



*Europäischer Wirtschafts- und Sozialausschuss*

**INT/856**

**Kleine börsennotierte Unternehmen**

## **STELLUNGNAHME**

Europäischer Wirtschafts- und Sozialausschuss

**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 – 2018/0165 (COD)]

Berichterstatter: **Mihai IVAȘCU**

Befassung	Europäisches Parlament, 11/06/2018 Rat, 21/06/2018
Rechtsgrundlage	Artikel 114 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union
Zuständige Fachgruppe	Fachgruppe Binnenmarkt, Produktion, Verbrauch
Annahme in der Fachgruppe	04/09/2018
Verabschiedung auf der Plenartagung	19/09/2018
Plenartagung Nr.	537
Ergebnis der Abstimmung (Ja-Stimmen/Nein-Stimmen/Enthaltungen)	196/1/1

## 1. Schlussfolgerungen und Empfehlungen

- 1.1 Der Europäische Wirtschafts- und Sozialausschuss (EWSA) unterstützt den Vorschlag der Kommission, Kapitalmärkte zu einer glaubwürdigen Finanzierungsalternative zu machen, und ist der Ansicht, dass ein Gleichgewicht zwischen den drei Hauptzielen des Vorschlags gefunden werden sollte: das Wachstum der KMU-Märkte anzukurbeln, Hindernisse zu beseitigen und das Liquiditätsniveau zu erhöhen. Die Europäische Kommission darf nicht überregulieren, sondern sollte Barrieren in einer Höhe beibehalten, die unvorbereitete Unternehmen entmutigen wird.
- 1.2 Der EWSA ist der Überzeugung, dass der derzeitige Vorschlag zwar ein Schritt in die richtige Richtung ist, aber nicht ausreicht, um die bestehenden Barrieren auf den KMU-Wachstumsmärkten abzubauen. Ein ganzheitlicher Ansatz ist zwar notwendig, aber jeder einzelne Schritt muss in sich stimmig sein.
- 1.3 Im Vergleich zu den USA setzen in der EU nach wie vor viel mehr Unternehmen auf Bankkredite als Finanzierungsmöglichkeit und nehmen dabei oft erhebliche Mehrkosten in Kauf. Bessere Finanzkenntnisse sind erforderlich, da die öffentlichen Märkte der EU Schwierigkeiten haben, neue Emittenten zu finden, und die Anzahl der Börsengänge nicht wesentlich gestiegen ist.
- 1.4 Der EWSA hält an seinem früheren Standpunkt fest, wonach die mangelnde Kommunikation<sup>1</sup> und das bürokratische Vorgehen<sup>2</sup> erhebliche Barrieren darstellen und viel mehr unternommen werden muss, um diese Hindernisse zu überwinden. Die Kommunikation aus Brüssel sollte stets an das Ende der Kette – die KMU selbst – gerichtet sein, indem KMU-Verbände, Sozialpartner, Handelskammern usw. einbezogen werden.
- 1.5 Der Vorschlag, dass KMU nur Listen ständiger Insider zu führen haben, sowie die vorgeschlagene Verlängerung der Frist zur Offenlegung von Managertransaktionen um zwei Tage werden sehr begrüßt. Diesbezüglich kann der EWSA nur empfehlen, dass die Kommission weitere Methoden prüft, um den Aufwand von den KMU auf andere Akteure wie die zuständigen nationalen Behörden zu verlagern.
- 1.6 Der vereinfachte Prospekt stellt in der Tat eine erhebliche Verringerung des Aufwands dar. Der EWSA vertritt jedoch die Ansicht, dass weitere Möglichkeiten geprüft werden sollten, um den Transferprospekt bei Unternehmen, die ihre Reife bewiesen haben, indem sie eine signifikante Anzahl von Jahren an KMU-Wachstumsmärkten notiert sind, nach und nach zu vereinfachen.
- 1.7 Der EWSA befürwortet die vorgeschlagenen Änderungen des Marktsondierungssystems und möchte vor übermäßig detaillierten und/oder präskriptiven Begründungsanforderungen seitens der zuständigen nationalen Behörden warnen.

