

Interessenverband kapitalmarktorientierter KMU e.V.  
c/o Luther Rechtsanwaltsgeellschaft mbH, An der Welle 10, 60322 Frankfurt a.M.

Bundesministerium der Finanzen  
Referat VII B 5  
Herrn Krüger  
Wilhelmstraße 97  
10117 Berlin

**Per E-Mail:**

[VIIB5@bmf.bund.de](mailto:VIIB5@bmf.bund.de) / [hartmut.krueger@bmf.bund.de](mailto:hartmut.krueger@bmf.bund.de)

Interessenverband kapitalmarktorientierter  
KMU e.V.  
c/o Luther Rechtsanwaltsgeellschaft mbH  
An der Welle 10  
60322 Frankfurt a.M.

Ingo Wegerich  
Präsident  
Telefon +49 (69) 27229 24875  
ingo.wegerich@luther-lawfirm.com

Sekretariat:  
Kjell Kirsch  
Telefon +49 (69) 27229 24649  
Telefax +49 (69) 27229 110  
kjell.kirsch@luther-lawfirm.com

[www.kapitalmarkt-kmu.de](http://www.kapitalmarkt-kmu.de)

Frankfurt a.M., 15. März 2019

**Stellungnahme zur Konsultation des Bundesministeriums der Finanzen zu Erfahrungen und möglichem Änderungsbedarf im Hinblick auf die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID II) und die EU-Finanzmarktverordnung (MiFIR)**

GZ: VII B 5 – WK 6210/07/0001-13

DOK: 2018/0992307

Sehr geehrter Herr Krüger, sehr geehrte Damen und Herren,

wir nehmen Bezug auf oben genannte Konsultation.

Zunächst bedanken wir uns sehr herzlich für die Möglichkeit, eine Stellungnahme im Rahmen der Konsultation abgeben zu dürfen.

Sie hatten gebeten, die Stellungnahme zu allen relevanten Aspekten der MiFID II / MiFIR-Regulierung und deren Verzahnung mit anderen Vorschriften abzugeben, um ein möglichst breites Bild der bestehenden Fragestellungen zu erhalten.

Wir haben uns demgegenüber entschieden, unsere Stellungnahme auf das Themengebiet „Research für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) unter MiFID II“ zu beschränken.

**Kapitalmarktfinanzierung für KMU wird durch die Research-Regelungen unter MiFID II ganz erheblich erschwert und sogar in Frage gestellt**

Wir möchten hier einen Schwerpunkt setzen, **da die aktuelle Ausgestaltung der Research-Regelungen unter MiFID II insbesondere für KMU sehr nachteilhaft ist, für KMU die Kapitalmarktfinanzierung ganz erheblich erschwert und sogar in Frage stellt und damit auch deutlich im Widerspruch zu der Initiative der Europäischen Kommission zur Kapitalmarktunion steht**, die insbesondere die Finanzierung für KMU über die Kapitalmärkte fördern und in diesem Zusammenhang Kosten und Verwaltungslasten bei der Kapitalmarktfinanzierung für KMU reduzieren will.

Vor dem Inkrafttreten von MiFID II war es üblich, dass Banken Vermögensverwaltern und Fondsgeellschaften Research-Dienstleistungen in Verbindung mit dem Brokerage der entsprechenden Wertpapiere bereitstellten. Unter MiFID II müssen Vermögensverwalter Research-Dienstleistungen entweder aus eigenen Mitteln oder aus einem sog. Analysekonto (Research Payment Account, RPA), das durch Kundengelder gespeist wird, zahlen (vgl. Artikel 13, Delegierte Richtlinie (EU) 2017/593 der Kommission vom 7. April 2016; § 70 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG); § 7 Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und -Organisationsverordnung (WpDVerOV)). Die Entgelte der Banken dürfen dann nur noch die Kosten für die Ausführung von Wertpapiertransaktionen, nicht aber weitere Dienstleistungen umfassen. Nach MiFID II sind Research-Dienstleistungen, die nicht aus eigenen Mitteln oder dem RPA bezahlt werden, einem strengen Rechtsregime unterliegende Zuwendungen an den Vermögensverwalter. Wenn ein Broker ein Treffen zwischen Emittentenvertretern und Investoren arrangiert, ohne eigenes inhaltliches Research wie Analysematerial oder eine inhaltliche Beurteilung des Treffens bereitzustellen, stellt dies einen Concierge Service dar. Für diesen Fall gelten zwar nicht die besonderen Research-Regeln, jedoch die allgemeinen Regeln für Zuwendungen. Vermögensverwalter dürfen solche Dienstleistungen nur dann ausnahmsweise kostenfrei annehmen, wenn sie als geringfügige, nicht monetäre Vorteile einzurichten sind.

