

**Stellungnahme des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses zu folgenden Vorlagen  
„Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der  
Richtlinie 2014/65/EU zur Steigerung der Attraktivität der öffentlichen Kapitalmärkte in der Union  
für Unternehmen und zur Erleichterung des Kapitalzugangs für kleine und mittlere Unternehmen  
und zur Aufhebung der Richtlinie 2001/34/EG“**

(COM(2022) 760 final — 2022/0405 (COD))

**„Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Strukturen mit  
Mehrstimmrechtsaktien in Gesellschaften, die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem  
KMU-Wachstumsmarkt beantragen“**

(COM(2022) 761 final — 2022/0406 (COD))

**„Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der  
Verordnungen (EU) 2017/1129, (EU) Nr. 596/2014 und (EU) Nr. 600/2014 zur Steigerung der  
Attraktivität der öffentlichen Kapitalmärkte in der Union für Unternehmen und zur Erleichterung  
des Kapitalzugangs für kleine und mittlere Unternehmen“**

(COM(2022) 762 final — 2022/0411 (COD))

(2023/C 184/20)

Berichtersteller: **Kęstutis KUPŠYS**

Befassung	Rat der Europäischen Union, 6.2.2023 (COM(2022) 760 final und COM(2022) 762 final); 8.2.2023 (COM(2022) 761 final) Europäisches Parlament, 1.2.2023
Rechtsgrundlage	Artikel 50 Absatz 1, Artikel 114 und 304 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union
Zuständige Fachgruppe	Fachgruppe Wirtschafts- und Währungsunion, wirtschaftlicher und sozialer Zusammenhalt
Annahme in der Fachgruppe	2.3.2023
Verabschiedung im Plenum	23.3.2023
Plenartagung Nr.	577
Ergebnis der Abstimmung (Ja-Stimmen/Nein-Stimmen/Enthaltungen)	123/2/5

## 1. Schlussfolgerungen und Empfehlungen

1.1 Eine stärkere Eigenkapitalfinanzierung europäischer Unternehmen ist von entscheidender Bedeutung, um die Erholung nach der COVID-19-Krise sicherzustellen und angesichts des Krieges Russlands gegen die Ukraine ein widerstandsfähiges europäisches Wirtschaftssystem aufzubauen. Deshalb begrüßt der Europäische Wirtschafts- und Sozialausschuss (EWSA) nachdrücklich den von der Kommission vorgeschlagenen Rechtsakt über die Börsennotierung.

1.2 Der EWSA ist der Auffassung, dass Familienunternehmen durch den Zugang zu den Kapitalmärkten bislang ungenutzte Möglichkeiten zur Mobilisierung von Wachstumskapital erschließen könnten. Die Mehrstimmrechtsregelung hilft Eignerfamilien dabei, die Kontrolle zu behalten und die Börsennotierung so für sie attraktiver zu machen. Der EWSA teilt die Auffassung, dass auf nationaler Ebene detaillierte Rahmen konzipiert und gleichzeitig auf europäischer Ebene Harmonisierung auf hohem Niveau gefördert werden sollten.

1.3 Der EWSA begrüßt auch die Initiative der Kommission, den Inhalt des Prospekts zu straffen. Dadurch würden die Kosten und der Aufwand für die Emittenten erheblich verringert werden.

1.4 Generell begrüßt der EWSA den Vorschlag, Emittenten die Wahl zu lassen, einen Prospekt nur in englischer Sprache zu veröffentlichen. Denn dies ist die von internationalen Anlegern üblicherweise verwendete Sprache. Die Veröffentlichung eines vollständigen Dokuments (und nicht nur der Zusammenfassung) in den Landessprachen käme jedoch lokalen Kleinanlegern zugute. Emittenten sollten nach Auffassung des EWSA berücksichtigen, dass „nur auf Englisch“ vorliegende Emissionspapiere die Entwicklung einer nationalen Anlagebasis für Kleinanleger behindern würden.

1.5 Der EWSA stellt fest, dass die Kombination von Finanzanalysen mit anderen Dienstleistungen die Sichtbarkeit börsennotierter kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU) erhöhen dürfte. Daher begrüßt er die vorgeschlagene Anhebung des Schwellenwerts für die Entflechtungsvorschriften auf 10 Mrd. EUR. Es könnten jedoch auch weitere Maßnahmen zur Förderung abhängiger Analysen bzw. Forschung erforderlich sein.

