

31.03.23**Beschluss**
des Bundesrates

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; Ratsdok. 15834/22**

Der Bundesrat hat in seiner 1032. Sitzung am 31. März 2023 gemäß §§ 3 und 5 EUZBLG die folgende Stellungnahme beschlossen:

1. Der Bundesrat begrüßt die mit der vorgeschlagenen Änderungsrichtlinie verfolgte Zielsetzung, die Bereitstellung von Finanzanalysen (Research) unter MiFID zu erleichtern, vor folgendem Hintergrund:
2. Eine hohe „Research“-Abdeckung (Finanzanalysen zu den kapitalmarktorientierten Unternehmen für Investoren) ist für Emittenten und Investoren ein wichtiger Baustein für ein attraktives Kapitalmarktökosystem. Insbesondere für kleine und mittlere Emittenten fehlt laut Kommission diese „Research“-Abdeckung jedoch – während „Blue Chips“ mitunter von 20 Analysten abgedeckt werden, bewegt sich diese Zahl für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) bei zwei oder drei. Das ist ein zentrales Problem der EU-Kapitalmärkte.
3. Diese Situation ist mitunter auf das mit der MiFID II (Richtlinie 2014/65/EU) eingeführte „Research Unbundling Regime“ zurückzuführen: Seitdem dürfen die Kosten für externe „Research“-Leistungen nicht mehr branchenüblich in die Transaktionskosten der Broker eingerechnet werden, wie es bis dahin gang und

gäbe war. Vielmehr sind sie nun gesondert auszuweisen und zu vergüten. Investoren müssen sich infolgedessen mit der Frage auseinandersetzen, welche „Research“-Leistungen sie noch beziehen möchten. Das trifft bis dato vor allem die „Research“-Abdeckung im KMU-Sektor empfindlich. Dort ist das Angebot an „Research“ – wie die Kommission selbst feststellt – seit MiFID II sichtbar zurückgegangen. Weder entstand eine unabhängige Preisbildung noch ein Markt für unabhängige, nichtbrokergebundene Anbieter.

4. In dem „Capital Markets Recovery Package“ aus dem Jahr 2021 wollte der EU-Gesetzgeber dieses Problem adressieren und hat einen Schwellenwert eingeführt (1 Milliarde Euro), unter dem das „Unbundling Regime“ nicht zur Anwendung kommt. Die Änderungen haben jedoch nicht zu der erhofften Revitalisierung der „Research“-Abdeckung im KMU-Sektor geführt.
5. Vor diesem Hintergrund hält der Bundesrat die nun mit dem Richtlinienvorschlag vorgeschlagene Anhebung des Schwellenwertes auf 10 Milliarden Euro für nicht ehrgeizig genug. Vielmehr sollte der konsequente Schritt sein, das Bundling für „Research“ wieder generell und ohne Obergrenze zuzulassen, denn
 - die gegenwärtige Regelung fragmentiert den „Research“-Markt in zwei Kategorien: „Research“-Angebote oberhalb und unterhalb des Schwellenwertes. Seit der Einführung des „Unbundling Regimes“ hat sich gezeigt, dass Broker aufgrund der strukturellen Anforderungen nicht in beiden Kategorien tätig sind und sich aus dem KMU-„Research“ zurückgezogen haben. Gleichzeitig sind auch sonst keine unabhängigen „Research“-Anbieter für den KMU-Sektor entstanden. An dieser Situation wird eine Anhebung des Schwellenwertes nichts ändern;
 - um im internationalen Wettbewerb zu den führenden Kapitalmarkt- und Listing-Standorten aufzuholen, sind ehrgeizige Schritte erforderlich. In den letzten Jahren waren immer wieder Abwanderungen von europäischen Wachstumsunternehmen für Listings in Nicht-EU-Staaten zu beobachten. Gerade um diesem Trend zu begegnen, muss die „Research“-Abdeckung signifikant erhöht werden mit dem Ziel, europäische Unternehmen in den Fokus von Investoren zu rücken und die Kapitalallokation an EU-Standorten zu stärken.

6. Der Bundesrat begrüßt grundsätzlich, dass die Anforderungen an die Transparenz und Zuverlässigkeit von Finanzanalysen, die im Auftrag der Wertpapieranbieter erstellt und von diesen bezahlt werden, konkretisiert werden sollen. Er weist jedoch darauf hin, dass die beabsichtigte Erweiterung des zulässigen Rahmens für emittentengesponserte Analysen die Gefahr von nicht objektiven Finanzanalysen, die aufgrund der Entgeltbeziehung zugunsten der Emittenten und deren wirtschaftlichen Interessen gestaltet werden könnten, erhöht.

Möglichen Interessenkonflikten sollte man mit anderen Regelungen begegnen, zum Beispiel über einen „Code of Conduct“. Dies sieht die vorgeschlagene Änderungsrichtlinie auch für den Bereich des emittentengesponsorten „Research“ vor.

Um die Gefahren aus dem Interessenkonflikt, der vom Emittenten bezahlten Finanzanalysen immanent ist, zu verringern, sollte auch die Einführung einer Haftung von Erstellern von Finanzanalysen geprüft werden. Diese könnte beispielsweise in Fällen greifen, in denen die Analyse einen positiven Zusammenhang zwischen der angebotenen Anlage und den vorhergesagten Marktentwicklungen herstellt, wesentliche Aussagen fehlerhaft sind und dem Ersteller mindestens grobe Fahrlässigkeit vorgeworfen werden kann.