



LAW CORNER

Von Ingo Wegerich,
Präsident,
Interessenverband kleiner und mittlerer Unternehmen e.V. (Kapitalmarkt KMU)
Partner,
Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH

Von der EU-Kommission vorgeschlagene Erleichterungen bei der Marktmissbrauchsverordnung für KMU

Seit ihrem Inkrafttreten am 1. Juli 2016 ist die Marktmissbrauchsverordnung auf Freiverkehrsemissionen erweitert worden. Auch Freiverkehrsemissionen sind damit allgemein verpflichtet, Insiderinformationen so bald wie möglich der Öffentlichkeit gegenüber offenzulegen. Sie müssen Insiderlisten führen und Eigen-geschäfte von Führungskräften veröffentlichen.

KMU-Wachstumsmarkt

Bei der Marktmissbrauchsverordnung handelt es sich um eine Universalrichtlinie. Nahezu alle ihre Anforderungen gelten gleichermaßen für alle Emittenten, und zwar unabhängig von ihrer Größe oder den Handelsplätzen. Die Verordnung sieht lediglich zwei begrenzte Anpassungen an die Emittenten vor, die in sog. KMU-Wachstumsmärkten notiert sind.

KMU-Wachstumsmärkte stellen eine neue Kategorie von multilateralen Handelsplätzen (MTFs) dar, die im Januar 2018 eingeführt wurde (MTFs sind beispielsweise Freiverkehrse). So dürfen an einem KMU-Wachstumsmarkt notierte Emittenten Insiderinformationen auf der Website des Handelsplatzes anzeigen (anstatt auf der Website des Emittenten) und müssen unter bestimmten Voraussetzungen Insiderverzeichnisse lediglich auf Anfrage der zuständigen nationalen Behörde erstellen.

Der Betreiber eines MTF kann diesen bei der BaFin als KMU-Wachstumsmarkt registrieren lassen, wenn bestimmte Anforderungen erfüllt sind. So müssen beispielsweise mindestens 50% der Emittenten kleine und mittlere Unternehmen (KMU) sein. In Deutschland ist derzeit kein KMU-Wachstumsmarkt registriert. Die Deutsche Börse prüft gegenwärtig die Registrierung ihres Scale-Segmentes als KMU-Wachstumsmarkt.

Am 28. November 2017 organisierte die Europäische Kommission einen technischen Workshop in Brüssel, bei dem etwa 30 Vertreter von Emittenten, Anlegern, Maklern und anderen Finanzintermediären zugegen waren. Der Verfasser des Artikels war der einzige Vertreter aus Deutschland. Gegenstand des Workshops war der Abbau der regulatorischen Hürden für das Listing von KMU und damit insbesondere die Folgen der Marktmissbrauchsverordnung für die kleinen und mittleren Emittenten.

Am 28. Dezember 2017 startete die Kommission eine „öffentliche Konsultation über die Schaffung eines verhältnismäßigen Regulierungsrahmens zur Erleichterung von KMU-Notierungen“. An dieser Konsultation nahm auch der Interessenverband Kapitalmarkt KMU als einer von wenigen Vertretern aus Deutschland teil. Die Stellungnahme des Verbandes kann abgerufen werden unter: www.kapitalmarkt-kmu.de/stellungnahmen

Vielzahl von Erleichterungen für KMU

Seit dem 25. Mai 2018 wird von der Europäischen Kommission ein Vorschlag für eine Verordnung zur Förderung der Nutzung von KMU-Wachstumsmärkten konsultiert – die Konsultation läuft noch bis zum 25. Juli 2018.

Die Konsultation ist auf der Website der EU-Kommission einsehbar.