1.6 Der EWSA schätzt insbesondere den Ansatz der Kommission, die Rechtsunsicherheit in Bezug auf die Offenlegungspflichten zu verringern. Der Vorschlag eines Mechanismus zur marktübergreifenden Aufsicht über die Orderbücher (CMOBS), der den Austausch von Orderbuchdaten zwischen den Aufsichtsbehörden erleichtern würde, birgt jedoch das Risiko ungleicher Wettbewerbsbedingungen, da bilaterale Handelsplätze keinen Berichtspflichten unterliegen würden.

## 2. Hintergrund

2.1 Die Kommission legte am 7. Dezember 2022 Vorschläge<sup>(1)</sup> für Maßnahmen zur Weiterentwicklung der Kapitalmarktunion der EU vor. Ein neuer Rechtsakt über die Börsennotierung zielt als Teil des Pakets darauf ab, den Verwaltungsaufwand für Unternehmen jeder Größe, insbesondere für KMU, zu verringern, um ihnen so einen die Kapitalbeschaffung durch Börsennotierung zu erleichtern.

2.2 Die Kommission stellt fest, dass die EU-Kapitalmärkte nach wie vor fragmentiert und von zu geringer Größe sind. Studien zufolge ist die Gesamtzahl der börsennotierten Unternehmen auf KMU-Wachstumsmärkten in Europa seit 2014 kaum gestiegen<sup>(2)</sup>, obwohl die börsennotierten Unternehmen klare Vorteile hatten, wie der Anstieg ihrer Marktbewertung beweist. Im Allgemeinen steigern börsennotierte Unternehmen ihre Einnahmen und schaffen mehr Arbeitsplätze. Zudem wachsen ihre Bilanzen schneller als die nicht börsennotierter Unternehmen. Eine Reihe von Studien belegen eine suboptimale Situation in Bezug auf die Börsengänge von KMU in Europa.

2.3 Der Rechtsakt über die Börsennotierung enthält einfachere und verbesserte Börsennotierungsvorschriften, insbesondere für KMU. Dabei wird gleichzeitig versucht, eine Schwächung des Anlegerschutzes und eine Beeinträchtigung der Marktintegrität zu vermeiden.

2.4 Mit dem Rechtsakt sollen erhebliche Kostensenkungen gewährleistet und zur Attraktivität der Börsengänge in Europa beigetragen werden. Vereinfachte Prospektvorschriften würden Unternehmen die Börsennotierung erleichtern und die dabei anfallenden Kosten senken. Die Möglichkeit für Unternehmen, beim Börsengang auf KMU-Wachstumsmärkten Mehrstimmrechtsaktien zu verwenden, bietet den Eigentümern die Möglichkeit, die Kontrolle über die Vision ihres Unternehmens zu behalten.

2.5 Verhältnismäßigere Vorschriften über Marktmissbrauch würden auch mehr Klarheit und Rechtssicherheit für börsennotierte Unternehmen in Bezug auf die Einhaltung der wichtigsten Offenlegungspflichten schaffen. Der vorgeschlagene Rechtsakt über die Börsennotierung zielt auch darauf ab, die Bereitstellung und Verbreitung von Finanzanalysen bezüglich Midcap-Unternehmen und KMU zu verbessern, was wiederum ihre Notierung auf öffentlichen Märkten fördern dürfte.

2.6 Dies bringt u. a. folgende Vorteile:

- kürzere, aktuellere, besser vergleichbare und leichter zugängliche Unternehmensinformationen für Anleger;
- bessere Verfügbarkeit von Finanzanalysen, die Investitionsentscheidungen erleichtern;
- wirksamere Überwachung dank klarerer Vorschriften für die Börsennotierung und verbesserte Instrumente zur Untersuchung von Marktmissbrauch;

<sup>(1)</sup> Capital markets union: clearing, insolvency and listing package.

<sup>(2)</sup> Abschlussbericht der Sachverständigengruppe für KMU, *Empowering EU Capital Markets for SMEs: Making listing cool again*.

— stärker standardisierte Prospekte, die von den Aufsichtsbehörden leichter geprüft werden können.

2.7 Mit dem Rechtsakt zur Börsennotierung soll im Einklang mit den politischen Zielen in den Bereichen Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (ESG) sichergestellt werden, dass Unternehmen, die ESG-Anleihen begeben, ESG-relevante Informationen in die Notierungsunterlagen aufnehmen, damit Anleger die Stichhaltigkeit der ESG-Ansprüche besser beurteilen können. Unternehmen, die Dividendenwerte emittieren, können sich in den Notierungsunterlagen auf die bereits veröffentlichten und damit öffentlich zugänglichen ESG-Informationen beziehen.

