

Stellungnahme von DAI, BDI und VDT zum Entwurf der EU-Kommission für eine „Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente zur Aufhebung der Richtlinie 2004/39/EC des Europäischen Parlaments und des Rates, und eine Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung [EMIR] über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister“

Frankfurt am Main / Berlin, 29. November 2011

Einleitung

Das Deutsche Aktieninstitut (DAI), der Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI), und der Verband deutscher Treasurer (VDT) begrüßen die Gelegenheit, zu dem Vorschlag der EU-Kommission für eine „Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente zur Aufhebung der Richtlinie 2004/39/EC des Europäischen Parlaments und des Rates, und eine Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung [EMIR] über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister“ Stellung zu nehmen.

Die im Jahr 2004 verabschiedete Finanzmarkttrichtlinie (MiFID) hat dazu beigetragen, den Wettbewerb zwischen den unterschiedlichen Handelsplattformen und Wertpapierfirmen in Europa zu erhöhen. Sie war damit ein weiterer Schritt zur Integration des europäischen Binnenmarkts. Allerdings haben die marktlichen und technologischen Entwicklungen sowie die Erfahrungen aus der Finanzkrise gezeigt, dass es notwendig ist, das vorhandene Regulierungswerk auf den Prüfstand zu stellen und bestehende Regulierungslücken zu schließen. Grundsätzlich ist es daher zu begrüßen, diese Erkenntnisse in die Überarbeitung der MiFID einfließen zu lassen.

Bei diesen Überlegungen gilt es aber, die Besonderheiten nicht-finanzieller Unternehmen umfassend zu berücksichtigen. Anerkannt wurde in der Diskussion um die Derivateverordnung (EMIR), dass Derivate von nicht-finanziellen Unternehmen, die zur Absicherung des operativen Geschäfts eingesetzt werden, keine Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems darstellen. Ganz im Gegenteil entfalten diese Sicherungsgeschäfte eine stabilisierende Wirkung, indem sie Risiken der Unternehmen verringern, die sich beispielsweise im grenzüberschreitenden Geschäft aus Währungsschwankungen ergeben. Die Besonderheiten dieses Einsatzes von Derivaten werden in der Derivateverordnung berücksichtigt: Derivate nicht-finanzieller Unternehmen, die zur Absicherung operativer Risiken eingesetzt werden, werden daher bei der Bestimmung der Clearingschwelle, die letztendlich die Clearingpflicht auslöst, nicht hinzugezählt.

Zwar wurden die laufenden Arbeiten der EMIR in Art. 1 para. 3 MiFIR berücksichtigt, indem Derivate nichtfinanzielle Unternehmen, die die Clearingschwelle nicht überschritten haben, von der Handlungspflicht gemäß Titel V der MiFIR ausgenommen sind. Allerdings finden sich an verschiedenen Stellen des Regulierungsentwurfs weitere Regelungen, die sich auf das Derivategeschäft nichtfinanzieller Unternehmen negativ auswirken und die dem „Geist“ der EMIR widersprechen. Ein Gleichlauf mit der EMIR ist auch in diesen Punkten notwendig, um die Effizienz des Risikomanagements nicht-finanzieller Unternehmen nicht nachhaltig zu beeinträchtigen (s. unten 1. a – f).

Neben diesen Aspekten halten wir es für ebenso kritisch, Emissionszertifikate als Finanzinstrumente zu klassifizieren und in den Anwendungsbereich der MiFID / MiFIR

einzu beziehen, da dies die Effizienz des Emissionshandels beeinträchtigen würde (s. unten 2.). Darüber hinaus sehen wir nicht die Notwendigkeit, SME growth markets zu etablieren (s. unten 3.).