---

<sup>1</sup> [ABI. C 345 vom 13.10.2017, S. 15.](#)

<sup>2</sup> [ABI. C 345 vom 13.10.2017, S. 15.](#)

- 1.8 Der EWSA rät der Kommission, die Möglichkeit zu prüfen, institutionelle Anleger wie private Pensionsfonds dafür zu gewinnen, auf diesen KMU-Wachstumsmärkten zu investieren, indem sie Anreize insbesondere in Bezug auf die steuerliche Behandlung schafft. Die Mitgliedstaaten sollten weitere Möglichkeiten wie attraktive Systeme zur Investitionsförderung auf nationaler Ebene sondieren.
- 1.9 Die Liquiditätsverträge werden besonders begrüßt, vor allem für die unterentwickelten Märkte. Der EWSA ist der Auffassung, dass die von der Europäischen Kommission zusätzlich zu den nationalen Rechtsvorschriften geschaffene 29. Regelung über Liquiditätsverträge Emittenten eine weitere Option bieten wird.
- 1.10 Der EWSA möchte darauf hinweisen, dass eine gründliche und regelmäßige Folgenabschätzung erforderlich ist. Jährliche Folgenabschätzungen könnten bei künftigen Änderungen des regulatorischen Rahmens wertvolle Informationen bieten.

## **2. Der Vorschlag der Europäischen Kommission**

- 2.1 Dieser Vorschlag für eine Verordnung ist Teil der Agenda zur Kapitalmarktunion und konzentriert sich auf spezifische Änderungen an der Funktionsweise der KMU-Wachstumsmärkte, die seit Januar 2018 geregelt werden. Die EU hat erhebliche Fortschritte hinsichtlich 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. Zusammen mit dem Europäischen Investitionsfonds hat die Kommission auch ein gesamteuropäisches Risikokapitaldachfonds-Programm (VentureEU) gestartet.
- 2.2 Das Hauptziel des Vorschlags besteht darin, kleinen und mittleren Unternehmen die Notierung sowie die Nutzung von Kapitalmärkten zur Finanzierung ihres Wachstums zu erleichtern. Mit dem Vorschlag wird der ursprüngliche Rahmen einer Feinabstimmung unterzogen, die einen Schritt in Richtung einer verbesserten und wirksameren Verordnung darstellt.
- 2.3 Der Vorschlag soll für alle an den KMU-Wachstumsmärkten notierten Unternehmen gelten, unabhängig davon, ob es sich um KMU handelt. Damit wird erstens sichergestellt, dass schnell wachsende Unternehmen nicht für ihre gute Wirtschaftsleistung bestraft werden, und zweitens, dass diese Märkte in der Lage sein werden, auch große Unternehmen anzuziehen. Die Kommission geht mit der Einführung dieser neuen Regeln davon aus, dass sich mehr multilaterale Handelssysteme (MTF) als KMU-Wachstumsmärkte registrieren (bislang haben dies nur 3 von 40 getan).
- 2.4 Der Vorschlag beinhaltet Erleichterungen, mit denen:
  - der Aufwand für KMU in Bezug auf Aufzeichnungs- und Offenlegungspflichten verringert würde, wobei die Marktintegrität und ein umfassender Informationsfluss an Anleger gewahrt bleibt;

- gemeinsame Regeln für Liquiditätsverträge auf den KMU-Wachstumsmärkten geschaffen würden und eine Steigerung der Liquidität von Aktien ermöglicht würde;
- Anlegern beim Versuch, an einen geregelten Markt zu wechseln, die Erstellung eines vereinfachten Prospekts ermöglicht würde (eine neue Kategorie von Transferprospekt wird Anlegern, die mindestens drei Jahre notiert sind, einen einfacheren Wechsel und Zugang zu den Hauptbörsen ermöglichen, und so auf eine bessere Liquidität und größere Zahl von Anlegern abzielen).

### 3. Allgemeine Bemerkungen

- 3.1 KMU machen 99,8 % aller nichtfinanziellen Unternehmen in der EU aus, sind mit 58 % an der gesamten Wertschöpfung beteiligt und beschäftigen mehr als 90 Millionen Menschen. Dennoch gehen jedes Jahr etwa 200 000 KMU in Konkurs, wovon mehr als 1,7 Millionen Arbeitnehmer betroffen sind.<sup>3</sup>
- 3.2 Laut EIB-Investitionsbericht 2016/2017 hängen KMU bei Investitionen in der Regel von internen Mitteln ab (über 60 %).<sup>4</sup> Der Rest besteht größtenteils aus Bankinstrumenten. Das Potenzial marktgestützter Finanzmittel wird nicht ausgeschöpft. Der EWSA ist überzeugt, dass eine diesbezügliche Steigerung von wesentlicher Bedeutung für innovative Unternehmen oder Unternehmen mit einem hohen Risiko- und Ertragsprofil ist.