### 3. Allgemeine Bemerkungen

*Argumente für einen verbesserten Zugang zu Börsennotierungen auf europäischen öffentlichen Märkten*

3.1 Nach Auffassung des EWSA ist mehr Beteiligungskapital für europäische Unternehmen von entscheidender Bedeutung, um die Erholung nach der COVID-19-Krise sicherzustellen. Gleichzeitig gilt es, angesichts des Krieges Russlands gegen die Ukraine ein **widerstandsfähiges europäisches Wirtschaftssystem** aufzubauen. Die Finanzmarktinfrastruktur ist von entscheidender Bedeutung, um die für die Rekapitalisierung der Wirtschaft erforderlichen Investitionsströme freizusetzen.

3.2 Hochentwickelte öffentliche Märkte sind auch für Kleinanleger wichtig. Die Menschen in Europa halten Bargeld und Einlagen in Höhe von 11 Billionen EUR auf ihren Bankkonten <sup>(3)</sup>. Der Anteil der Einlagen am Gesamtvermögen der privaten Haushalte ist dreimal so hoch wie in den USA. Versäumt es die EU, Endanleger dazu zu bewegen, ihre Mittel in die europäischen Kapitalmärkte zu lenken, werden deren Kapitalvermögen nicht in vollem Umfang für unsere Unternehmen genutzt. Vermögensverwalter sollten mehr Vertrauen in die Aussichten der europäischen Aktienmärkte fassen, und europäische Kleinanleger sollten beim Aufbau ihrer Portfolios mehr Wahlmöglichkeiten haben. Um das zu erreichen, muss sichergestellt werden, dass ein diversifiziertes Angebot an hochwertigen Emittenten an europäischen öffentlichen Märkten notiert wird.

3.3 In einer Zeit, in der Unternehmen in finanzielle Bedrängnis geraten, die wirtschaftliche Unvorhersehbarkeit zunimmt und insbesondere **die Fremdkapitalkosten steigen**, wirkt Eigenkapital als stabilisierender Faktor und als Puffer gegen künftige Schocks.

3.4 Der EWSA stellt auch fest, dass Eigenkapitalfinanzierung durch europäische Haushalte für europäische Unternehmen die offene **strategische Autonomie** der EU auf einer sehr grundlegenden Ebene sicherstellen kann: durch Eigentum an Vermögenswerten und Kontrolle über die Unternehmen. Die Tatsache, dass europäische Unternehmen von kritischer Bedeutung unter ausländische Kontrolle und insbesondere in die Einflussosphäre von Ländern geraten, die die europäischen Werte nicht teilen, stellt ein erhebliches Risiko für die wirtschaftliche und politische Stabilität der EU dar. Dadurch wird zudem die Entwicklung des in der EU ansässigen Finanzsystems, das auf die Bedürfnisse der EU ausgerichtet ist, behindert. Beispielsweise wird der Finanzhandel in der EU nach wie vor von Nicht-EU-Investitionsbanken dominiert <sup>(4)</sup>.

3.5 Junge und innovative Unternehmen, die beim grünen und digitalen Wandel an vorderster Front stehen, sollten ermutigt werden, sich um eine Notierung auf den europäischen Aktienmärkten zu bemühen und sich die dringend benötigten Finanzmittel durch die Emission öffentlich gehandelter Aktien zu beschaffen. Denn dies ist der nachhaltigste Weg, diesen Unternehmen dabei zu helfen, **ihr gesamtes kreatives Potenzial zu entfalten und Arbeitsplätze zu schaffen**.

3.6 Steigende Inflation führt — insbesondere bei versierten Kleinanlegern — zu einem erhöhten Interesse an Aktieninvestitionen. Europäische Aktienmärkte können zu einem Ort werden, an dem diese Investitionen in die zentralen Wirtschaftssektoren, deren Unternehmen ausreichende Renditen erzielen, gelenkt werden. Gleichzeitig ist der EWSA der Ansicht, dass die EU unbedingt solide und robuste Handelsregeln schaffen muss, um das Potenzial der EU-Kapitalmärkte voll zu entfalten. Die Lehren aus der Finanzkrise haben gezeigt, dass die EU die Märkte schützen, für Fairness, Integrität, Widerstandsfähigkeit und Transparenz sorgen und gleichzeitig ein Höchstmaß an Anlegerschutz gewährleisten muss.

