlisten, die nach Auffassung der Befragten zu aufwändig für solche Unternehmen sind, die auf multilateralen Handelssystemen notiert sind. Die Definition der Insiderinformation galt den Befragten als zu komplex und würde ihrer Einschätzung nach zu der Gefahr einer vorweggenommenen und vorzeitigen Offenlegung von Informationen des notierten Emittenten führen. Einiger der Befragten befanden, dass der Geltungsbereich der ‚Marktsondierungsregeln‘ im Rahmen der Marktmissbrauchsverordnung zu weit gefasst ist und dass viele Marktteilnehmer sich aufgrund der zu tragenden rechtlichen Risiken nur zögerlich im Zusammenhang einer Marktsondierung überprüfen lassen würden. Andere Teilnehmer an der Befragung waren der Meinung, dass die Ausweitung der Marktmissbrauchsverordnung auf Unternehmen, die in multilateralen Handelssystemen notiert sind, den Zugang zu öffentlichen Märkten aufgrund der direkten Kosten der Überwachung und Verbreitung der Insiderinformationen verteuern würde.

c) Konsultation (Call for Evidence) EU-Rechtsvorschriften für Finanzdienstleistungen

Am 30. September 2015 starteten die Dienststellen der Kommission eine Konsultation (Call for Evidence) mit dem Ziel, die Qualität des derzeitigen Regulierungsrahmens in den Finanzdienstleistungen zu verbessern, einschließlich derer, die unmittelbar von den Kapitalmarktunions-Maßnahmen betroffen wären. In der Konsultation unterstützten die Befragten weitgehend die Reformen der Kapitalmarktverordnung. Gleichwohl brachten sie ihre Sorgen darüber zum Ausdruck, wie die Gesetzgebung zu Marktmissbrauch, Prospekt und Wertpapiermarkt die Marktfinanzierung für KMU beeinflusst.

Im Hinblick auf das Marktmissbrauchsregime und die KMU-Wachstumsmärkte argumentierten einige der Befragten, dass die Marktmissbrauchsregelungen den Emittenten in den KMU-Wachstumsmärkten eine hohe Bürde auferlegen, was schlussendlich zu einer geringeren Aktivität führen könnte und damit zu einer verringerten Finanzierung für KMU. Besondere Sorgen verursachen die Ausweitung des Umfangs der Emittentenpflichten auf Unternehmen, die auf MTFs notiert sind, wie z. B. die Bereitstellung von Insiderlisten und die Mitteilung von Verwaltertransaktionen.

• **Heranziehen von Fachwissen**

Am 14. November 2017 organisierten die Dienststellen der Kommission einen technischen Workshop mit etwa 25 Vertretern von Wertpapierbörsen aus 27 Mitgliedsstaaten. Ziel des Workshop war es, technische Bestimmungen und mögliche Erleichterungen des Regelwerks über den KMU-Zugang zu öffentlichen Märkten zu erörtern, und zwar als Vorbereitung der öffentlichen Konsultation über den „Aufbau eines angemessenen regulatorischen Umfelds zur Unterstützung der KMU-Notierung“ in 2017.

Eine Mehrheit der Teilnehmer warf ein, dass die Marktmissbrauchsverordnung kostspielige Pflichten für die KMU-Emittenten geschaffen hat und stringente Anforderungen auferlegt, und das trotz der wichtigen Rolle, die sie in Bezug auf das Anlegervertrauen spielt. Die Befragten zitierten das Wesen der Insiderinformationen und die Detailtiefe, die erforderlich ist, um solche Informationen offenzulegen, als Gründe für diese Bürde. Die Schwierigkeit, klar zu identifizieren, was als Insiderinformation zu werten ist, wurde von einigen Teilnehmern als problematisch gesehen. Einige wenige Interessenträger kritisierten, dass die

unter der Marktmissbrauchsverordnung geltenden Sanktionen nicht verhältnismäßig für die Unternehmen wären, die an multilateralen Handelssystemen notiert sind und häufig eine Marktkapitalisierung von weniger als 10 Millionen EUR haben. Hinsichtlich der Insiderlisten hoben einige Teilnehmer hervor, dass die für KMU-Wachstumsmärkte eingeführte Befreiung nicht bedeutsam wäre, da die Emittenten nach wie vor verpflichtet sind, nachträglich Insiderlisten bereitzustellen und über Prozesse verfügen, das auch zu tun. Viele Interessenträger beschwerten sich über die strengen Fristen für die Verwalter zur Meldung ihrer Transaktionen und argumentierten, dass der Zeitrahmen von drei Tagen auf fünf Tage verlängert werden oder den Emittenten zwei zusätzliche Tage zur Offenlegung dieser Informationen gewährt werden sollten. Einige von ihnen erklärten auch, dass die Transaktionen der Verwalter nur dann gemeldet werden sollten, wenn sie signifikant sind, d.h. deren Wert über dem aktuellen Schwellenwert liegt (5.000 EUR). Drei Handelsplätze stimmten auch überein, dass die Regeln der Marktmissbrauchsverordnung nicht gleiche Anwendung finden sollten für Eigenkapitalemittenten und solche Emittenten, die nur Fremdkapitalinstrumente ausgeben. Schließlich erklärte ein Teilnehmer, dass angesichts der Tatsache, dass die meisten KMU-Anleihen privat platziert werden, die Befreiung von den Regeln der Marktsondierungen für private Platzierungen eine echte Erleichterung darstellte.

Es wurde erwähnt, dass die Marktteilnehmer mehr Klarheit über Liquiditätszufuhr-Verträge begrüßen würden, da sie sowohl für Makler als auch für Unternehmen von Bedeutung sind. Einige wenige Interessenträger erklärten, dass die zulässige Marktpraxis bei der Liquiditätszufuhr nicht aufgehoben werden sollte, und machten sich bei diesem Thema für Rechtssicherheit stark.

Am 28. November 2017 organisierten die Dienststellen der Kommission auch einen technischen Workshop, bei dem etwa 30 Vertreter von Emittenten, Anlegern, Maklern und anderen Finanzintermediären zugegen waren.