Ergebnisse einer repräsentativen Studie des Deutschen Aktieninstituts unter KMU

Eine repräsentative Studie des Deutschen Aktieninstituts e.V.<sup>1</sup>, die im Sommer 2017 - also noch vor Inkrafttreten der MiFID II – unter 475 börsennotierten Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von weniger als einer Milliarde Euro (zwei Drittel der befragten Unternehmen hat eine Marktkapitalisierung unter 250 Millionen Euro) durchgeführt wurde, führte zu den folgenden Ergebnissen:

1. **als die größte Herausforderung der Börsennotiz** wurde von den Unternehmen **die mangelnde Liquidität der Aktie** angesehen; **97% der Unternehmen** sahen es hier als zutreffend bzw. teilweise zutreffend an, dass die Liquidität der eigenen Aktie höher sein sollte,
2. **als die zweitgrößte Herausforderung der Börsennotiz** wurde von den Unternehmen **die mangelhafte Coverage der Aktie durch Analysten angesehen**; **77% der Unternehmen** sahen es hier als zutreffend bzw. teilweise zutreffend an, dass die Coverage der Aktie durch Analysten größer sein sollte und
3. **als die drittgrößte Herausforderung der Börsennotiz** wurde von den Unternehmen **das mangelhafte Interesse institutioneller Investoren angesehen**; **75% der Unternehmen** sahen es hier als zutreffend bzw. teilweise zutreffend an, dass das Interesse institutioneller Investoren an dem Unternehmen größer sein sollte.

Diese Ergebnisse sprechen eine sehr deutliche Sprache. Somit waren bereits vor dem Inkrafttreten von MiFID II die drei größten Herausforderungen aus Sicht der KMU

- die mangelnde Liquidität der Aktie,
- die mangelhafte Coverage durch die Analysten und
- das mangelhafte Interesse institutioneller Investoren.

49% der an der Studie teilnehmenden Unternehmen sahen das seinerzeit kommende Verbot der kostenlosen Aktienresearch-Bereitstellung durch MiFID II als zukünftige erhebliche Erschwerung der Börsennotiz an. Nach Einschätzung der befragten Kapitalmarktexperten stellte das damals

---

<sup>1</sup> Studie des Deutschen Aktieninstituts, Börsengang und Börsennotiz aus Sicht kleiner und mittlerer Unternehmen – Ergebnisse einer Umfrage bei KMUs und Kapitalmarktexperten, 1. Auflage, März 2018

kommende Verbot der kostenlosen Research-Bereitstellung gar für 70% eine Erschwerung der Börsennotiz dar.

### **Repräsentative Studien zu den Folgen der Research-Regelungen nach MiFID II mit katastrophalen Ergebnissen insbesondere für KMU**

Über ein Jahr nach dem Inkrafttreten der MiFID II liegen nun erste repräsentative Studien vor, die sich mit den Folgen der Research-Regelungen nach MiFID II auseinandersetzen.

Die Befürchtungen der Unternehmen und der Kapitalmarktexperten haben sich danach bestätigt.