3.7 Eine in 14 EU-Mitgliedstaaten durchgeführte Studie ergab, dass bis zu 17 000 große Unternehmen an die Börse gehen könnten, dies aber nicht tun wollen <sup>(5)</sup>. Der EWSA sieht die Gefahr, dass der Handel auf den EU-Kapitalmärkten schwindet, wenn die EU keine Anreize für neue Börsennotierungen auf den Aktienmärkten setzt. Denn Anleger diversifizieren ihr Portfolio weltweit, wenn es kein ausreichend großes Angebot an Anlagewerten in der EU gibt.

3.8 Die neue Generation von Europäerinnen und Europäern, die am Markt für Privatanleger aktiv wird, achtet auf Nachhaltigkeit (d. h. ESG-Faktoren). Gleichzeitig richten sich viele Wirtschaftsakteure auf grüne Ziele aus, die durch die Politik des europäischen Grünen Deals gefördert werden. Der EWSA sieht in dieser Kombination von Faktoren potenziell

<sup>(3)</sup> Eurostat — Statistics explained.

<sup>(4)</sup> Statistischer Bericht der ESMA „EU securities markets“, 2020, S. 40.

<sup>(5)</sup> Oxera-Bericht, *Primary and secondary equity markets in EU*, 2020.

starke Impulse für die volle Ausschöpfung des Potenzials der europäischen Taxonomie für ein nachhaltiges Finanzwesen und des Rahmens für die Offenlegung nichtfinanzieller Informationen von Unternehmen. Unternehmen, die sowohl freiwillig als auch im Hinblick auf eine Anpassung an die künftigen EU-Rechtsvorschriften handeln, müssen zum einen bei ihrer Geschäftstätigkeit mehr Gewicht auf die ESG legen. Zum anderen erwartet die neue Generation von Investoren die Einhaltung der ESG-Kriterien und spürbare positive **soziale und regenerative ökologische Auswirkungen** — in gleichem Maße wie finanziellen Gewinn.

3.9 Der EWSA verweist auch auf einige Studien, denen zufolge in Volkswirtschaften mit marktbasierter Finanzierung Investitionen in umweltfreundlichere und technologieintensivere Sektoren umgeschichtet werden<sup>(6)</sup>. Dagegen folgt auf einen kreditintensiven Aufschwung tendenziell eine tiefere Rezession und eine langsamere Erholung<sup>(7)</sup>.

3.10 Klares Ziel sollte es sein, eine Börsenkapitalisierung von 100 % des BIP der EU (von derzeit rund 64 %<sup>(8)</sup>) zu erreichen. Der EWSA ist der Auffassung, dass es keine andere Wahl gibt, als öffentliche Märkte zu unterstützen und die Rahmenbedingungen für den Börsengang zu verbessern.

#### *Bedeutung für KMU und Familienunternehmen*

3.11 Nach Ansicht des EWSA spielen KMU auf den Aktienmärkten noch immer nicht die ihnen gebührende Rolle. Es sollten Anstrengungen unternommen werden, um KMU durch Eigenkapitalfinanzierung die notwendige Widerstandsfähigkeit zu verschaffen.

3.12 Nach Auffassung des EWSA liegt die zu geringe Eigenkapitalfinanzierung in Europa seit Jahrzehnten auf der Hand. Das Problem mangelnder Eigenkapitalfinanzierung von KMU ist eklatant. KMU sind zu unbekannt, um Kapital anzuziehen. Eine Umwandlung in börsennotierte Unternehmen würde ihre Möglichkeiten auf lange Sicht verbessern. Nach Auffassung des EWSA müssen börsennotierte KMU unbedingt einen angemessenen Platz in den Portfolios von Privatanlegern (Kleinanlegern), Investmentfonds und Pensionsfonds sowie Versicherungsgesellschaften bekommen.

3.13 Ein gut funktionierender Markt für Erstemissionen ist auch im Vorfeld des Börsengangs wichtig, da er sich auf die Planung von Ausstiegsstrategien und damit auf die Bereitstellung von Risikokapital durch Risikokapitalunternehmen auswirkt.