Die große Mehrheit der Interessenträger stimmten überein, dass die Anwendung der Marktmissbrauchsverordnung den KMU erhebliche Kosten verursacht. Einige der Befragten schlugen vor, die Marktmissbrauchsverordnung für KMU-orientierte Märkte gänzlich aufzugeben oder die Gesetzgebung wieder auf das vorherige System der Marktmissbrauchsverordnung umzustellen, da das neue Regime oft Unternehmen dazu bewegt, ihre Aktien aus dem Markt zu nehmen. Interessenträger merkten an, dass die von der Marktmissbrauchsverordnung angebotene Befreiung von der Pflege und Aktualisierung einer Insiderliste nur begrenzten Wert hat, da ein Unternehmen nach wie vor von der zuständigen nationalen Behörde aufgefordert werden kann, eine erdrückende Menge an Informationen zu beschaffen, was für kleinere Emittenten kaum zu bewältigen ist. Einige Teilnehmer hoben hervor, dass Insiderhandel eine große Gefahr darstellt und möglicherweise das Vertrauen der Anleger untergräbt. Daher könnte die Pflege zumindest des ständigen Teils der Insiderliste als ein ausgewogener Ansatz erscheinen. Mit Blick auf die Transaktionen der Verwalter sagten viele Befragte aus, dass die Verlängerung des Drei-Tage-Zeitrahmens zur Benachrichtigung des Marktes den Anlegerschutz nicht gefährden würde. Einige wenige Interessenträger waren der Auffassung, dass eine Schwelle von 20.000 EUR für die Offenlegung der Verwaltertransaktionen angemessener wäre, obgleich diese sogar noch weiter erhöht werden könnte, ohne die Marktintegrität zu gefährden. Andere argumentierten, dass die Anforderung der zuständigen nationalen Behörde, die Verwaltertransaktion öffentlich zu machen, den Aufwand für die Emittenten verringern würde. Einige Teilnehmer brachten vor, dass die Übertragung der Notierung von einem KMU-Wachstumsmarkt auf einen geregelten Markt durch einen weniger aufwändigen Prospekt als Anreiz angeboten werden sollte.

- **Folgenabschätzung**

Dieser Vorschlag wird von einer Folgenabschätzung flankiert, die am 19. März 2018 unterbreitet und am 22. April 2018 - unter Vorbehalt - vom Ausschuss für Regulierungskontrolle (RSB) genehmigt wurde.

Der Ausschuss wünschte eine Änderung des Entwurfs der Folgenabschätzung, um folgendes zu klären: (i) Begründung der Initiative aus Subsidiaritätssicht; (ii) wie der Geltungsbereich der Initiative festgelegt wurde (hinsichtlich der beinhalteten Maßnahmen und wie die Folgenabschätzung diese Maßnahmen in Optionen gruppierte) (iii) wie die bevorzugten Optionen den Anlegerschutz beeinflussen würden. Die vom Ausschuss formulierten Kommentare wurden adressiert und in die endgültige Fassung der Folgenabschätzung integriert.

Die Folgenabschätzung analysiert verschiedene politische Optionen, um das Doppelziel zu erreichen, einerseits den administrativen Aufwand für Emittenten am KMU-Wachstumsmarkt zu verringern und die Liquidität für Eigenkapitalinstrumente zu stärken, die an diesen Handelsplätzen notiert sind, und andererseits ein hohes Maß an Anlegerschutz und Marktintegrität zu wahren.

Die Kommission führte eine Analyse der Probleme durch, welche die Versorgung mit Finanzinstrumenten an KMU-Wachstumsmärkten behindern können, und der Nachfrage nach derlei Instrumenten (insbesondere das Liquiditätsproblem, das Anleger davon abhalten könnte, in diesen Märkten zu investieren). Die Folgenabschätzung beschreibt drei Treiber, die diese Probleme erklären: 1) die regulatorische Belastung der notierten KMU, die sich aus der Anwendung der Missbrauchsverordnung ergibt; 2) die ungeeignete Definition des KMU-Wachstumsmarktes; und 3) der Mangel an Mechanismen zur Förderung des Handels und der Liquidität auf KMU-Wachstumsmärkten.

Es bleibt anzumerken, dass einige dieser Probleme aus der Anwendung von MiFID II Level 2 resultieren und in getrennten Änderungen der delegierten Verordnung 2017/565 der Kommission behandelt werden.

Die nachfolgende Tabelle bietet eine Zusammenfassung der verschiedenen Erleichterungen für Emittenten der KMU-Wachstumsmärkte (im Rahmen der Marktmissbrauchsverordnung und der Prospektverordnung) und Maßnahmen, die darauf abzielen, die Liquidität der KMU-Aktien ebenso zu stärken wie deren Auswirkung auf die relevanten Interessenträger.

<b>Bevorzugte politische Optionen</b>	<b>Auswirkungen auf relevante Märkte/ Sektoren</b>
<b>Bevorzugte Optionen im Rahmen der Marktmissbrauchsverordnung</b>	
Einführung einer neuen Frist zur Offenlegung der Verwaltertransaktionen (zwei Tage ab dem Meldungsdatum der Verwalter)	Dies würde den Verwaltungsaufwand für die KMU-Wachstumsmärkte verringern, da sichergestellt würde, dass sie ausreichend Zeit haben, um die Verwaltertransaktionen offenzulegen. Wenig oder gar keine Auswirkung sollte es auf die Marktintegrität haben, wenn der Startzeitpunkt dieser Frist verändert wird.
Pflicht zur Führung einer Liste ‚ständiger Insider‘	Dies würde den Aufwand für die Emittenten verringern, da die Kosten für das Aufsetzen einer <i>Ad-hoc</i> -Liste der Insider für jedes Stück Insiderinformation vermieden würden. Die Folgen für die Fähigkeit der zuständigen



	nationalen Behörden, Insiderhandel zu entdecken, wären minimal, da sie in der Praxis selten auf Insiderlisten zurückgreifen.
Die Begründung für verspätete Insiderinformationen soll nur auf Anfrage erfolgen (und keine Pflicht, Aufzeichnungen über die Offenlegung zu pflegen)	Dies würde den administrativen Aufwand für die Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten verringern, da sie davon freigestellt würden, eine lange Liste an Informationen zu erfassen (Offenlegungsbericht). Die Folgen für die Marktintegrität wären minimal, da die zuständigen nationalen Behörden im Falle von Verzögerungen nach wie vor benachrichtigt würden und in der Lage wären, eine Begründung anzufordern (nachträglich vom Emittenten erstellt).
Befreiung verhandelter privater Platzierungen von Anleihen mit institutionellen Anlegern vom Marktsondierungssystem, wenn ein alternatives Wall-Crossing-Verfahren gilt	Das würde den administrativen Aufwand sowohl für Emittenten (und jene, die für sie handeln) als auch für Anleger verringern und die Emission privater Platzierungen erleichtern. Ein Wall-Crossing-Verfahren würde sicherstellen, dass alle Parteien im Hinblick auf die Offenlegung von Insiderinformationen sich ihrer Verpflichtungen bewusst sind.
Schaffung eines europäischen Systems für Liquiditätszufuhr-Verträge für Emittenten in KMU-Wachstumsmärkten, und gleichzeitig den zuständigen nationalen Behörden erlauben, zulässige Marktpraktiken einzuführen	Dies würde die Liquidität erhöhen und die Volatilität der KMU-Aktien verringern, wodurch die Attraktivität der KMU-Wachstumsmärkte für Anleger, Intermediäre und Börsen steigen würde.
<b>Bevorzugte Optionen im Rahmen der Prospektverordnung</b>	
Schaffung eines vereinfachten ‚Transferprospektes‘ für Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten, die seit mindestens drei Jahren notiert sind, wenn sie eine Einstufung in geregelten Märkten wünschen	Das würde Unternehmen helfen, von einem KMU-Wachstumsmarkt zu einem geregelten Markt zu wechseln, wenn man ihnen erlaubt, einen vereinfachten Prospekt herzustellen.