#### Repräsentative Studie des CFA-Institutes

Nach einer Studie des CFA-Institutes<sup>2</sup> wurde das Research-Budget nach MiFID II im Durchschnitt um 6,3% gekürzt. **Insbesondere aber der Research-Umfang zu Nebenwerten hat in der Wahrnehmung der Befragten abgenommen.**

Danach treffen die negativen Konsequenzen der neuen Research-Regelungen im Wesentlichen die KMU, die schon vor Inkrafttreten der MiFID II das mangelhafte Coverage durch die Analysten und die mangelhafte Liquidität der Aktie als größte Herausforderung der Börsennotiz wahrgenommen haben.

Die Umfrage des CFA Institutes wurde 12.633 Mitgliedern in der Europäischen Union übersandt.

Die Schlüsselergebnisse der Studie sind hiernach die folgenden:

- 57% der auf Käufer-Seite antwortenden Teilnehmer berichten, **weniger Research von Investmentbanken als früher zu beziehen,**
- **eine deutliche Mehrheit der auf Verkäufer-Seite antwortenden Teilnehmer glaubt, dass die Research-Qualität für KMU abgenommen hat und**
- **die Teilnehmer drücken Besorgnis über die Research-Coverage für KMU aus;** 47% der auf Käufer-Seite antwortenden Teilnehmer und 53% der auf Verkäufer-Seite antwortenden Teilnehmer berichten über eine Abnahme der Research-Coverage für KMU.

---

<sup>2</sup> CFA Institute, MiFID II: One Year on – Assessing the Market for Investment Research, 2019

Weitere Ergebnisse der Studie sind die folgenden:

- 30% der auf Käufer-Seite antwortenden Teilnehmer und 29% der auf Verkäufer-Seite antwortenden Teilnehmer **sehen höhere Research-Kosten für KMU**.

Repräsentative Umfrage von Quoted Companies Alliance (QCA) / Peel Hunt unter KMU

Ähnliche Ergebnisse liefert eine aktuelle Umfrage unter KMU von Quoted Companies Alliance (QCA) / Peel Hunt<sup>3</sup>. Diese Umfrage wurde im Vereinigten Königreich von Großbritannien unter 102 Fondsmanagern und 105 KMU durchgeführt. Unseres Erachtens sind die Ergebnisse der Umfrage aber durchaus repräsentativ für die Europäische Union.

Die Schlüsselergebnisse dieser Studie sind hiernach die folgenden:

- **62% der Investoren berichten, dass seit Inkrafttreten der MiFID II weniger Research für KMU erstellt wird,**
- **86% der Investoren erwarten als Ergebnis von MiFID II weniger Brokerhäuser** in den nächsten 12 Monaten.

Weitere Ergebnisse der Studie sind u. a. die folgenden:

- Mehr als 25% der Investoren sagen, **dass die Kosten für Research um mehr als 50% gestiegen sind,**
- 67% der Fondsmanager sehen **die Anzahl der Research-Provider innerhalb des letzten Jahres als rückläufig an**; 34% sieht die Anzahl der Research-Provider auch weiterhin abnehmen,
- 37% der Fondmanager sind der Ansicht, **dass die generelle Qualität für KMU-Research in den letzten 12 Monaten gesunken ist,**

---

<sup>3</sup> Quoted Companies Alliance (QCA) / Peel Hunt, MiFID II, The Search for Research, Mid and Small-Cap Investor Survey, February 2019

- 63% der Fondsmanager denken, dass **MiFID II einen negativen Einfluss auf die Liquidität der KMU-Aktien hat**,
- 34% der antwortenden Unternehmen glauben, **dass Research, das vom Emittenten gezahlt wird, nicht wertgeschätzt wird**,
- 69% der antwortenden Unternehmen **erwarten einen Rückgang der Analysten für KMU-Research in den nächsten 12 Monaten**; 72% **weniger oder deutlich weniger Brokerhäuser in den nächsten 12 Monaten und**
- 41% der Unternehmen erwarten **einen deutlich negativen Einfluss oder gar einen sehr deutlich negativen Einfluss auf die Liquidität der KMU-Aktien**.