Tabelle 1. Quelle der Investitionsfinanzierung im letzten Geschäftsjahr, EU der 28:<sup>5</sup>

	Micro %	Small %	Medium %	Large %
Internal funds or retained earnings	71	64	59	57
External finance	28	35	38	38
Bank loans	60	60	57	54
Other bank finance	11	8	10	11
Leasing	18	23	24	23
Factoring	2	3	3	4
Loans from family/friends	4	2	1	1
Grants	4	3	4	3
Bonds	0	0	1	4
Equity	0	0	0	1
Other	1	1	1	1
Intra-group funding	0	1	3	5

Note: All firms who invested in the last financial year (excluding don't know/refused responses).

<sup>3</sup> [Marcin Szczepanski, „Das Wachstum europäischer KMU fördern: Start-up- und Scale-up-Initiativen für Unternehmensprojekte in der EU“.](#)

<sup>4</sup> [„EIBIS 2016/2017: Surveying Corporate Investment Activities, Needs and Financing in the EU“, Europäische Investitionsbank, 2017.](#)

<sup>5</sup> [Apostolos Thomadakis, „Developing EU Capital Markets for SMEs: Mission impossible?“, ECMI Commentary No. 46, 4 September 2017.](#)

- 3.3 Der EWSA möchte darauf hinweisen, dass KMU zögern, Mittel auf den Kapitalmärkten aufzunehmen und dafür bereit sind, die erhöhten Kosten einer Finanzierung über Bankkredite zu tragen. Diese kulturelle Besonderheit ist einer der wichtigsten Unterscheidungsfaktoren im Vergleich zu den erfolgreicheren Kapitalmärkten der USA und zur geringeren Abhängigkeit amerikanischer Unternehmen von Bankkrediten. Erweiterte Finanzkenntnisse sind von zentraler Bedeutung.
- 3.4 In anderen Stellungnahmen hat der EWSA bereits erwähnt, „dass ein bürokratisches Vorgehen und komplexe Verwaltungsvorschriften bei der KMU-Politik der EU und bei den derzeitigen Fördermaßnahmen nach wie vor vorherrschend sind, obwohl auf EU-Ebene kontinuierliche Anstrengungen zur Minimierung des Verwaltungsaufwands unternommen werden“<sup>6</sup>.
- 3.5 Der EWSA hat schon früher seine Unterstützung für andere Vorschläge bekundet, die darauf abzielen, den Verwaltungsaufwand bei der Prospekterstellung für alle Emittenten zu verringern, insbesondere für KMU, Daueremittenten von Wertpapieren und Sekundäremissionen.<sup>7</sup> Des Weiteren hat der EWSA erklärt: „Während Bankkredite die Realität prägen, ist der Zugang zu Beteiligungskapital als Finanzinstrument ebenso notwendig, in Europa indes aufgrund benachteiligender Steuerregelungen, mangelnder Beteiligungskapitalkultur, geringen Finanzwissens und fragmentierter Insolvenzregelungen nicht ausreichend entwickelt“.<sup>8</sup>
- 3.6 Der EWSA befürwortet die Initiative der Europäischen Kommission, den Verwaltungsaufwand für KMU zu verringern und ihnen einen einfacheren Zugang zu Kapitalmärkten und die Diversifizierung ihrer Finanzierungsquellen zu ermöglichen. Außerdem unterstützt der EWSA das erklärte Ziel dieses Vorschlags, die Liquidität der von KMU-Wachstumsmarkt-Emittenten ausgegebenen Aktien zu erhöhen.
- 3.7 Obwohl die Vorteile, die für KMU mit einer Notierung an den KMU-Wachstumsmärkten einhergehen, auf der Hand liegen und obgleich ihre Finanzierungsmöglichkeiten dadurch verbessert und diversifiziert werden, haben die öffentlichen Märkte in der EU derzeit Schwierigkeiten, neue Emittenten zu finden, und die Anzahl der Börsengänge steigt nur unwesentlich. Nur 3 000 von über 20 Millionen bestehenden KMU sind notiert, und es gibt nur halb so viele Börsengänge wie vor der Finanzkrise. Eine ungenügende Liquidität auf diesen Märkten schlägt sich in höheren Kosten für Emittenten bei der Kapitalaufnahme und in einer Investitionszurückhaltung seitens der Kapitalgeber nieder. Dies bedeutet, dass Marktintermediäre weniger geneigt sind, kleine börsennotierte Unternehmen zu unterstützen.
- 3.8 Eigenkapitalfinanzierung ist wichtig für innovative Unternehmen, die Wert und Wachstum schaffen, insbesondere für Unternehmen mit hohem Risiko- und Ertragsprofil. Eigenkapitalfinanzierung in der Gründungs- und Frühphase kann die Firmengründung und -entwicklung fördern, während über andere Eigenkapitalinstrumente, wie spezialisierte Plattformen für die Börsennotierung von KMU, öffentliche Finanzmittel für