1) Derivate nicht-finanzieller Unternehmen

a) Keine Pflicht zur Handelstransparenz

Nicht-finanzielle Unternehmen schließen ihre Derivatetransaktionen i.d.R. „over-the-counter“ ab. Die Notwendigkeit des OTC-Handels ergibt sich unmittelbar aus dem Zweck der Transaktion, der Absicherung von Risiken aus dem operationellen Geschäfts, dem standardisierte Produkte, die über Börsen gehandelt werden können, nicht gerecht werden können. Eine effiziente Absicherung setzt voraus, dass das Derivat exakt dem abzusichernden Geschäft angepasst werden kann. Dementsprechend wird ein Industrieunternehmen, das bspw. aus einem Auslandsgeschäft zu einem bestimmten Datum einen Währungsbetrag über eine bestimmte Summe erwartet, zur Absicherung der Kursrisiken aus diesem Geschäft ein Derivat nachfragen, dessen Laufzeit und Höhe des abzusichernden Betrages genau diesem Geschäft entspricht. Diesem Anspruch werden standardisierte Produkte hinsichtlich Fälligkeit und Betrag nicht gerecht.

Ein Großteil der von nicht-finanziellen Unternehmen verwendeten Derivatekontrakte wird inzwischen nicht mehr telefonisch mit den Banken vereinbart. Vielmehr haben sich elektronische Abwicklungsplattformen etabliert, die zwischen den Industrieunternehmen auf der Nachfrageseite und den Banken auf der Angebotsseite vermitteln. Zu diesen Plattformen gehören bspw. 360T, Currenex oder FXall, die auch für kleinere Unternehmen mit dem Vorteil verbunden sind, nicht mehr telefonisch mehrere Angebote einholen zu müssen, sondern durch die elektronische Weiterleitung einer Anfrage gleich mehrere Banken, die an diese Plattformen angeschlossen sind und vom Unternehmen ausgewählt wurden (ein Auswahlkriterium ist bspw. die Bonität), zu erreichen. Dies ändert nichts daran, dass es sich hierbei um ein bilateral abgeschlossenes Geschäft handelt. Darüber hinaus erhöhen diese Plattformen die Preistransparenz, erlauben den schnellen elektronischen Austausch von Geschäftsbestätigungen und erleichtern die elektronische Abwicklung der Transaktionen. Auch findet kein Handel im Sinne eines liquiden Sekundärmarkts unter Beteiligung von Investoren statt, da das Derivat von den nicht-finanziellen Unternehmen nach Abschluss des Vertrags meist bis zur Endfälligkeit gehalten oder bilateral angepasst wird, wenn sich das Geschäft oder die Marktmeinung ändert.

Mit der Einführung der Plattformkategorie „Organised Trading Facility“ (OTF) in die MiFID / MiFIR besteht die Gefahr, dass die von nicht-finanziellen Unternehmen genutzten Abwicklungsplattformen (siehe oben) ebenfalls in den Anwendungsbereich der MiFID / MiFIR fallen. Darüber hinaus stellen einige Betreiber dieser Abwicklungsplattformen Überlegungen an, den Status eines OTFs oder MTFs anzustreben. Hieraus ergibt sich das Paradoxon, dass nicht-finanzielle Unternehmen, die zwar von der Handelspflicht gemäß Art. 24ff. MiFIR ausgenommen sind, wenn sie die Clearingschwelle nicht überschreiten, dennoch von den MiFID-/MiFIR-Pflichten betroffen sind.

Problematisch erscheint diese indirekte Einbeziehung in die MiFID / MiFIR insbesondere vor dem Hintergrund der Transparenzanforderungen (Art. 7ff. MiFIR), die alle Derivate umfassen sollen, die auf regulierten Märkten, MTFs oder OTFs gehandelt / abgewickelt werden:

- Völlig unklar ist, wie ein „Orderbuch“ mit Handelsinteressen, Kursen und Kursofferten (Art. 7 para.1 MiFIR) für Derivate mit den oben beschriebenen individuellen Eigenschaften bezüglich Laufzeit und Betrag erstellt und veröffentlicht werden soll. In Bezug auf diese nicht-standardisierbaren Derivate würde dieses „Orderbuch“ lediglich eine Order (bzw. ein Handelsinteresse) umfassen – nämlich die des nicht-finanziellen Unternehmens, das über die Plattformen eine Anfrage (sog. Deal Request) platziert hat. Die Aussagekraft eines solchen „Orderbuches“ wäre gleich Null. In engen Märkten bestünde zudem die Gefahr, dass die Transparenzanforderungen Rückschlüsse auf die Identität des nicht-finanziellen Unternehmens zulassen könnten. Dies wäre bspw. der Fall, wenn es darum geht, Geschäfte mit exotischen Währungen oder seltenen Metallen abzusichern. Damit wäre die diesbezügliche Hedgingstrategie des nicht-finanziellen Unternehmens von Jedermann (auch den unmittelbaren Konkurrenten) einsehbar, was nicht Absicht der MiFID / MiFIR sein kann. Darüber hinaus hätten die Transparenzvorschriften gerade bei überdurchschnittlich hohen Transaktionsvolumina oder illiquiden Basiswerten (z.B. bestimmte Währungen oder Laufzeiten) gravierenden Einfluss auf die Preise, was wiederum die Absicherungsstrategie der nicht-finanziellen Unternehmen erheblich verteuern würde. Diese Gefahr besteht z.B. bei dem üblichen Verfahren, größere Volumina in Teilorders zeitversetzt im Markt zu verteilen. Die Effizienz des Risikomanagements der Realwirtschaft würde deutlich geschwächt, auch dadurch, dass eigentlich vernünftige Absicherungsmaßnahmen aus diesen Gründen unterbleiben;
- Darüber hinaus fehlt in Bezug auf die genannten Derivate eine nachvollziehbare Begründung für diese Transparenzanforderungen. Der Anlegerschutz spielt hier keine Rolle, da – wie oben beschrieben – die Derivate nicht-finanzieller Unternehmen, die der Absicherung dienen, nicht von institutionellen oder privaten Anlegern erworben und gehandelt werden. Die nicht-finanziellen Unternehmen, die die entsprechenden Derivate kaufen, sind wiederum überwiegend als professionelle Kunden einzustufen.
- Auch aus aufsichtsrechtlicher Sicht besteht kein Grund für diese Transparenzanforderungen, sind doch ohnehin Derivatetransaktionen, unabhängig davon, ob die Gegenparteien clearingverpflichtet sind oder nicht, über Transaktionsregister meldepflichtig. Eine solche Regelung sieht sowohl die Entschließung des EU-Parlaments als auch die allgemeine Ausrichtung des EU-Rats zur EMIR vor. Aus aufsichtsrechtlichen Gründen wäre daher eine weitere Veröffentlichungspflicht redundant.

Aus diesen Gründen regen wir an, die Transparenzvorschriften in Art. 7 und 9 MiFIR auf Derivate und Transaktionspartner zu beschränken, die gemäß Art. 24 ff. MiFIR von der Handelspflicht betroffen sind, was nicht-finanzielle Unternehmen mit einem Derivatebestand, der unterhalb der Clearingschwelle von EMIR liegt, ausnehmen würde). Damit wäre auch dem Erwägungsgrund 12 MiFIR Rechnung getragen, der explizit darauf hinweist, dass OTC-Derivate von den Transparenzpflichten auf MTFs und OTFs ausgenommen sein sollen: **“Therefore only those financial instruments traded purely OTC which are deemed particularly illiquid or are bespoke in their design would be outside the scope of the transparency obligations.”**

Dies sollte in den Artikeln zur Vor- und Nachhandelstransparenz auf regulierten Märkten, MTFs und OTFs berücksichtigt werden (Art. 7 Abs. 1 und 9 Abs. 1), bspw. in Art. 7 para. 1:

Regulated markets and investment firms and market operators operating an MTF or an OTF based on the trading system operated shall make public prices and the depth of trading interests at those prices for orders or quotes advertised through their systems for bonds and structured finance products admitted to trading on a regulated market or for which a prospectus has been published, emission allowances and for derivatives **which are subject to the trading obligation as referred to in Art. 24.** [...].

