

Frankfurt, 15. März 2019

Stellungnahme des DVFA betreffend

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

Hintergrund / Vorgehensweise:

Die Europäische Kommission hat durch diverse Studien untermauert, dass innovative und wachstumsstarke kleine und mittelgroße Unternehmen (KMU) die meisten neuen Arbeitsplätze schaffen und die Wirtschaftsstruktur der EU durch Vielseitigkeit fördern. Deshalb ist es das explizite Ziel der europäischen Kapitalmarktunion den KMU einen effizienten Zugang zum Kapitalmarkt (Aktien und Unternehmensanleihen) und damit zu nachhaltigem Wachstum zu ermöglichen.

Der Schwerpunkt unserer Analyse bezieht sich entsprechend auf dieses Segment. Wir definieren KMU analog der EU-Prospektverordnung als Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von bis zu € 200 Mio.

Ein wesentlicher Baustein bei der Beurteilung ist die Erstellung und Zurverfügungstellung von Research. Die Untersuchung konzentriert sich auf Finanzdienstleister, die den Kapitalmarktzugang von KMU begleiten und auf Asset Manager, die in KMU investieren. Eine Analyse aus Sicht der Emittenten erfolgt in einer separaten Stellungnahme durch den Verband Kapitalmarkt KMU.

Finanzdienstleister und Asset-Manager, die für dieses Segment arbeiten bzw. in dieses investieren, sind sehr heterogen. Wir haben deshalb keine statistische Erhebung durchgeführt, sondern zur Untermauerung und Überprüfung unserer Analyse Interviews mit ausgewählten Marktteilnehmern geführt.

Nachfolgend stellen wir ausgewählte Themenbereiche, die sich durch MIFID II, MAR (Market Abuse Regulation) und andere Finanzmarktregulierungen im KMU-Segment entwickeln, kurz dar. Dabei ist zu betonen, dass die Anpassungsprozesse noch nicht abgeschlossen und die Marktteilnehmer noch im Prozess sind, Ihre Geschäftsmodelle anzupassen.

Finanzdienstleister und Research-Anbieter im Segment KMU:

- Aufgrund der Bepreisung von Research (keine Vergütung über Umsatzprovisionen mehr möglich) und des damit ausgelösten Kostendrucks (Asset Manager zahlen für Paketangebote meist nur einen Bruchteil des ursprünglich geforderten Preises) sinkt das Research-Angebot weiter ab. Da die Research-Abdeckung in diesem Segment bereits vor MIFID II im Schnitt nur zwischen einem und drei Häusern lag, führt eine weitere Reduktion zu deutlich weniger Markttransparenz und damit zu einem geringeren Investoreninteresse.
- Größere internationale Finanzdienstleister sind strukturell im Vorteil, da diese über Skalenerträge die MIFID II und MAR Auflagen kosteneffizienter umsetzen können. Diese konzentrieren sich in der Regel jedoch auf Large Caps. Die nationalen Anbieter, die KMU im Research und mit ihren Brokerage-Aktivitäten abdecken bzw. bei Kapitalmarkttransaktionen betreuen, ziehen sich partiell aus dem Geschäft mit KMU zurück oder reallokieren Ihre Ressourcen.
- Research findet partiell nicht mehr den Weg zum Asset Manager, da diese nur noch auf intern „gelistetes“ Research von wenigen, ausgewählten Research-Anbietern zurückgreifen. Das Bindeglied zwischen Emittent und Investoren geht weitestgehend verloren.
- Wenn die Research-Abdeckung reduziert wird, sinkt in der Regel auch die Brokerage Unterstützung und führt zu einem schwierigeren Zugang der Investoren zu den Emittenten.

Asset Manager (AM) und Vermögensverwalter im Segment KMU:

- Steigende Regulierungskosten erhöhen strukturell den Druck hin zu größeren Einheiten (Konsolidierung ist in vollem Gange) und damit auch zu höheren Portfoliovolumina. Der Anteil der AM, die noch in KMU investieren (dürfen), nimmt weiter ab.
- Es ist deutlich weniger Research im Markt. Weniger Research führt zu weniger Transparenz und Liquidität, was volkswirtschaftlich nicht zielführend ist.
- Corporate Access der AM nimmt durch weniger Research und Rückgang der Brokerage-Abdeckung ab bzw. wird deutlich aufwendiger und erschwert Investments in KMU.
- Zunehmende Aussteuerung von KMU-Investments durch steigende Regulierung und deren Kosten. Zusätzlicher Wunsch der AM nach hoher Liquidität verstärkt diesen Effekt.
- Große international agierende Häuser konzentrieren zunehmend den Corporate Access (auch für größere Unternehmen) auf sich. Die Konsequenz hieraus ist, dass kleine AM und Vermögensverwalter von diesen nicht mehr zu Emittentenpräsentationen eingeladen werden.
- Durch weniger Interesse der Asset Manager an diesem Segment werden Exits der VC- und Private Equity- Branche erschwert.

Zusammenfassung und Ergebnis /Empfehlung:

Das in der Einleitung dargestellte Ziel der Europäischen Kommission, KMU einen effizienten Zugang zum Kapitalmarkt zu ermöglichen, wird durch MIFID II und MAR sowie die allgemeine Zunahme der Finanzmarktregulierung stark gefährdet. Dabei sind es weniger einzelne Regulierungen, sondern vielmehr deren schiere Anzahl und Wechselwirkungen. Diese Situation belastet die gesamte Wertschöpfungskette (Asset Manager, unabhängige Vermögensverwalter; Wertpapierdienstleister und Emittenten) und stehen den Zielen der Kapitalmarktunion im Segment KMU diametral entgegen.

Die Investition in börsennotierte KMU wird durch die neue Regulierung zunehmend verkompliziert, so dass Investments aus unterschiedlichsten Gründen in dieses eigentlich zu fördernde Segment nicht mehr oder zunehmend weniger stattfinden. Alternativ entscheiden sich potentielle Emittenten und die Kapitalmarkttransaktionen begleitende Wertpapierdienstleister von vorne herein gegen eine Emission von KMU am Kapitalmarkt.

Für größere KMU-Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von über € 200 Mio. treffen die gemachten Aussagen ebenfalls zu, jedoch in abnehmender Intensität.

Vor dem Hintergrund dieses Befundes regt die DVFA an, eine grundsätzliche Diskussion darüber zu führen, wie die strukturellen Regulierungshärten, die den KMU-Sektor überproportional treffen, abgefedert werden können. Nur mit einer deutlichen Unterstützung dieses Marktsegments kann aus Sicht der DVFA das Ziel der Europäischen Kommission und der Kapitalmarktunion erreicht werden, dieser Unternehmensgruppe einen effizienten Kapitalmarktzugang zu ermöglichen.

Indossament:

Diese Stellungnahme wird von dem Verband Kapitalmarkt KMU unterstützt.

DVFA e.V.:

Die Standesorganisation der Investment Professionals in den deutschen Finanz- und Kapitalmärkten mit über 1.400 persönlichen Mitgliedern. Der Verband engagiert sich für die Professionalisierung des Investment-Berufsstandes, erarbeitet Standards und fördert den Finance-Nachwuchs. Er ist Mitglied von EFFAS – European Federation of Financial Analysts Societies mit über 17.000 Investment Professionals europaweit und Mitglied der ACIIA – Association of Certified International Investment Analysts, einem Netzwerk mit 100.000 Investment Professionals weltweit.