In der Folgenabschätzung wird angemerkt, dass im Sinne der Konsistenz, Einfachheit und Klarheit sowohl für Anleger als auch für Emittenten die Erleichterungen im Rahmen der Marktmissbrauchsverordnung allen Unternehmen zu Gute kommen sollten, die an KMU-Wachstumsmärkten notiert sind, und nicht nur den KMU, die an jenen Handelsplätzen notiert sind.

Die Folgenabschätzung schlussfolgert, dass das vorgeschlagene Maßnahmenpaket (durch diesen Omnibusvorschlag für eine Verordnung und die anvisierten gezielten Änderungen an MiFID II Level 2) zur übergeordneten Zielsetzung der Kapitalmarktunion beitragen wird, kleineren Unternehmen den Zugang zu den Kapitalmärkten zu erleichtern. Dieses Maßnahmenpaket wird Unternehmen, die an den KMU-Wachstumsmärkten notiert sind,

helfen, indem es deren administrativen Aufwand verringert und eine verbesserte Liquidität ermöglicht. Die Folgenabschätzung unterstreicht jedoch auch, dass die in dieser Initiative enthaltenen regulatorischen Maßnahmen keine herausragende Wirkung auf die Situation kleiner Unternehmen in Bezug auf eine Notierung haben würden.

- **Effizienz der Rechtsetzung und Vereinfachung**

Diese Initiative zielt u. a. darauf ab, die Compliance-Kosten für Emittenten an den KMU-Wachstumsmärkten zu senken. Dies gilt für die anvisierten Änderungen bezüglich der Marktmissbrauchsverordnung, wodurch sich die Kosten um geschätzt zwischen 4,03 und 9,32 Millionen EUR pro Jahr verringern würden. Dies käme für jeden Emittenten einer Kostensenkung um 15-17,5 % als Ergebnis der Anwendung der Marktmissbrauchsverordnung gleich. Die Schaffung eines ‚Transferprospektes‘, mit dem Emittenten von einem KMU-Wachstumsmarkt zu einem geregelten Markt wechseln könnten, würde zu Kosteneinsparungen geschätzt zwischen 4,8 und 7,2 Millionen EUR im Jahr führen. Ein solcher ‚Transferprospekt‘ würde die zur Erstellung dieser Unterlage entstehenden Kosten um 25-28,5 % senken.

- **Grundrechte**

Zukünftige gesetzliche Maßnahmen müssen mit den entsprechenden Grundrechten im Einklang stehen, die in der Charta der Grundrechte der Europäischen Union enthalten sind. Der Vorschlag achtet die Grundrechte und befolgt die von der Charta anerkannten Grundsätze, insbesondere die unternehmerische Freiheit (Art. 16) und den Verbraucherschutz (Art. 38). Da diese Initiative darauf abzielt, den administrativen Aufwand für kleine Unternehmen zu verringern, würde sie gleichzeitig dazu beitragen, das Recht auf unternehmerische Freiheit zu verbessern. Die anvisierten Änderungen der Marktmissbrauchsverordnung und der Prospektverordnung sollten keine Auswirkung auf den Verbraucherschutz haben, da diese gezielten Änderungen so gestaltet sind, dass sie einen hohen Grad an Marktintegrität und Anlegerschutz bewahren.

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

Es ist nicht davon auszugehen, dass die Initiative nennenswerte Auswirkungen auf den Haushalt der EU haben wird.

#### **5. ANDERE ELEMENTE**

- **Umsetzungspläne und Überwachungs-, Bewertungs- und Berichterstattungsmaßnahmen**

Eine Überwachung der Folgen der neuen Verordnung wird durch die Kommission erfolgen. Die wichtigsten Parameter zur Messung der Wirksamkeit der Verordnung bei der Erreichung der genannten Ziele (d.h. Verringerung des administrativen Aufwands und Verbesserung der Qualität) werden sein:

- (1) Auswirkungen für die Emittenten an den KMU-Wachstumsmärkten und die Marktbetreiber
  - a) Anzahl der registrierten KMU-Wachstumsmärkte
  - b) Anzahl der Notierungen und Marktkapitalisierung über die KMU-Wachstumsmärkte

- c) Anzahl und Umfang der Börsengänge und erstmaligen öffentlichen Anleiheplatzierungen (IBOs) an KMU-Wachstumsmärkten
  - d) Anzahl und Umfang der europäischen KMU-Börsengänge (IPOs) und erstmaligen öffentlichen Anleiheplatzierungen (IBOs) in Drittländern
  - e) Verhältnis zwischen bankbasierten und kapitalmarktbasieren Außenfinanzierungen von KMUs
  - f) Anzahl und Summe der Privatplatzierungen notierter Anleihen bei institutionellen Anlegern
  - g) Anzahl der ‚Transferprospekte‘
- (1) Auswirkungen auf Liquidität an KMU-Wachstumsmärkten
- a) Anzahl der mit Emittenten geschlossenen Liquiditätsverträge
  - b) Transaktionsvolumina (mit der Anzahl der Notierungen pro Handelsplatz kalibriert)
  - c) Durchschnittlicher Streubesitz
  - d) Durchschnittliche Geld-Brief-Spanne der Notierungen
  - e) Durchschnittliche „At-touch“-Liquidität
  - f) Durchschnittliche Marktbuchtiefe
  - g) Durchschnittliche Zeit bis zur Auftragsausführung
  - h) Durchschnittliche tägliche Volatilität

Diese Liste der Indikatoren ist nicht vollständig und kann so erweitert werden, dass sie die Überwachung der zusätzlichen Folgen erfasst. Zusätzliche Indikatoren können beispielsweise helfen, auch die Wirksamkeit der anderen nicht-regulatorischen Maßnahmen zu messen, die Bestandteil des weiter gefassten KMU-Notierungspaket bilden. Es bleibt anzumerken, dass für keinen der Indikatoren aus der Liste konkrete quantitative Ziele dargelegt sind. Da es eine große Bandbreite an Faktoren gibt, die sich maßgeblich auf die Indikatoren auswirken, aber von dieser Initiative nicht adressiert werden, sollte die Wirksamkeit der Initiative vielmehr auf der Grundlage der Richtungsentwicklung der Indikatoren bewertet werden.