---

<sup>6</sup> [ABI. C 345 vom 13.10.2017, S. 15.](#)

<sup>7</sup> [ABI. C 177 vom 18.5.2016, S. 9.](#)

<sup>8</sup> [ABI. C 288 vom 31.8.2017, S. 20.](#)

wachstumsorientierte und innovative KMU bereitgestellt werden können. Darüber hinaus kann für KMU, denen es an Sicherheiten mangelt, die negative oder unregelmäßige Cashflows haben oder längere Laufzeiten benötigen, damit sich ihre Investitionen auszahlen, Eigenkapitalfinanzierung besser geeignet als Fremdkapitalfinanzierung sein<sup>9</sup>.

- 3.9 Die EU-Märkte sind nach wie vor fragmentiert und scheinen sich nicht in der Lage zu sein, eine große Anzahl an Börsengängen zu tragen. Europa hat, was das Wachstum innovativer High-Tech-Unternehmen anbelangt, scheinbar eine starke Position inne, aber wenn diese Unternehmen solide Kapitalinvestitionen benötigen, gehen sie in der Regel in Konkurs. Außerdem wechseln schnell wachsende Unternehmen auf der Suche nach zugänglicheren Aktienoptionsplänen oft vom EU-Markt in die Vereinigten Staaten.
- 3.10 Notierte Unternehmen sind weniger abhängig von der Finanzierung durch Banken, können auf eine breitere Investitionsbasis zugreifen und werden von der Öffentlichkeit besser wahrgenommen. Es muss jedoch mehr getan werden, um ein förderlicheres Regelwerk zu schaffen, das kleinen und mittleren Unternehmen den Zugang zu öffentlichen Finanzierungsmitteln erleichtert, insbesondere durch Förderung des KMU-Wachstumsmarkt-Labels. Außerdem sollte mittels geeigneter Regulierung der richtige Ausgleich zwischen Anlegerschutz und Marktintegrität geschaffen werden.
- 3.11 KMU mit diversifizierten Finanzierungsquellen sind solider und wettbewerbsfähiger und profitieren von geringeren Kosten und besseren Entwicklungsaussichten. Dies ermöglicht einen kraftvolleren Arbeitsmarkt und bessere Möglichkeiten für arbeitssuchende Bürger unabhängig von ihrem Ausbildungsniveau.
- 3.12 Der EWSA empfiehlt, dass die Europäische Kommission weitere Erleichterungen an den Regeln und Anforderungen der KMU-Wachstumsmärkte prüft, um sie besser von geregelten Märkten zu unterscheiden und als Einstiegsmärkte attraktiver zu machen.