Diese Ausnahmeregelung sollte nicht nur für Regulierte Märkte, MTFs und OTFs gelten, sondern auch für die Transparenzvorschriften Systematische Internalisierer betreffend (Art. 17 und 20), da sich hier gleichgelagerte Probleme stellen, falls die Gegenpartei der nicht-finanziellen Unternehmen künftig als Systematischer Internalisierer einzuordnen sein sollten (schließlich ist es erklärtes Ziel des Regulierungsvorschlags, die Definition „Systematischer Internalisierer“ zu erweitern).

b) OTC-Handel auch nach Überschreiten der Clearingschwelle

Die oben beschriebene Problematik stellt sich zumindest partiell auch für nicht-finanzielle Unternehmen, die die Clearing-Schwelle überschritten haben und dementsprechend von der Handelspflicht gemäß Art. 24ff. betroffen sind. Diese „handeln“ nicht nur mit Derivaten, sondern setzen diese vor allem zur Absicherung des operativen Geschäfts ein.

Diesem Umstand müssen die Kriterien zur Definition der Derivate, die der Handelspflicht unterliegen sollen, Rechnung tragen. Bislang sind dies die Geeignetheit zum Clearing (Art. 26 para. 1a) und ausreichende Liquidität (Art. 26 para 3). Wir regen an, als zusätzliches Kriterium darauf abzustellen, ob dieses Derivat Hedgingzwecken dient oder nicht (eine solche Definition wird im Rahmen der EMIR von der ESMA entwickelt, so dass auf diese zurückgegriffen werden könnte). Damit wäre sichergestellt, dass Derivate, die eigentlich „Plattform“-geeignet (z.B. werden Währungen zu einem großen Teil schon jetzt über die oben genannten Plattformen abgewickelt), aber als Unikate nicht „Handels“-geeignet sind (da die Struktur der Transaktion individuell auf das Grundgeschäft zugeschnitten ist und es deswegen hierfür keinen liquiden Sekundärmarkt gibt und geben kann), von der Handelspflicht ausgenommen wären. Damit würden sich die obigen Schwierigkeiten in Bezug auf die Transparenzvorschriften nicht ergeben. Dies wäre auch vor dem Hintergrund der oben gemachten Anmerkungen bezüglich des Anlegerschutzes und aus aufsichtsrechtlichen Gründen angemessen.

Wir schlagen daher folgende Ergänzung in Art. 26 Abs. 3 vor:

[...]

(d) the specifics of the derivative (e.g. whether they are bespoke in their design or used for hedging purposes as defined by ESMA / EU-Commission in Regulation [] (EMIR)).

c) Ausnahmeregelungen der MiFID (Art. 2)

Die Konkretisierung der Nebentätigkeitsausnahme in Art. 2 para. 3 ist sinnvoll, damit nicht-finanzielle Unternehmen als Nebentätigkeit weiterhin ihre Risiken aus ihrer Haupttätigkeit mit Warenterminkontrakten absichern können, ohne dafür dem regulatorischen Rahmen der MiFID entsprechen zu müssen.