Viele der Indikatoren würden die Hilfe von und den Dateninput aus den Mitgliedsstaaten, den zuständigen nationalen Behörden, der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) und der Marktbetreiber erfordern. Dies gilt insbesondere für die Liquiditätsindikatoren.

• **Ausführliche Erläuterung einzelner Bestimmungen des Vorschlags**

- a) Änderungen der Marktmissbrauchsverordnung

*Befreiung vom Marktsondierungssystem für Privatplatzierungen von Anleihen bei qualifizierten Anlegern*

Um die Entwicklung von Privatplatzierungsmärkten für Anleihen zu stärken, schlägt die Kommission eine Änderung des Marktsondierungssystems in Artikel 11 der Marktmissbrauchsverordnung vor. Derzeit könnte eine Privatplatzierung von Anleihen bei qualifizierten Anlegern (d.h. ein öffentliches Angebot von Anleihen, der sich wie in der Prospektverordnung definiert ausschließlich an qualifizierte Anleger wendet) in den Bereich des Marktsondierungssystems fallen. Dies liegt daran, dass eine solche Emission sich möglicherweise auf die Kreditwürdigkeit eines Emittenten auswirkt, dessen Wertpapiere

(z. B. Aktien oder Anleihen) bereits an Handelsplätzen gehandelt werden können, und daher Insiderinformation darstellt.

Die technische Änderung des Artikels 11 der Marktmissbrauchsregelung zielt darauf ab, zu klären, dass die Kommunikation von Informationen an potenzielle qualifizierte Anleger, mit denen alle Bedingungen einer privat platzierten Anleihttransaktion (einschließlich der Vertragsbedingungen) verhandelt werden, nicht dem Marktsondierungssystem unterliegt. Diese Befreiung kann dann in Anspruch genommen werden, wenn (i) der Emittent, der Anleihen privat platzieren möchte, bereits Eigenkapital- oder andere Finanzinstrumente hat, die zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sind; und (ii) falls ein alternatives Wall-Crossing<sup>20</sup>-Verfahren gilt, durch den jeder potenzielle qualifizierte Anleger die rechtlichen Pflichten anerkennt, die sich aus dem Zugang zu den Insiderinformationen ergeben. Dieses alternative Wall-Crossing-Verfahren könnte die Form einer Vertraulichkeitsvereinbarung annehmen.

#### *Liquiditätszufuhr-Vertrag für Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten*

Im Rahmen der Änderungen des Artikel 13 der Marktmissbrauchsverordnung werden Emittenten an den KMU-Wachstumsmärkten die Möglichkeit haben, einen Liquiditätszufuhr-Vertrag mit einem Finanzintermediär abzuschließen, der mit der Aufgabe betraut wird, die Liquidität der Aktien des Emittenten zu verbessern. Das wird auch dann erlaubt sein, wenn die zuständige nationale Behörde, in deren Land der KMU-Wachstumsmarkt sich befindet, keine anerkannte Marktpraxis zu den Liquiditätszufuhr-Verträgen im Einklang mit Artikel 13 der Marktmissbrauchsverordnung festgelegt hat.

Die Möglichkeit muss die folgenden Bedingungen erfüllen: (i) Der Liquiditätszufuhr-Vertrag erfüllt die Bedingungen, die in Artikel 13(2) dargelegt sind und in den technischen Durchführungsstandards, die von der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde zu entwickeln sind; (ii) Der Liquiditätsgeber sollte eine im Rahmen von MiFID II zugelassene Investmentgesellschaft sein und ein Marktteilnehmer des KMU-Wachstumsmarktes, in dem der Emittent seine zum Handel zugelassenen Aktien hat; und (iii) der Marktbetreiber oder die Investmentgesellschaft, die den KMU-Wachstumsmarkt betreibt, muss über den Abschluss eines Liquiditätsvertrages informiert werden und den Geschäftsbedingungen zustimmen. Diese Bedingungen sollten zu jedem Zeitpunkt erfüllt werden und die zuständigen nationalen Behörden können ein Exemplar des Liquiditätsvertrages vom Emittenten oder von der Investmentgesellschaft anfordern, die als Liquiditätsgeber auftritt.

Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde soll mit der Aufgabe betraut werden, technische Durchführungsstandards zu entwickeln, die eine Vorlage für einen Liquiditätszufuhr-Vertrag bieten. Diese technischen Durchführungsstandards stellen die Anforderungen, die derlei Liquiditätszufuhr-Verträge zu erfüllen haben, um in allen Mitgliedsstaaten rechtskräftig zu sein.

Diese neue Bestimmung wird die Mitgliedsstaaten nicht davon abhalten, eine anerkannte Marktpraxis gemäß Artikel 13 einzuführen, um die Liquiditätszufuhr-Verträge an die lokalen Bedingungen anzupassen oder den Geltungsbereich der Liquiditätsverträge über die Emittenten an den KMU-Wachstumsmärkte hinaus zu erweitern (z. B. auf illiquide Wertpapiere, die an geregelten Märkten notiert sind).

---

<sup>20</sup> Beim Wall-Crossing wird eine Person zum „Insider“ gemacht, indem man ihr Insiderinformationen zur Verfügung stellt.

### *Rechtfertigung der Aufschiebung der Veröffentlichung von Insiderinformationen*

Ziel dieser Modifizierung des Artikels 17 der Marktmissbrauchsverordnung ist es, die Pflichten zu verringern, die den Emittenten an den KMU-Wachstumsmärkten auferlegt werden, wenn sie beschließen, die Veröffentlichung der Insiderinformationen aufzuschieben.

Nach dieser Änderung werden die Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten nach wie vor verpflichtet sein, eine solche Aufschiebung der zuständigen nationalen Behörde zu melden. Sie werden jedoch nur auf Anfrage der zuständigen nationalen Behörde (und nicht unter allen Umständen) dafür verantwortlich sein, die Gründe für die Aufschiebung zu rechtfertigen. Außerdem würden die Emittenten an den KMU-Wachstumsmärkten von der Pflicht befreit werden, die Liste mit detaillierten Informationen zu pflegen, um die Aufschiebung fortlaufend zu begründen (wie derzeit in der Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055 der Kommission dargelegt). Diese Begründung wird *nachträglich* erstellt, falls und wenn der Emittent eine Aufforderung von der zuständigen nationalen Behörde erhält.