#### 4. **Besondere Bemerkungen**

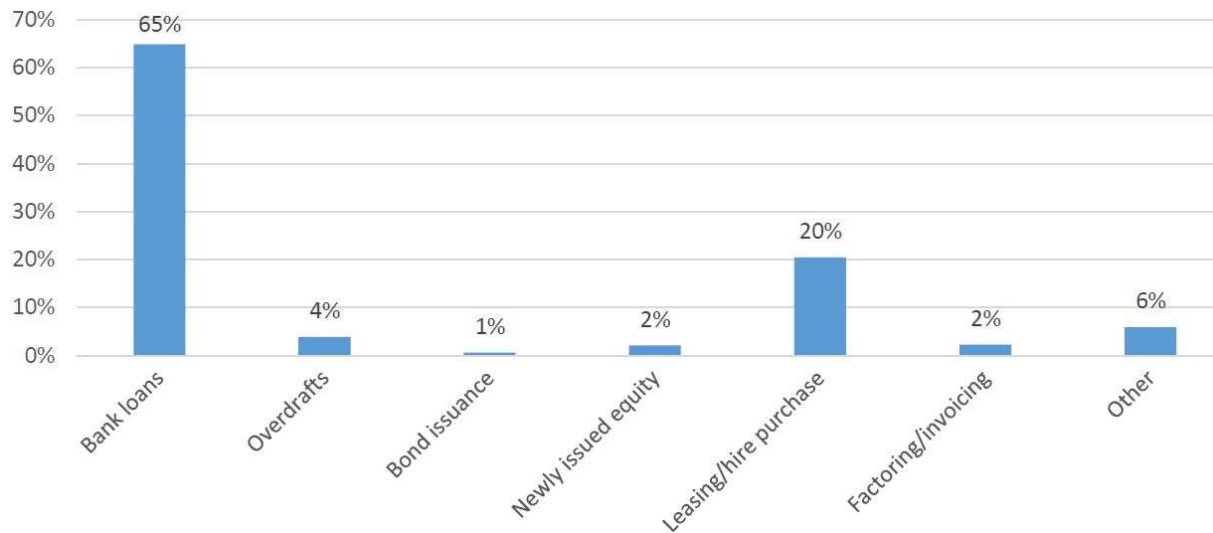
- 4.1 Der EWSA unterstützt uneingeschränkt die im Rahmen der Agenda zur Kapitalmarktunion laufenden Bemühungen, Kapitalmärkte zu einer glaubwürdigen Finanzierungsalternative zu machen. Allerdings bleibt zu bezweifeln, ob die laufenden Bemühungen ausreichen, um die erheblichen, derzeit auf dem Markt bestehenden Barrieren abzubauen. KMU scheinen ihr Finanzverhalten nicht zu ändern, daher muss mehr getan werden. Die Europäische Kommission sieht ein, dass es sich hier um einen Schritt nach vorne und keine umfassende Lösung für alle Probleme der Kapitalmärkte handelt.

---

<sup>9</sup>

Iota Kaousar Nassr und Gert Wehinger, „Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs“, *OECD Journal: Financial Market Trends* 2015/1, 49-84.

Tabelle 2. Finanzierungsarten, von denen sich KMU im Finanzierungsmix der nächsten drei Jahre mehr wünschen, EU28<sup>10</sup>:



- 4.2 Zwar muss sich erst noch weisen, ob mit den vorgeschlagenen Maßnahmen tatsächlich Compliance-Kosten gesenkt, der Aufwand verringert und die Marktliquidität gefördert werden – denn all diese Ziele sind recht ehrgeizig. Der EWSA hält sie jedoch für einen Schritt in die richtige Richtung.
- 4.3 Der EWSA ist zudem überzeugt, dass die geringe Zahl von KMU, die Zugang zu marktbasierter Finanzierung erhalten, auch Folge einer mangelnden Kommunikation auf unterster Ebene ist. Die Nachrichten und Instrumente auf EU-Ebene erreichen nicht das Ende der Kette, d. h. die KMU, auf die sie abzielen. Hierfür gibt es mehrere Gründe, der wichtigste aber ist die unzureichend proaktive Kommunikation/Interaktion zwischen Brüssel und den Mitgliedstaaten, KMU-Verbänden, Sozialpartnern oder Handelskammern. Der EWSA hat in einer früheren Stellungnahme<sup>11</sup> warnend darauf hingewiesen, seither aber kaum Verbesserungen festgestellt.
- 4.4 Andererseits ist die geringe Zahl institutioneller Anleger am KMU-Aktien- und -Anleihemarkt mit dem Mangel an Anreizen zu erklären, die diesen Anlegern insbesondere in Bezug auf die steuerliche Behandlung geboten werden. Der EWSA rät der Kommission, diese Möglichkeit zu prüfen.
- 4.5 Der EWSA begrüßt die vorgeschlagene Verlängerung der Frist zur Offenlegung von Managertransaktionen um zwei Tage. Dies ist ein wichtiges Instrument zur Erhaltung der Transparenz und Symmetrie der Wachstumsmärkte, die Frist von drei Tagen aber war ein kritisches Hemmnis für KMU. Der EWSA ist überzeugt, dass die vorgeschlagene Änderung in schwierigeren Zeiten oder Spitzenzeiten zu einem strafferen Verfahren für Unternehmen führen wird. Der EWSA empfiehlt, dass die Kommission Möglichkeiten prüft, um den