Die Ergebnisse dieser Studien sprechen eine sehr deutliche Sprache und sind insbesondere für KMU sehr nachteilhaft. **Die Kapitalmarktfinanzierung für KMU wird durch die neuen Research-Regelungen unter MiFID II ganz erheblich erschwert und sogar in Frage gestellt**. Die Ergebnisse sind umso schwerwiegender, wenn man berücksichtigt, dass bereits vor dem Inkrafttreten von MiFID II die drei größten Herausforderungen aus Sicht der KMU die mangelnde Liquidität der Aktien, das mangelhafte Coverage durch die Analysten und das mangelhafte Interesse institutioneller Investoren waren.

#### **„Ökosystem Börse für KMU“ zukünftig in Frage gestellt**

**Die neuen Research-Regelungen unter MiFID II führen zu einem Rückgang der Brokerhäuser – hier werden insbesondere die kleinen Brokerhäuser zurückgehen – und zu einem Rückgang der Research-Provider und Analysten – insbesondere im KMU-Bereich.**

**Im Ergebnis wird das „Ökosystem Börse für KMU“ zukünftig in Frage gestellt werden.**

Ein derartiges Ergebnis steht sehr deutlich im Widerspruch zu dem Grundgedanken der Kapitalmarktunion, die insbesondere die Finanzierung für KMU über die Kapitalmärkte fördern und in diesem Zusammenhang Kosten und Verwaltungslasten bei der Kapitalmarktfinanzierung reduzieren will.

Negativer Kreislauf

**Weniger Research-Coverage führt zu weniger Liquidität, die wiederum zu weniger Research-Coverage führt. Bei weniger Liquidität ziehen sich die Investoren aus dem Marktsegment zurück. Das Ergebnis ist ein negativer Kreislauf.** Betroffen sind hier insbesondere KMU, die nicht im Fokus der Investoren liegen.

Für die Unternehmen, die bereits vor dem Inkrafttreten von MiFID II nur sehr spärlich von Brokern und Analysten abgedeckt wurden, wird sich das Investoreninteresse weiter verringern und möglicherweise zukünftig gänzlich wegfallen.

Weiterhin ist eine wesentliche Gruppe, die in der Vergangenheit in KMU investiert hat, die Gruppe der Privatanleger. Da Banken die Beratung wegen der Regulierung reduzieren oder insgesamt einstellen oder auf „gecoverte Large Caps“ beschränken und zudem neue regulatorische Hürden (Product Governance, Zielmarktdefinitionen usw.) hinzukommen, erhalten immer weniger Privatanleger Zugang zu Kapitalmarkttransaktionen von KMU.

Kosten für Research für KMU ganz erheblich gestiegen

**KMU werden nicht umhinkommen, Research selbst zu bezahlen. Dies erhöht die Kosten für die Kapitalmarktfinanzierung weiter erheblich und mag die Finanzierung über die Kapitalmärkte auch in Frage stellen.** Hier muss zudem berücksichtigt werden, dass die Kosten für das Research insbesondere für KMU nach dem Inkrafttreten von MiFID II ganz erheblich gestiegen sind.

Die abnehmende Nachfrage führt zu Bewertungsnachteilen / -abschlägen und in Verbindung mit den zunehmenden Kosten zu einer weiter aufklaffenden Schere, was das Kosten- / Nutzen-Verhältnis angeht.

Emittentenbezahltes Research in dem Ruf nicht ausreichend objektiv zu sein

Bei dem emittentenbezahlten Research muss zudem Berücksichtigung finden, **dass das „Auftragsresearch“ heutzutage häufig in dem Ruf steht, nicht ausreichend objektiv zu sein**, wie auch durch das Ergebnis obiger Umfrage belegt wird.

Zu berücksichtigen ist auch, dass nach Ansicht der Befragten durch die Ausgestaltung der Research-Regelungen nach MiFID II und das geringere Research-Coverage generell die Research-Qualität für KMU abgenommen hat.