3.14 Finanzanalysen sind notwendig, um die Sichtbarkeit von KMU zu erhöhen, und daher zu fördern. Initiativen wie die bessere Verfügbarkeit von Finanzanalysen oder das zentrale europäische Zugangsportal würden dazu beitragen, die Sichtbarkeit von KMU für Investoren zu erhöhen.

3.15 Sollen familienkontrollierte Unternehmen zum Börsengang motiviert werden, ist Sorgfalt geboten. In Deutschland beispielsweise sind 90 % aller Unternehmen von Familien kontrolliert, und 43 % der Unternehmen mit einem Umsatz von mehr als 50 Mio. EUR sind Familienunternehmen<sup>(9)</sup>. Die Tatsache, dass sich ein Unternehmen in Familieneigentum befindet, hat seine Vorzüge. Gleichwohl kann das Wachstumspotenzial (zumindest teilweise) beschränkt sein, wenn notwendige Finanzmittel nicht verfügbar sind. Der EWSA ist zuversichtlich, dass der Zugang von Familienunternehmen zu den Kapitalmärkten diesen ungenutzte Möglichkeiten eröffnen würde<sup>(10)</sup>. Die Mehrstimmrechtsregelung hilft Eignerfamilien dabei, die Kontrolle zu behalten und die Börsennotierung so für sie attraktiver zu machen.

3.16 Die meisten globalen Finanzzentren bieten die Möglichkeit von Mehrstimmrechtsregelungen. Europa braucht einen harmonisierten Ansatz, um mit den globalen Entwicklungen Schritt zu halten und expansionswillige Unternehmen nicht zu verlieren.

#### *Transparenz und Offenlegung*

3.17 Die Transparenzanforderungen für Unternehmen, die einen Börsengang vorbereiten, werden höher sein als die für Privatunternehmen. Im Gegensatz zu Privatunternehmen erhalten börsennotierte Unternehmen Gelder von externen Anteilseignern, die weder über denselben Informationsgrad noch über denselben Einfluss auf die Entscheidungsfindung verfügen wie die Eigentümer von Privatunternehmen.

<sup>(6)</sup> Haas, R.D. und Popov, A., *Finance and Carbon Emissions*, ECB Working Paper Series, 2019.

<sup>(7)</sup> Jordà, Ò., Schularick, M. und Taylor, A.M., *When Credit Bites Back*, *Journal of Money, Credit and Banking* 45, Nr. 2 (1. Dezember 2013), S. 3–28.

<sup>(8)</sup> Federation of European Securities Exchanges database, 2022.

<sup>(9)</sup> Stiftung Familienunternehmen.

<sup>(10)</sup> ABl. C 75 vom 28.2.2023, S. 28.

3.18 Daher ist ein deutlich höheres Maß an Anlegerschutz gerechtfertigt bzw. erforderlich, z. B. durch die Festlegung von Offenlegungspflichten (auch in Bezug auf Insiderinformationen) und strengen Standards für die Berichterstattung.

3.19 Nach Auffassung des EWSA ist die Offenlegungspflicht für einen gut funktionierenden öffentlichen Markt äußerst wichtig und notwendig. Anleger müssen hinreichend über die prognostizierte Entwicklung von Wertpapieren informiert werden. Jedwede Einschränkung der Offenlegungspflicht würde bei einer Emission potenzielle Anleger abschrecken. Dadurch könnte wiederum die vollständige Ausschöpfung der Möglichkeiten der Kapitalmärkte erheblich behindert werden.

3.20 Die Aufnahme zu vieler Informationen in Angebotsunterlagen allein zur Vermeidung von Rechtsstreitigkeiten ist jedoch weder für den Emittenten noch für den Anleger sinnvoll. Es gilt, das richtige Gleichgewicht zu finden.

#### 4. Besondere Bemerkungen und Empfehlungen

4.1 Vor diesem Hintergrund begrüßt der EWSA den von der Kommission vorgeschlagenen Rechtsakt über die Börsennotierung, abgesehen von einigen wenigen Bedenken, nachdrücklich.

4.2 Der EWSA sieht eindeutig die Notwendigkeit, gegen fragmentierte nationale Vorschriften bezüglich **Mehrstimmrechtsaktien** vorzugehen. Er geht davon aus, dass die Mindestharmonisierung dieser Vorschriften, die darauf abzielt, Familienunternehmen auf die EU-Kapitalmärkte zu bringen, dazu beitragen wird, eine echte gesamteuropäische Kapitalmarktunion aufzubauen. Auf nationaler Ebene sollten detaillierte Rahmen konzipiert werden, die sich an das lokale Ökosystem anpassen und gleichzeitig auf EU-Ebene eine Harmonisierung auf hohem Niveau fördern.