### *Insiderlisten für KMU-Wachstumsmärkte*

Im Rahmen der Marktmissbrauchsverordnung (Artikel 18(6)) sind Emittenten an den KMU-Wachstumsmärkten von der fortlaufenden Pflege von Insiderlisten befreit, sofern (i) der Emittent alle angemessenen Vorkehrungen trifft, damit alle Personen, die Zugang zu Insiderinformationen haben, die aus den Rechts- und Verwaltungsvorschriften erwachsenden Pflichten anerkennen und sich der geltenden Sanktionen bewusst sind, und (ii) der Emittent in der Lage ist, der zuständigen Behörde auf Anfrage die Insiderliste bereitzustellen.

Diese Änderung sieht vor, die aktuelle Erleichterung, die in der Marktmissbrauchsverordnung für Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten vorgesehen ist, durch eine weniger aufwändige ‚Liste der laufenden Insider‘ zu ersetzen. Diese wäre für die KMU leichter zu erstellen und dennoch für Nachforschungen der zuständigen nationalen Behörden über Fälle von Insiderhandel weiterhin hinreichend aussagefähig. Diese Liste der ‚laufenden Insider‘ würde alle Personen beinhalten, die regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen über diesen Emittenten aufgrund ihrer Funktion beim Emittenten (wie Mitglieder von Verwaltungs-, Leitungs- und Aufsichtsgremien) oder ihrer Position haben (Führungskräfte, die Managemententscheidungen treffen können, die sich auf die zukünftigen Entwicklungen und geschäftlichen Aussichten des Emittenten auswirken, und Verwaltungspersonal mit regelmäßigem Zugang zu Insiderinformationen). Diese Erleichterung wird lediglich Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten gewährt, und zwar unbeschadet der Pflichten von Personen, die in ihrem Namen oder auf deren Rechnung handeln (wie Buchhalter, Rechtsanwälte, Ratingagenturen...), um gemäß Artikel 18 Absätze 1 bis 5 ihre eigenen Insiderlisten zu erstellen, zu aktualisieren und auf Anfrage der zuständigen Nationalen Behörde bereitzustellen.

### *Managertransaktionen von Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten*

Derzeit müssen Personen mit Führungsverantwortung und ihnen nahestehende Personen ihre Transaktionen der zuständigen nationalen Behörde und dem Emittenten innerhalb von drei Tagen nach dem Transaktionsdatum melden. Gleichzeitig muss der Emittent Informationen gegenüber dem Markt spätestens drei Tage nach der Transaktion offenlegen. Die Befragten der öffentlichen Konsultation hoben die technische Unmöglichkeit hervor, die Drei-Tages-Frist für die Meldung einzuhalten, wenn der Emittent die Information bereits spät vom Manager erhält, zumal der Drei-Tages-Zeitraum die Erklärung sowohl der Person mit Führungsverantwortung und der ihr nahestehenden Person an den Emittenten als auch des Emittenten an den Markt umfasst.

Im Rahmen dieser Änderung müssten Personen mit Führungsverantwortung und Personen, die den Emittenten der KMU-Wachstumsmärkte nahestehen, den Emittenten und die zuständige nationale Behörde innerhalb von drei Geschäftstagen benachrichtigen. Nach der Benachrichtigung durch die Person mit Führungsverantwortung und die nahestehenden Personen hat der Emittent dann zwei weitere Tage zur Verfügung, um die Information gegenüber der Öffentlichkeit offenzulegen.

b) Änderung der Prospektverordnung

*Transferprospekt*

Emittenten, die für einen bestimmten Zeitraum an einem KMU-Wachstumsmarkt notiert sind, müssen einen umfassenden Prospekt erstellen, wenn sie an einem geregelten Markt aktiv werden wollen. Dies liegt daran, dass ihnen in einer solchen Situation kein vereinfachtes Prospektschema (wie der ‚EU-Wachstumprospekt‘ oder der vereinfachte Prospekt für Zweitmissionen) zur Verfügung steht. Diese Änderung der Prospektverordnung würde einen vereinfachten ‚Transferprospekt‘ für solche Unternehmen schaffen, die seit mindestens drei Jahren an einem KMU-Wachstumsmarkt notiert sind und zu einem geregelten Markt wechseln möchten. Emittenten an einem KMU-Wachstumsmarkt unterliegen fortlaufenden Offenlegungsanforderungen im Rahmen der Marktmissbrauchsverordnung und der Regeln des KMU-Wachstumsmarktbetreibers, so wie von der Richtlinie 2014/65/EU vorgegeben. Als solche stellen sie Anlegern umfangreiche Informationen zur Verfügung. Ein Transferprospekt (auf der Grundlage des vereinfachten Prospektes für Zweitmissionen, wie von der Prospektverordnung vorgesehen) sollte daher Emittenten in einer solchen Situation zur Verfügung stehen. Dieses Prospekt würde dann zur Verfügung stehen, wenn Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten entweder (i) eine Zulassung ihrer Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt oder (ii) sowohl eine Zulassung als auch ein neues Angebot an Wertpapieren an einem geregelten Markt wollen.

2018/0165 (COD)

Vorschlag für eine

## VERORDNUNG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES

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

(Text von Bedeutung für den EWR)

DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT UND DER RAT DER EUROPÄISCHEN UNION —  
gestützt auf den Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, insbesondere auf Artikel 114,

auf Vorschlag der Europäischen Kommission,

nach Zuleitung des Entwurfs des Gesetzgebungsakts an die nationalen Parlamente,

nach Stellungnahme der Europäischen Zentralbank<sup>1</sup>,

nach Stellungnahme des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses<sup>2</sup>,

gemäß dem ordentlichen Gesetzgebungsverfahren<sup>3</sup>,

in Erwägung nachstehender Gründe:

- (1) Die Kapitalmarktunion-Initiative zielt darauf ab, die Abhängigkeit von Bankkrediten zu verringern, für alle kleineren und mittleren Unternehmen („KMU“) die Finanzierungsmöglichkeiten am Kapitalmarkt zu diversifizieren und KMU zu mehr Anleihe- und Aktienemissionen an öffentlichen Märkten zu veranlassen. In der Union niedergelassene Unternehmen, die an Handelsplätzen Kapital aufnehmen möchten, sehen sich hohen einmaligen und laufenden Offenlegungs- und Befolgungskosten gegenüber, die sie davon abhalten können, sich vordringlich um eine Zulassung zum Handel an einem Handelsplatz in der Union zu bemühen. Darüber hinaus haben die von KMU an Handelsplätzen in der Union begebenen Titel häufig mit schwächerer Liquidität und höherer Volatilität zu kämpfen, was die Kosten der Kapitalaufnahme erhöht und diese Finanzierungsquelle zu kostspielig macht.
- (2) Um kleinen und mittleren Unternehmen die Kapitalaufnahme zu erleichtern und die weitere Entwicklung spezialisierter, auf die Erfordernisse von KMU-Emittenten zugeschnittener Märkte zu fördern, wurde in der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>4</sup> eine neue Art von Handelsplatz geschaffen: die KMU-Wachstumsmärkte, die eine Unterkategorie der multilateralen Handelssysteme („MTF“) darstellen. Schon in der Richtlinie 2014/65/EU heißt es: *„Schwerpunktmäßig sollte die Aufmerksamkeit darauf gelegt werden, wie eine künftige*

---

<sup>1</sup> ABl. C [...] vom [...], S. [...].