An dieser Konsultation wird sich auch der Interessenverband Kapitalmarkt KMU wieder beteiligen. Der neue Verordnungsentwurf sieht u.a. die folgenden Erleichterungen für KMU-Wachstumsmärkte vor:

- **Erleichterungen bei Directors' Dealings** (Eigengeschäften von Führungskräften)
Hiernach soll der Emittent nach Erhalt der Meldung durch die Führungskraft oder die in enger Beziehung zu ihr stehende Person zwei weitere Geschäftstage Zeit haben, um die Meldung zu veröffentlichen (bisher liefen die Fristen parallel, so dass, wenn die meldepflichtige Person erst am dritten Tag nach dem Geschäft meldete, der Emittent unverzüglich, noch am selben Tag veröffentlichen musste)
- **Beschränkung der Insiderliste** auf permanente Insider
Hiernach ist keine Insiderliste mehr zu führen im Hinblick auf geschäftsspezifische oder ereignisbasierte Insiderinformation
- **Erleichterungen** bei der Aufschiebung von Insiderinformationen
- **Befreiung** verhandelter privater Platzierungen von Anleihen mit institutionellen Anlegern vom Marktsondierungssystem und von der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen, wenn ein alternatives Wall-Crossing-Verfahren gilt
- **Schaffung eines vereinfachten „Transferprospektes“** für Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten, die seit mindestens drei Jahren notiert sind, wenn sie eine Einstufung in geregelten Märkten wünschen
- **Schaffung eines europäischen Systems** für Liquiditätszufuhr-Verträge für Emittenten in KMU-Wachstumsmärkten
- **Beispiel Deutschland:** An der Frankfurter Wertpapierbörse sind viele hundert KMU gelistet. Der von der Deutsche Börse AG designierte KMU-Wachstumsmarkt Scale umfasst lediglich 50 Aktienemittenten. Für dieses Segment sieht die Deutsche Börse AG eine Reihe zusätzlicher Einbeziehungsvoraussetzungen (u.a. Research Report, Einhaltung von Key Performance Indikatoren bei Anleiheemittenten) vor. Insbesondere kleinere Unternehmen erfüllen diese Voraussetzungen nicht und können nicht von den Erleichterungen des KMU-Wachstumsmarkts profitieren. Hinzu kommt, dass Einbeziehungs- und Notierungsentgelte des Qualitätssegmentes um ein Vielfaches höher sind als im allgemeinen Freiverkehr und sogar teurer als im regulierten Markt
- **Forderung des Interessenverbands:** Die Erleichterungen für KMU sollten an den KMU-Begriff gekoppelt werden und nicht an einen KMU-Wachstumsmarkt, der von der Börse noch registriert werden muss

KMU-Wachstumsmarktkonzept der EU-Kommission geht ins Leere

Da in Deutschland derzeit kein MTF als KMU-Wachstumsmarkt registriert ist, würde in Deutschland nach jetzigem Stand kein einziges KMU von den Erleichterungen für KMU auf europäischer Ebene profitieren. Das sagt eigentlich alles über die Sinnhaftigkeit dieser Regelung aus.

Berechtigte Kritik des Interessenverbandes Kapitalmarkt KMU

So sehr Erleichterungen für KMU von der Marktmissbrauchsverordnung zu begrüßen sind, wird vom Interessenverband Kapitalmarkt KMU zu Recht Folgendes kritisiert:

- Erleichterungen für KMU sind **an den Begriff des KMU-Wachstumsmarkts gebunden**. Die Voraussetzung für einen KMU-Wachstumsmarkt ist jedoch die Registrierung seitens des Segments der Börse als KMU-Wachstumsmarkt. Stellt die Börse in ihrem Land keinen Registrierungsantrag, laufen alle geplanten Erleichterungen für KMU in diesem Land völlig ins Leere

Werden Sie Teil unserer Initiative!

„Werden Sie Teil unserer Initiative. Das Gewicht des Interessenverbandes ist natürlich umso größer und seine Stimme findet umso mehr Gehör, je mehr Mitglieder dem Verband angehören. Besuchen Sie auf unsere Website, laden Sie das Beitrittsformular herunter und treten Sie dem Verband bei – es geht um ein gemeinsames Anliegen: den kapitalmarktorientierten Mittelstand.“

**Informationen über den
Interessenverband Kapitalmarkt KMU
erhalten Sie auf seiner Webpräsenz**