4.3 Der EWSA stellt fest, dass Streubesitz nicht der einzige Faktor ist, der für die Gewährleistung der Liquidität von Bedeutung ist. Die Anforderung, dass mindestens 10 % des gezeichneten Kapitals im Streubesitz sein müssen, sollte erst ab dem Zeitpunkt der Börsennotierung gelten. Insbesondere für kleinere Mitgliedstaaten ist Flexibilität von entscheidender Bedeutung, da ihre Märkte auch mit einem geringeren Anteil an Streubesitz gut funktionieren können. Dies ist überaus wichtig, um abrupte Delistings zu verhindern.

4.4 Der EWSA begrüßt die Initiative der Kommission, den **Inhalt des Prospekts** zu straffen. Dies würde die Kosten und den Aufwand für die Emittenten erheblich verringern. Die Mitgesetzgeber sollten jedoch ein Gleichgewicht zwischen dem Aufwand für die Emittenten und dem Informationsbedarf der Anleger anstreben. 800-seitige Prospekte sollten der Vergangenheit angehören. Gleichwohl sollte die notwendige Ausführlichkeit der Informationen, insbesondere zu ESG-Faktoren unter Berücksichtigung des Grundsatzes der doppelten Wesentlichkeit, sichergestellt werden. Aufbauend auf den strengen Bestimmungen der Richtlinie über die Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen<sup>(1)</sup> würde eine solche Berichterstattung die Finanzierung des Grünen Deals nachhaltig fördern.

4.5 Derzeit ist der Inhalt der Prospekte nicht zentral organisiert und nicht einheitlich, und mit Ausnahme der Zusammenfassung nicht immer in englischer Sprache verfügbar („in der im internationalen Finanzsektor üblichen englischen Sprache“, wie es im Vorschlag heißt). Überdies werden die Informationen in nicht maschinenlesbaren Formaten bereitgestellt. Bei einem Emissionsverfahren können unterschiedliche Dokumente zu verschiedenen Dossiers verpflichtend sein (z. B. Wertpapierbeschreibung, Zusammenfassung des Prospekts und Registrierungsformular).

4.6 Daher wird die Harmonisierung und Vereinfachung des Prospekts für Eigenkapitalinstrumente begrüßt. Der EWSA stimmt dem Vorschlag der Kommission im Allgemeinen zu, Emittenten die Wahl zu lassen, einen Prospekt nur in englischer Sprache als gängige Sprache der internationalen Anleger zu veröffentlichen (mit Ausnahme der Zusammenfassung, die in der Landessprache bereitgestellt werden sollte, um weiterhin Kleinanleger anzuziehen).

4.7 Der EWSA misst der Verwendung von **Landessprachen** jedoch ebenso große Bedeutung bei, da Englisch nicht in allen Mitgliedstaaten allgemein verbreitet ist. Nach Ansicht des EWSA würde die Veröffentlichung eines umfassenden Dokuments (und nicht nur der Zusammenfassung) in den Landessprachen neben einer englischen Fassung eine aktivere Beteiligung lokaler Kleinanleger ermöglichen. Emittenten und ihre Berater müssen berücksichtigen, dass „nur auf Englisch“ vorliegende Emissionspapiere die Entwicklung einer nationalen Anlagebasis für Kleinanleger behindern würden und die erhofften Ziele der angekündigten EU-Investitionsstrategie für Kleinanleger konterkarieren könnten. In diesem Zusammenhang weist der EWSA darauf hin, dass Maßnahmen ergriffen werden sollten, um lokale Kleinanleger zu ermutigen, sich an den Kapitalmärkten zu engagieren, unter anderem durch eine angemessene Bekanntmachung der Emissionsdokumente und eine bessere Lesbarkeit.

<sup>(1)</sup> ABl. C 517 vom 22.12.2021, S. 51.