Während das Zusammenspiel der Ausnahmeregelungen in Art. 2 para. 1 lit. d und Art. 2 para. lit. i für „Warenderivate, Emissionszertifikate bzw. Derivaten davon“ klargestellt ist, bleibt weiterhin unklar, welche Ausnahmeregel für den Handel für andere Finanzinstrumente gilt, wenn dies auf eigene Rechnung geschieht. Als problematisch erscheint insbesondere die Ausnahmeregel in Art. 2 para. 1 lit. c. Damit wären die Vorschriften der MiFID auch auf Personen anzuwenden, die zwar ausschließlich auf eigene Rechnung handeln, aber Mitglied oder Teilnehmer eines geregelten Marktes bzw. MTF sind. Damit kann nicht gemeint sein, dass der bloße Kauf oder Verkauf von Aktien an der Börse durch nicht-finanzielle Unternehmen oder Privatanleger die Pflicht zur Anwendung der MiFID auslöst. Der Begriff Teilnahme muss daher in dem Sinne klargestellt werden, dass es sich hierbei bspw. um eine Zulassung zur Teilnahme am Börsenhandel handelt, wie es das Börsengesetz in Art. 16 BörsG vorsieht.

Auch muss sichergestellt werden, dass mittelständische Energiehändler, die nicht von der Nebentätigkeitsausnahme profitieren können, weiterhin von der MiFID ausgenommen sind, da diese ebenfalls dazu beitragen, die Liquidität auf den entsprechenden Märkten zu sichern.

d) Kompetenzen der Aufsichtsbehörden

In dem Regulierungsentwurf werden den Aufsichtsbehörden weitreichende Kompetenzen eingeräumt, die gravierende Auswirkungen auf die Risikostrategie der Unternehmen haben könnten:

- Produktintervention durch die ESMA / nationalen Aufsichtsbehörden: Die ESMA kann temporär (Art. 31 MiFIR) und die nationale Aufsichtsbehörde dauerhaft (Art. 32 MiFIR) unter bestimmten Bedingungen Finanzprodukte oder Finanzaktivitäten verbieten (bspw. aus Gründen des Anlegerschutzes oder der Marktintegrität). Wir sehen die Gefahr, dass aufgrund der unbestimmten Begriffe wie „Gefahr für den Anlegerschutz“ oder „ordnungsgemäße Funktionsweise und die Integrität der Finanzmärkte“, der Anwendungsbereich dieser Regeln in nicht akzeptabler Art und Weise ausgeweitet werden könnte.
- Positionsbeschränkungen durch die ESMA: Unter ähnlichen Bedingungen kann die ESMA von jeder Person Informationen über den Derivatebestand einholen, eine Aufforderung zur Begrenzung der entsprechenden Derivatepositionen erlassen und die Möglichkeiten beschränken, einen Warenderivatekontrakt abzuschließen (Art. 35 MiFIR).
- Befugnisse der nationalen Aufsichtsbehörden: Art. 72 MiFID räumt den nationalen Aufsichtsbehörden weitgehende Kompetenzen ein. Dazu gehört u.a. die Verpflichtung jeder Person, der Aufsichtsbehörde Informationen über den Umfang bestimmter Finanzinstrumente zu übermitteln, worauf diese verlangen kann, diese Positionen zu beschränken. Zur Sicherstellung der Integrität und

Funktionsweise der Märkte können diese zudem Obergrenzen für das Volumen oder die Zahl von Warenderivaten festlegen.

Hierbei handelt es sich um sehr weitgehende Befugnisse der Aufsichtsbehörden, die aufgrund unbestimmter Begründungen erfolgen können. Die von den Aufsichtsbehörden zu ergreifenden Maßnahmen dürfen nicht dazu führen, risikomindernde Hedging-Transaktionen nicht-finanzieller Unternehmen einzuschränken. Deswegen sollte auch hier der Gleichlauf zur EMIR hergestellt werden und Derivate nicht-finanzieller Unternehmen, die nicht der Clearingpflicht unterliegen, explizit von diesen Maßnahmen ausgenommen werden. Diese Derivate dienen überwiegend der Absicherung und stellen anerkanntermaßen keine Gefahr für die Stabilität der Finanzmärkte dar. Aus diesen Gründen schlagen wir folgende Ergänzungen in den Art. 31 Abs. 1 b and Art. 32 Abs. 2 e vor:

[...] Derivative transactions of non-financial counterparties which are not subject to the clearing obligation as defined in Art. 5 para. 1 of Regulation [...] (EMIR) shall be exempted from the prohibition or restriction.