<sup>2</sup> ABl. C ... vom ..., S. .

<sup>3</sup> Standpunkt des Europäischen Parlaments vom ... (ABl. ...) und Beschluss des Rates vom ....

<sup>4</sup> Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 349).

*Regulierung die Nutzung dieses Marktes weiter unterstützen und fördern kann, sowie dass die Verwaltungslast verringert wird und weitere Anreize für KMU geboten werden, sich der Kapitalmärkte über KMU-Wachstumsmärkte zu bedienen“.*

- (3) Doch hat sich gezeigt, dass die zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassenen Emittenten nur in relativ wenigen Punkten weniger strengen rechtlichen Anforderungen unterliegen als die zum Handel an MTFs oder geregelten Märkten zugelassenen Emittenten. Die meisten der in der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>5</sup> festgelegten Pflichten gelten für alle Emittenten gleichermaßen – unabhängig von deren Größe und davon, an welchem Handelsplatz ihre Finanzinstrumente zum Handel zugelassen sind. Diese geringe Unterscheidung zwischen Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten und MTF-Emittenten hält multilaterale Handelssysteme davon ab, eine Registrierung als KMU-Wachstumsmarkt zu beantragen, was sich an der bislang geringen Zahl der registrierten KMU-Wachstumsmärkte ablesen lässt. Um die Nutzung von KMU-Wachstumsmärkten angemessen zu fördern, sollten daher zusätzliche Erleichterungen vorgesehen werden.
- (4) Die Attraktivität der KMU-Wachstumsmärkte sollte durch weitere Senkung der Befolgungskosten und weiteren Abbau des Verwaltungsaufwands für die Emittenten an diesen Märkten erhöht werden. Um bei der Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben an geregelten Märkten die höchsten Standards zu halten, sollten die in dieser Verordnung vorgesehenen Erleichterungen ungeachtet der Tatsache, dass nicht alle KMU an KMU-Wachstumsmärkten notiert sind und nicht alle an KMU-Wachstumsmärkten notierten Unternehmen KMU sind, auf die an KMU-Wachstumsmärkten notierten Unternehmen beschränkt bleiben. Um die Profitabilität der KMU-Wachstumsmärkte u. a. durch die Liquidität der von Nicht-KMU begebenen Wertpapiere zu erhalten, darf es sich nach der Richtlinie 2014/65/EU bei maximal 50 % der zum Handel an KMU-Wachstumsmärkten zugelassenen Emittenten um andere Unternehmen als KMU handeln. Angesichts der Risiken, die es mit sich bringt, wenn die an derselben Handelsplatzkategorie, sprich an KMU-Wachstumsmärkten, notierten Emittenten unterschiedlichen Vorschriften unterliegen, sollten die in dieser Verordnung vorgesehenen Änderungen nicht auf KMU-Emittenten beschränkt sein. Um Kohärenz für Emittenten und Klarheit für Anleger zu gewährleisten, sollten die Erleichterungen bei Befolgungskosten und administrativen Anforderungen unabhängig von der Marktkapitalisierung für alle Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten gelten. Wenn für alle Emittenten die gleichen Regeln gelten, ist ebenfalls gewährleistet, dass Unternehmen nicht dafür bestraft werden, wenn sie wachsen und nicht mehr als KMU gelten können.
- (5) Nach Artikel 11 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 besteht eine Marktsondierung darin, einem oder mehreren potenziellen Anlegern vor der Ankündigung eines Geschäfts Informationen zu übermitteln, um das Interesse potenzieller Anleger an einem möglichen Geschäft und dessen Bedingungen wie seinem Umfang und seiner preislichen Gestaltung abzuschätzen. Bei einer privaten Anleiheplatzierung nehmen die Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten während der Verhandlungsphase Gespräche mit einem begrenzten Kreis potenzieller qualifizierter Anleger (im Sinne

---

<sup>5</sup> Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission (ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 1).



der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>6</sup>) auf und handeln mit diesen alle vertraglichen Bedingungen des Geschäfts aus. Bei einer Privatplatzierung dient die Übermittlung von Informationen in dieser Verhandlungsphase der Strukturierung und Komplettierung des Geschäfts, zielt aber nicht darauf ab, bei einem im Voraus feststehenden Geschäft das Interesse potenzieller Anleger abzuschätzen. Bei privaten Anleiheplatzierungen eine Marktsondierung zu verlangen, kann somit hohen Aufwand verursachen und Emittenten wie Anleger davon abhalten, zu solchen Geschäften Gespräche aufzunehmen. Um die Attraktivität privater Anleiheplatzierungen an KMU-Wachstumsmärkten zu erhöhen, sollten diese Geschäfte von der verlangten Marktsondierung ausgenommen werden, sofern eine angemessene Stillschweigevereinbarung besteht.