<sup>10</sup> [Apostolos Thomadakis, „Developing EU Capital Markets for SMEs: Mission impossible?“, ECMI Commentary No. 46, 4 September 2017.](#)

<sup>11</sup> [ABl. C 345 vom 13.10.2017, S. 15.](#)



Verwaltungsaufwand von den Unternehmen auf andere Akteure wie die zuständigen nationalen Behörden zu verlagern.

- 4.6 Der EWSA hat bereits seine uneingeschränkte Unterstützung dafür zugesagt, die Anforderungen an Prospekte, die beim Angebot von Wertpapieren auf geregelten Märkten zu veröffentlichen sind, zu vereinfachen und zu vereinheitlichen.<sup>12</sup> Jeder neue diesbezügliche Vorschlag ist hochwillkommen. Was die Vielzahl von Informationen anbelangt, die an den KMU-Wachstumsmärkten notierte Unternehmen gemäß Marktmissbrauchsverordnung und Richtlinie 2014/65/EU offenlegen müssen, ist der EWSA der Ansicht, dass ein einfacherer Transferprospekt für Unternehmen, die an einen geregelten Markt wechseln, ausreichend ist.
- 4.7 Darüber hinaus würde der EWSA die schrittweise Vereinfachung des Prospekts zum Transferieren an den geregelten Markt für Unternehmen begrüßen, die eine angemessene Anzahl von Jahren an KMU-Wachstumsmärkten notiert sind.
- 4.8 Der EWSA begrüßt den Vorschlag, dass an den KMU-Wachstumsmärkten notierte Unternehmen nur Listen ständiger Insider zu führen haben, da die Zahl der Arbeitnehmer mit Zugang zu Insiderinformationen begrenzt und weitgehend unverändert ist. Dies stellt eine erhebliche Aufwandsverringerung dar.
- 4.9 Der EWSA unterstützt die vorgeschlagenen Änderungen des Marktsondierungssystems, da sie die Begebung von Unternehmensanleihen durch Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten erleichtern werden. In Bezug auf die von den Emittenten an KMU-Wachstumsmärkten vorzulegenden Begründungen, wenn sich die Offenlegung von Insiderinformationen verzögert, ist der EWSA der Ansicht, dass die im Anschluss an die Benachrichtigung durch den Emittenten von den zuständigen nationalen Behörden angeforderten Erklärungen auf ad-hoc-Basis erfolgen und nicht zu detailliert oder übermäßig präskriptiv sein sollten.
- 4.10 Die Marktmissbrauchsverordnung verursacht Verwaltungs- und Rechtskosten und kann von Nicht-EU-Emittenten als Hindernis für eine Notierung an EU-Märkten betrachtet werden. Der EWSA empfiehlt, weitere Änderungen vorzunehmen, um die Anforderungen für KMU-Wachstumsmärkte anzupassen.
- 4.11 Liquiditätsverträge sind zwar insbesondere für schwach entwickelte Märkte zu begrüßen. Mit einem Vorschlag auf europäischer Ebene würden indes einheitliche Wettbewerbsbedingungen geschaffen, auf die lokale Bedingungen aufbauen können. Der EWSA ist der Auffassung, dass die derzeit von der Europäischen Kommission erarbeitete 29. Regelung über Liquiditätsverträge den Emittenten an den Märkten die Möglichkeit eröffnen würde, einen Liquiditätskontrakt entweder auf der Grundlage der nationalen Rechtsvorschriften, falls vorhanden, oder auf der Grundlage einer unionsweiten Regelung abzuschließen.

---

<sup>12</sup>

[ABl. C 177 vom 18.5.2016, S. 9.](#)

4.12 Der Vorschlag der Europäischen Kommission ist definitiv ein Schritt nach vorn. Der EWSA empfiehlt dennoch, regelmäßige Folgenabschätzungen mit umfassendem Zugang zu nicht vertraulichen Daten und auf quantitativen Indikatoren basierenden Analysen durchzuführen.

Brüssel, den 19. September 2018

Luca JAHIER  
Präsident des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses

---