Diese Derivate sollten auch von den Maßnahmen in Art. 35 and 72 ausgenommen sein.

e) Kompetenzen der Marktbetreiber

Auch die Betreiber von Regulierten Märkten, MTFs und OTFs für Warenderivate müssen die Zahl der Kontrakte ihrer Teilnehmer / Mitglieder begrenzen, um die Liquidität zu stärken, Marktmissbrauch zu verhindern oder die Effizienz des Preisbildungs- und Abrechnungsbedingungen zu verbessern (Art. 59 para. 1 MiFID). Dementsprechende Obergrenzen kann auch die Kommission über delegierte Akte festlegen (Art. 59 para. 3 MiFID).

Aus unserer Sicht ist es nicht gerechtfertigt, die Marktbetreiber auf das Setzen solcher Obergrenzen **zu verpflichten**. Schon jetzt haben sie die Möglichkeit, Obergrenzen einzuführen, wenn dies notwendig ist, um einen funktionsfähigen Handel zu gewährleisten. Eine Verpflichtung würde den Handlungsspielraum und die Flexibilität der Handelsbetreiber unnötig beeinträchtigen, auf bestimmte Marktsituationen adäquat reagieren zu können.

Daher sollte Art. 59 MiFID ersatzlos gestrichen werden.

f) Real-time-Reporting der Warenderivatbestände

Art. 60 MiFID verpflichtet die Betreiber von regulierten Märkten, MTFs und OTFs dazu, einmal wöchentlich einen Bericht über die Positionen von Warenderivaten und Emissionszertifikaten (bzw. Derivaten hierzu), die über diese Plattformen gehandelt werden, aufgegliedert in verschiedene Händlerkategorien zu veröffentlichen. Die Marktbetreiber sollen den zuständigen Aufsichtsbehörden auf Anfrage die Positionen aller Teilnehmer und Mitglieder übermitteln können. Dafür müssen die Mitglieder / Teilnehmer dieser Handelsplattformen in ihre Positionen „real-time“ melden.

Ein Real-Time-Reporting der Bestände ist zum einen aus aufsichtsrechtlichen Gründen nicht notwendig, da es bereits unter EMIR eine entsprechende Reportingpflicht für Derivate gibt. Dass ein Doppelreporting vermieden werden soll, unterstreicht auch Er-

wägungsgrund 29 MiFIR. Zudem liegen der Handelsplattform ohnehin die entsprechenden Daten der Transaktionen vor, die ja darüber gehandelt werden. Die Summe der Handelsaktivitäten des jeweiligen Teilnehmers bzw. Mitglieds ergibt exakt die Höhe der Bestände, so dass auch aus diesem Grund die zusätzliche Berichtspflicht der Teilnehmer / Mitglieder nicht notwendig ist.

Aus diesen Gründen sollte Art. 60 para. 2 ersatzlos gestrichen werden.

2) Emissionszertifikate

Wir befürchten, dass die Einbeziehung von Emissionszertifikaten in den Anwendungsbereich der MiFID / MiFIR den intendierten Zweck des Emissionshandels konterkarieren wird. Ziel des Emissionshandels ist es, den Ausstoß von Kohlendioxid, marktgerecht zu bewerten und so die Kosteneffizienz von Klimaschutzmaßnahmen zu steigern. Dies setzt voraus, dass ein entsprechender Handel mit Emissionszertifikaten möglich ist. Die mit den Anforderungen der MiFID / MiFIR verbundenen Kosten würde die Handelstätigkeit insbesondere von kleinen und mittleren Unternehmen, die am Emissionshandel teilnehmen müssen, deutlich reduzieren. Dies würde die Liquidität des Emissionshandels und damit dessen eigentlichen Zweck, die Auswirkungen des Emissionsausstoßes anhand von Marktpreisen zu bewerten, in Frage stellen.