- (6) Durch Liquiditätsmechanismen wie Market-Making-Vereinbarungen oder Liquiditätsverträge lässt sich bei den Titeln eines Emittenten eine gewisse Liquidität erreichen. Eine Market-Making-Vereinbarung ist ein Vertrag zwischen dem Marktbetreiber und einem Dritten, bei dem Letzterer sich verpflichtet, bei bestimmten Titeln kontinuierlich für Liquidität zu sorgen, und hierfür im Gegenzug Nachlässe auf die Handelsgebühren erhält. Ein Liquiditätsvertrag ist ein Vertrag zwischen einem Emittenten und einem Dritten, bei dem Letzterer sich verpflichtet, im Namen des Emittenten Liquidität für die Titel bereitzustellen. Damit die Marktintegrität uneingeschränkt gewahrt bleibt, sollten Liquiditätsverträge unter einer Reihe von Bedingungen unionsweit von allen Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten geschlossen werden können. Nicht alle zuständigen Behörden haben gemäß Artikel 13 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 für Liquiditätsverträge zulässige Marktpraktiken festgelegt, sodass derzeit nicht alle Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten in der Union auf Liquiditätsregelungen zurückgreifen können. Dies kann die Entwicklung von KMU-Wachstumsmärkten behindern. Aus diesem Grund sollte ein Unionsrahmen geschaffen werden, der es Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten ermöglicht, mit einem Liquiditätsgeber in einem anderen Mitgliedstaat einen Liquiditätsvertrag zu schließen, wenn auf nationaler Ebene keine zulässige Marktpraxis festgelegt wurde. Allerdings sollte der Unionsrahmen für Liquiditätsverträge an KMU-Wachstumsmärkten bestehende oder künftige zulässige Marktpraktiken nicht ersetzen, sondern eher ergänzen. Die zuständigen Behörden sollten weiterhin die Möglichkeit haben, für Liquiditätsverträge zulässige Marktpraktiken festzulegen, um deren Konditionen an lokale Gegebenheiten anzupassen oder sie über die KMU-Wachstumsmärkte hinaus auf andere nicht liquide Wertpapiere auszuweiten.
- (7) Um eine einheitliche Anwendung des in Erwägungsgrund 6 genannten Unionsrahmens für Liquiditätsverträge zu gewährleisten, sollte der Kommission in der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 die Befugnis übertragen werden, von der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) erarbeitete Durchführungsstandards zu erlassen, in denen ein Muster für einen solchen Liquiditätsvertrag festgelegt wird. Diese technischen Durchführungsstandards sollten von der Kommission in Form von Durchführungsrechtsakten im Sinne von Artikel 291 AEUV gemäß Artikel 15 der

---

<sup>6</sup> Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG (ABl. L 168 vom 30.6.2017, S. 12).

Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>7</sup> erlassen werden.

- (8) Nach Artikel 17 Absatz 4 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 können Emittenten beschließen, die Offenlegung von Insiderinformationen aufzuschieben, wenn diese geeignet wären, ihre legitimen Interessen zu beeinträchtigen. Allerdings müssen die Emittenten dies der zuständigen Behörde mitteilen und die Gründe für ihre Entscheidung nennen. Die Vorgabe, wonach Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten ihre Entscheidung zur Aufschiebung der Offenlegung schriftlich begründen müssen, kann für diese eine Belastung darstellen. Es wird die Auffassung vertreten, dass eine Lockerung dieser Vorschrift für Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten, bei der diese lediglich auf Verlangen der zuständigen Behörde die Gründe für einen solchen Aufschub nennen müssten, die Fähigkeit der zuständigen Behörde, die Offenlegung von Insiderinformationen zu überwachen, nicht wesentlich beeinträchtigen, den Verwaltungsaufwand für die Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten aber erheblich verringern dürfte; allerdings müssten die zuständigen Behörden in einem solchen Fall nach wie vor über den beschlossenen Aufschub in Kenntnis gesetzt werden und für den Fall, dass sie hinsichtlich dieser Entscheidung Zweifel hegen, eine Untersuchung einleiten können.
- (9) Die in Artikel 18 Absatz 6 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 vorgesehene gelockerte Anforderung, wonach Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten eine Insiderliste nur auf Verlangen der zuständigen Behörde erstellen müssen, zeigt in der Praxis nur begrenzt Wirkung, da bei diesen Emittenten immer noch die Personen überwacht werden, die im Kontext laufender Projekte als Insider eingestuft werden können. Anstelle dieser gelockerten Anforderung sollten die Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten deshalb die Möglichkeit erhalten, nur für ständige Insider eine Liste zu führen, auf die Personen gesetzt werden sollten, die aufgrund ihrer Position oder Funktion beim Emittenten allzeit auf Insiderinformationen zugreifen können.
- (10) Nach Artikel 19 Absatz 3 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 müssen Emittenten Geschäfte, die von Personen mit Führungsaufgaben oder eng mit diesen verbundenen Personen getätigt werden, innerhalb von drei Tagen nach dem Geschäft öffentlich machen. Innerhalb der gleichen Frist müssen Personen mit Führungsaufgaben und eng mit diesen verbundene Personen ihre Geschäfte an den Emittenten melden. Setzen Personen mit Führungsaufgaben oder eng mit diesen verbundene Personen Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten spät über ihre Geschäfte in Kenntnis, ist es für diese Emittenten technisch schwierig, die Dreitagesfrist einzuhalten, was mit Haftungsproblemen verbunden sein kann. Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten sollten Geschäfte deshalb innerhalb von zwei Tagen, nachdem sie von Personen mit Führungsaufgaben oder eng mit diesen verbundenen Personen gemeldet wurden, offenlegen dürfen.
- (11) KMU-Wachstumsmärkte sollten bei der Unternehmensentwicklung von Emittenten nicht als letzte Stufe betrachtet werden und es erfolgreichen Unternehmen ermöglichen, zu wachsen und eines Tages an einen geregelten Markt zu wechseln, um dort auf höhere Liquidität und einen größeren Investorenpool zurückgreifen zu können. Um den Wechsel von einem KMU-Wachstumsmarkt an einen geregelten

---

<sup>7</sup> Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission (ABl. L 331 vom 15.12.2010, S. 84).

Markt zu erleichtern, sollten wachsende Unternehmen für die Zulassung an einem geregelten Markt die in Artikel 14 der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates dargelegte vereinfachte Offenlegungsregelung in Anspruch nehmen können, sofern diese Unternehmen schon mindestens drei Jahre lang zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sind. Dieser Zeitraum dürfte es den Emittenten ermöglichen, eine ausreichende Bilanz vorzuweisen und dem Markt Informationen über ihre finanzielle Leistungsfähigkeit und die Berichtspflichten im Rahmen der Richtlinie 2014/65/EU vorzulegen.

- (12) Nach der Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>8</sup> müssen die Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten keine Abschlüsse nach den International Financial Reporting Standards vorlegen. Um eine Abweichung von den Standards an geregelten Märkten zu vermeiden, sollten Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten, die für einen Wechsel zu einem geregelten Markt die vereinfachte Offenlegungsregelung nutzen möchten, ihren jüngsten Abschluss samt der Vergleichsinformationen für das Vorjahr jedoch nach der genannten Verordnung erstellen.
- (13) Die Verordnungen (EU) Nr. 596/2014 und (EU) Nr. 2017/1129 sollten daher entsprechend geändert werden.
- (14) Um den etablierten Betreibern von KMU-Wachstumsmärkten genügend Zeit für die Anpassung ihrer Regularien zu geben, sollten der Geltungsbeginn der in dieser Verordnung vorgesehenen Änderungen sechs Monate nach Inkrafttreten dieser Verordnung liegen –

HABEN FOLGENDE VERORDNUNG ERLASSEN:

*Artikel 1*

*Änderung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014*

Die Verordnung (EU) Nr. 596/2014 wird wie folgt geändert:

1. In Artikel 11 wird folgender Absatz 1a eingefügt:

„(1a) Richtet sich eine Zeichnungsofferte für ein Wertpapier ausschließlich an qualifizierte Anleger im Sinne von Artikel 2 Buchstabe e der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates\*, so ist es weder als Marktsondierung noch als unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen zu betrachten, wenn ein Emittent, dessen Finanzinstrumente zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sind, diesen qualifizierten Anlegern zwecks Aushandlung der vertraglichen Bedingungen ihrer Beteiligung an einer Anleiheemission Informationen übermittelt. Dieser Emittent stellt sicher, dass die qualifizierten Anleger, die diese Informationen erhalten, über die aus den Rechts- und Verwaltungsvorschriften erwachsenden Pflichten auf dem Laufenden sind und diese schriftlich anerkennen und sich der Sanktionen bewusst sind, die bei Insidergeschäften und der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen Anwendung finden.“

---

<sup>8</sup> Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. Juli 2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards (ABl. L 243 vom 11.9.2002, S. 1).

---

\* Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG (ABl. L 168 vom 30.6.2017, S. 12).“;

2. In Artikel 13 werden die folgenden Absätze 12 und 13 eingefügt:

„(12) Ein Emittent, dessen Finanzinstrumente zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sind, darf für seine Aktien einen Liquiditätsvertrag schließen, wenn alle folgenden Voraussetzungen erfüllt sind:

- a) Die Bedingungen des Liquiditätsvertrags entsprechen den in Artikel 13 Absatz 2 und den in der Delegierten Verordnung (EU) 2016/908\*\* festgelegten Kriterien;
- b) der Liquiditätsvertrag wird gemäß dem in Absatz 13 genannten Muster erstellt;
- c) der Liquiditätsgeber wurde von der zuständigen Behörde gemäß der Richtlinie 2014/65/EU ordnungsgemäß zugelassen und ist beim Marktbetreiber oder der Wertpapierfirma, die den KMU-Wachstumsmarkt betreibt, als Marktteilnehmer registriert;
- d) der Marktbetreiber oder die Wertpapierfirma, die den KMU-Wachstumsmarkt betreibt, bestätigt dem Emittenten gegenüber schriftlich, eine Kopie des Liquiditätsvertrags erhalten zu haben und den Bedingungen dieses Vertrags zuzustimmen.

Der in Unterabsatz 1 genannte Emittent kann jederzeit nachweisen, dass die Bedingungen, unter denen der Vertrag geschlossen wurde, allzeit erfüllt sind. Dieser Emittent und die Wertpapierfirma, die den KMU-Wachstumsmarkt betreibt, legen den jeweils zuständigen Behörden auf Verlangen eine Kopie des Liquiditätsvertrags vor.

(13) Um für die Anwendung des Absatzes 12 einheitliche Bedingungen zu gewährleisten, arbeitet die ESMA einen Entwurf technischer Durchführungsstandards aus, in denen das für den Abschluss eines Liquiditätsvertrags zu verwendende Vertragsmuster festgelegt wird, damit die Erfüllung der in Artikel 13 genannten Voraussetzungen gewährleistet ist. Diesen Entwurf legt die ESMA der Kommission bis zum [...] vor. Der Kommission wird die Befugnis übertragen, die in Unterabsatz 1 genannten technischen Durchführungsstandards gemäß Artikel 15 der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 zu erlassen.

---

\*\* Delegierte Verordnung (EU) 2016/908 der Kommission vom 26. Februar 2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für die Kriterien, das Verfahren und die Anforderungen für die Festlegung einer zulässigen Marktpraxis und die Anforderungen an ihre Beibehaltung, Beendigung oder Änderung der Bedingungen für ihre Zulässigkeit (ABl. L 153 vom 10.6.2016, S. 3).“;

3. In Artikel 17 Absatz 4 wird folgender Unterabsatz angefügt:

„Hat ein Emittent, dessen Finanzinstrumente zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sind, beschlossen, die Veröffentlichung von Insiderinformationen aufzuschieben, so setzt er die zuständige Behörde über diesen Beschluss in Kenntnis. Die Gründe für diese Entscheidung müssen nur auf

Verlangen der gemäß Absatz 3 festgelegten zuständigen Behörde angegeben werden. Diese Behörde darf vom Emittenten nicht verlangen, dass er über diese Gründe Aufzeichnungen führt.“;

4. Artikel 18 Absatz 6 erhält folgende Fassung:

„(6) Emittenten, deren Finanzinstrumente zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sind, dürfen ihre Insiderlisten auf Personen beschränken, die aufgrund der Art ihrer Funktion oder Position beim Emittenten stets auf Insiderinformationen zugreifen können. Die in den Absätzen 1 bis 5 festgelegten Anforderungen gelten auch für jede Person, die im Namen oder auf Rechnung eines zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassenen Emittenten handelt.

Diese Liste ist der zuständigen Behörde auf Verlangen vorzulegen.“;

5. In Artikel 19 Absatz 3 Unterabsatz 1 wird folgender Satz angefügt:

„Emittenten, deren Finanzinstrumente zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sind, haben nach Erhalt einer in Absatz 1 genannten Mitteilung zwei Geschäftstage Zeit, um die darin enthaltenen Informationen zu veröffentlichen.“.

## *Artikel 2*

### *Änderung der Verordnung (EU) Nr. 2017/1129*

Artikel 14 der Verordnung (EU) 2017/1129 wird wie folgt geändert:

1. In Absatz 1 Unterabsatz 1 wird folgender Buchstabe d angefügt:

„d) Emittenten, die seit mindestens drei Jahren zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sind und die die Zulassung bestehender oder neuer Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt beantragen.“;

2. In Absatz 2 Unterabsatz 2 wird folgender Satz angefügt:

„Die in Absatz 1 Unterabsatz 1 Buchstabe d genannten Emittenten erstellen ihren letzten Abschluss, der auch die im vereinfachten Prospekt enthaltenen Vergleichsinformationen für das Vorjahr umfasst, nach den durch die Verordnung (EG) Nr. 1606/2002\*\*\* in das Unionsrecht übernommenen International Financial Reporting Standards.

---

\*\*\* Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. Juli 2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards (ABl. L 243 vom 11.9.2002, S. 1).“.

## *Artikel 3*

### *Inkrafttreten und Anwendung*

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

Sie gilt ab dem [sechs Monate nach Inkrafttreten].

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

Geschehen zu Brüssel am [...]

*Im Namen des Europäischen Parlaments  
Der Präsident*

*Im Namen des Rates  
Der Präsident*