4.8 Finanzanalysen sind für die Entwicklung eines gesunden Ökosystems zur Eigenkapitalfinanzierung von KMU von zentraler Bedeutung. Die Genehmigung der **Bündelung von Analysen für KMU** mit anderen Dienstleistungen zur Ergänzung der bestehenden Analysekanäle dürfte die Erstellung und Verbreitung von Analyseberichten erhöhen. Der EWSA begrüßt die vorgeschlagene Anhebung des Schwellenwerts der Entflechtungsvorschriften auf 10 Mrd. EUR. Dies wird die durch MiFID II <sup>(12)</sup> verursachte geringere Abdeckung und Sichtbarkeit von KMU korrigieren. Der EWSA betont jedoch, dass sich die Erstellung von Finanzanalysen in den Händen größerer Finanzinstitute konzentriert. Im Gegensatz zu kleinen und mittelgroßen Brokern sind sehr große Broker aufgrund ihres Umfangs eher in der Lage, geringe Gebühren zu verlangen. Sie können den Handel auch zur Querfinanzierung von Analysen nutzen <sup>(13)</sup>. Darüber hinaus sind große Makler meist daran interessiert, Analysen zu Großunternehmen (*Blue-Chip*) bereitzustellen, während KMU möglicherweise zu geringes Interesse zukommt. Die große Mehrheit der Emittenten gibt an <sup>(14)</sup>, dass die Abdeckung und Sichtbarkeit von KMU durch MiFID II verringert wurde. Der EWSA hält es für dringend notwendig, weitere Maßnahmen zur Förderung unabhängiger Analysen zu ergreifen und dabei von den in Europa verfügbaren bewährten Verfahren zu lernen <sup>(15)</sup>.

4.9 In der auf den Börsengang folgenden Phase sollten börsennotierte Unternehmen im Hinblick auf Transparenz beispielhaft sein, und der Schutz der Interessen von Minderheitsaktionären sollte oberste Priorität haben. Besteht die Gefahr, dass Anteilseigner von Unternehmen, die an die Börse gehen, ungerecht behandelt oder nicht gut geschützt werden, ist das ihrem Vertrauen in die EU-Kapitalmärkte abträglich. Der EWSA würdigt nachdrücklich den Vorstoß der Kommission, die Rechtsunsicherheit in Bezug auf **Offenlegungspflichten** durch gezielte Änderungen der Marktmissbrauchsverordnung zu verringern.

4.10 Der Ausschuss hält den bestehenden Rahmen, der Ad-hoc-Anfragen bei Verdacht auf Marktmissbrauch vorsieht, für angemessen und ausreichend, um eine **wirksame Überwachung** sicherzustellen. Er stellt jedoch fest, dass es mehrere Aufsichtsbehörden für sinnvoll halten, den Austausch von Orderbuchdaten im Rahmen des Mechanismus zur marktübergreifenden Aufsicht über die Orderbücher (CMOBS) zu verbessern. Der Anwendungsbereich des CMOBS-Vorschlags birgt die Gefahr ungleicher Wettbewerbsbedingungen, da bilaterale Handelsplätze von diesem Mechanismus nicht erfasst würden.

4.11 Der EWSA plädiert nachdrücklich dafür, andere laufende Initiativen zur Steigerung der Attraktivität der öffentlichen Märkte schneller voranzutreiben. Er hat mehrere Stellungnahmen zu früheren, laufenden und kommenden Legislativinitiativen verabschiedet. <sup>(16)</sup> Trotz der geopolitischen Herausforderungen sollten weiterhin rasche Fortschritte auf dem Weg zu Kapitalmarktunion erzielt werden. Eine starke Kapitalmarktunion wird mehr denn je gebraucht, eben aufgrund der wachsenden Gefahr wirtschaftlicher und sozialer Instabilität.

Brüssel, den 23. März 2023

Die Präsidentin  
des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses  
Christa SCHWENG

<sup>(12)</sup> MiFID = Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments Directive).

<sup>(13)</sup> Oxera-Bericht, *Unbundling: what's the impact on equity research?*, 2019.

<sup>(14)</sup> Europäische Kommission, Abschlussbericht, *The impact of MiFID II rules on SME and fixed income investment research*, 2020.

<sup>(15)</sup> Siehe die gemeinnützige Initiative „Lighthouse“, gefördert vom spanischen Finanzanalyseinstitut Instituto Español de Analistas Financieros.

<sup>(16)</sup> ABl. C 155 vom 30.4.2021, S. 20; ABl. C 290 vom 29.7.2022, S. 58; ABl. C 177 vom 18.5.2016, S. 9; ABl. C 10 vom 11.1.2021, S. 30; ABl. C 341 vom 24.8.2021, S. 41.