Tatsache ist, dass eine deutlich sinkende kostenlose Zuteilung von Emissionsrechten ab dem Jahr 2013 die Unternehmen vor erhebliche Zusatzbelastungen stellt. KfW und ZEW rechnen in ihrem jüngsten „CO₂-Barometer“ damit, dass ab 2013 der Anteil der Anlagenbetreiber, die Zertifikate zukaufen müssen, auf 63% steigen wird. Die daraus entstehenden zusätzlichen Kosten unterscheiden sich stark zwischen den einzelnen vom Emissionshandel betroffenen Unternehmen. Für Unternehmen, die einen hohen CO₂-Ausstoß haben, werden die Kosten in Millionenhöhe liegen.

Die Effizienz des Emissionshandels wird beeinträchtigt, wenn Handelstätigkeiten aufgrund von steigenden Transaktionskosten erschwert werden. So muss nach dem KfW/ZEW CO₂-Barometer ein Unternehmen mit geringen Emissionen schon heute einen Aufschlag auf den Zertifikatepreis von etwa 4% insbesondere für die Emissionsmessung und die erforderliche Berichterstattung kalkulieren. Diesen Kosten, die aus den Effizienzverlusten resultieren, steht kein erkennbarer Nutzen gegenüber. Im Emissionshandel sind ausschließlich professionelle Marktteilnehmer involviert. Die Notwendigkeit für einen Anlegerschutz durch die MiFID-/MiFIR-Regelungen besteht daher nicht.

3) Marktsegment für mittelständische Unternehmen

Die Einführung eines speziellen Marktsegments für mittelständische Unternehmen (SME growth markets – Art. 35) ist weiterer Bestandteil der Bemühungen, den Kapitalmarktzugang für SMEs zu erleichtern. Dieses Ziel unterstützen wir ausdrücklich. Aus zwei Gründen sind die SME growth markets allerdings ungeeignet, um dieses Ziel zu erreichen:

- Es stellt sich die Frage nach der Notwendigkeit dieser Regelung. Schon jetzt existiert im Freiverkehr eine Reihe von Marktsegmenten die sich explizit an den Mittelstand wenden (Entry Standard in Frankfurt, AIM in London, Alternext in Paris). Der Börsenbetreiber hat hierbei die Möglichkeit, privatrechtliche Regulie-

rungsregime zu entwickeln, die den Anforderungen von Unternehmen und Investoren gerecht werden.

- Es stellt sich daher die Frage, warum diese erfolgreichen Segmente, die bislang als MTF agieren, durch einen SME growth market ersetzt werden sollten. Damit wäre nicht nur zusätzlicher bürokratische Aufwand verbunden, sondern auch ein Verlust an Flexibilität u.a. aufgrund der Beschränkung, dass die Mehrzahl der Unternehmen an SME growth markets mittelständische Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von bis zu 100 Mio. Euro sein müssen (Art. 4 Nr. 12 MiFID). Wahrscheinlich würden daher nur „Newcomer“ den Status als SME growth market wählen, was die Liquidität in diesen Märkten weiter aufteilen würde.
- Paradox ist zudem, einerseits den Anwendungsbereich anderer Regulierungen, insbesondere der überarbeiteten Marktmissbrauchsrichtlinie, auf MTFs auszuweiten, wovon die oben angesprochenen mittelständischen Segmente im Freiverkehr betroffen wären. Andererseits sollen für SME growth markets diesbezügliche Erleichterungen gewährt werden. Um von diesen regulatorischen Erleichterungen profitieren zu können steigt der Druck, von der „Option“ Gebrauch zu machen und von dem MTF in einen SME growth market zu wechseln und damit ein bewährtes Konzept aufzugeben.

Das Konzept des SME growth market sollte aus diesen Gründen nicht weiter verfolgt werden.