KMU bzw. der Finanzvorstand in einem Spannungsfeld zwischen Marketing und Adhoc-Pflichten

Wie für die Analysen gilt auch im Bereich Corporate Access für kleine Unternehmen, dass mit einer sehr geringen Nachfrage seitens der Investoren zu rechnen ist. **In Bezug auf den Corporate Access ist zu befürchten, dass die durch die Broker vermittelte Investorenbetreuung gerade für KMU weiter sinken wird.** Eine mögliche Alternative wäre der direkte Investorenkontakt: Emittenten sprechen (potenzielle) Investoren direkt an, um diese von den Vorteilen des eigenen Geschäftsmodells zu überzeugen. **Diese direkte Investorenansprache durch die Emittenten selbst ist mit erheblichem Zeitaufwand, zusätzlichen Kapazitäten und damit in Rede stehenden weiteren Kosten verbunden.** Darüber hinaus würde das KMU bzw. der Finanzvorstand in ein Spannungsfeld zwischen Marketing und Adhoc-Pflichten geraten, was nicht vom Gesetzgeber gewollt sein kann.

### Alternativen und Lösungsvorschläge

**Nach Auffassung des Interessenverbandes kann ein Lösungsvorschlag im Hinblick auf die sehr negativen Auswirkungen der Research-Regelungen unter MiFID II für KMU, die die Kapitalmarktfinanzierung für KMU ganz erheblich erschweren und sogar in Frage stellen, nur sein, dass KMU-Research und der Corporate Access von den MiFID II Regelungen völlig ausgenommen wird oder aber, dass KMU-Research unter deutlich erleichterten Bedingungen vertrieben werden kann.**

Die Fortführung der derzeitigen Praxis würde nach unserer Auffassung der Initiative der Europäischen Kommission zur Kapitalmarktunion zuwiderlaufen und eine Kapitalmarktfinanzierung für KMU ganz erheblich erschweren oder bei weiterer Austrocknung des Marktes zukünftig unmöglich machen.

Bei der Umsetzung dieses Lösungsansatzes müssen die Ausnahmeregelungen für Research für KMU unmittelbar an die **KMU-Eigenschaft** der betroffenen **Unternehmen** anknüpfen. Um möglichst vielen KMU eine solche Erleichterung zu ermöglichen, halten wir demgegenüber eine Anknüpfung an den sog. KMU-Wachstumsmarkt gem. MiFID II für nicht zielführend. Aufgrund der

nach Bewertung des Verbandes weiter bestehenden Defizite des Konzepts des KMU-Wachstumsmarktes haben sich derartige Märkte in der EU noch nicht durchgesetzt und erfassen nur einen Bruchteil der börsennotierten KMU.<sup>4</sup>

Wir stehen Ihnen gerne für ein persönliches Gespräch oder auch für einen weiteren Dialog zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen



Ingo Wegerich

Präsident  
Interessenverband kapitalmarktorientierter KMU e.V.

#### **Über den Interessenverband kapitalmarktorientierter kleiner und mittlerer Unternehmen e.V.**

Der am 30. August 2017 gegründete Verband mit Sitz in Frankfurt am Main setzt sich insbesondere für die Verbesserung der maßgeblichen Rahmenbedingungen für kleinere und mittlere Unternehmen bei der Kapitalmarktfinanzierung ein und tritt aktiv für die Belange des kapitalmarktorientierten Mittelstandes im Dialog mit der Politik, den Gesetzgebungsorganen, den Aufsichtsbehörden, den Institutionen des Kapitalmarkts, den Interessenverbänden und der Öffentlichkeit ein. Mitglieder sind KMUs, Dienstleister, Finanzinstitute und Medien. Zum Vorstand gehören Ingo Wegerich (Luther Rechtsanwaltsgesellschaft), Thomas Stewens (BankM), Nils Manegold (max 21 AG), Alexander Deuss (mwb fairtrade), Dr. Marc Feiler (Bayerische Börse AG) sowie Hans-Jürgen Friedrich (KFM Deutsche Mittelstand AG).

---

<sup>4</sup> Vgl. hierzu beispielsweise unsere Stellungnahme vom 24. Juli 2018 im Rahmen der Initiative „Fostering and promoting the use of SME growth markets – Level 1“ unter <https://www.kapitalmarkt-kmu.de/stellungnahmen/>