

Angemessene Zuwendungsregeln unter MiFID II

Die Einschränkungen bei der Nutzung von Research erschweren den Kapitalmarktzugang kleiner und mittlerer Unternehmen

Zusammenfassung

Nicht nur der deutsche Mittelstand ist traditionell in hohem Maß kreditfinanziert. Dieses Finanzierungsmodell gerät jedoch unter Druck, denn es ist davon auszugehen, dass der Bankensektor aufgrund zunehmender regulatorischer Anforderungen die Kreditverfügbarkeit künftig verringern wird. Umso wichtiger werden kapitalmarktorientierte Finanzierungen als Alternativen / Ergänzungen zum klassischen Bankkredit. Dazu gehört auch der Börsengang.

Die Politik hat diese Problematik erkannt und betont daher die Wichtigkeit des Kapitalmarkts als Quelle langfristiger Finanzierungen. Aussagen hierzu finden sich beispielsweise in der Mitteilung der Europäischen Kommission zur langfristigen Finanzierung der europäischen Wirtschaft. Diese politischen Bemühungen müssen durch einen angemessenen Regulierungsrahmen flankiert werden, der es kleinen und mittleren Unternehmen erlaubt, die Kapitalmarktfinanzierung zu einem vertretbaren Aufwand und ohne faktische Hürden zu nutzen.

Im Widerspruch dazu steht die Absicht der ESMA, unabhängigen Anlageberatern, Portfolioverwaltern und Investmentfonds die Verwendung kostenloser Unternehmensanalysen (Research) verbieten zu wollen. Dies sieht der Entwurf zu dem „technical advice“ zur Konkretisierung der überarbeiteten Finanzmarktrichtlinie MiFID II vor. Bei Unternehmensanalysen handelt es sich um wichtige Informationen, mit denen institutionelle Investoren ihre Anlageentscheidungen optimieren. Wir befürchten, dass das geplante Verbot insbesondere die Bereitstellung von Research zu mittelständischen Aktien deutlich verringern wird. Den Nachteil hätten die Emittenten dieser Aktien, denen es noch schwerer fallen würde, Investoren zu finden. Diese Regelung widerspricht den oben genannten Absichtserklärungen und sollte nicht umgesetzt werden.

Unsere Anmerkungen im Einzelnen

Gemäß Art. 24 der überarbeiteten Finanzmarktrichtlinie MiFID II sollen in der „unabhängigen Anlageberatung“ und in der „Portfolioverwaltung“ nicht-monetäre Zuwendungen beschränkt werden, wenn diese in mehr als geringfügigem Umfang erfolgen. In diesem Zusammenhang beabsichtigt ESMA in ihrer Konsultation zu einem entsprechenden „technical advice“, die exklusive und kostenlose Bereitstellung von maßgeschneidertem („tailored“) Research / Unternehmensanalysen durch Banken oder andere Dienstleister zu untersagen, da es sich hierbei auch um eine nicht-monetäre Zuwendung handele (siehe S. 118 ff. des Konsultationspapiers). Begründet wird dies mit etwaigen Interessenkonflikten, die zu Lasten der Kunden gehen könnten. Der Vorschlag schließt zwar nicht aus, dass der Portfolio-Manager Research erwerben kann; dies muss nach Vorstellungen der ESMA allerdings auf der Grundlage eines separaten Vertrags zwischen dem Portfolio-Manager und dem Anbieter des Researchs geschehen.

Um ein level-playing-field herzustellen, regt ESMA zudem an, die Regelungen zum Research, die unter der MiFID nur für die unabhängige Anlageberatung und für die Portfolioverwaltung gelten, auf Investmentvehikel auszuweiten, die unter OGAW oder AIFMD reguliert werden. Dies würde den Zugang zu Research auch für Investmentfonds deutlich erschweren, obwohl die MIFID-Regeln für diese nicht gelten sollen.

Wir befürchten negative Konsequenzen für Aktieninvestments durch Investmentfonds, gerade für Aktien von kleinen und mittleren Unternehmen. Aufgrund geringerer Börsenumsätze, die typisch für Aktien dieser Emittenten sind, ist die Abdeckung dieser Unternehmen durch von professionellen Analysten erstelltes Research bereits jetzt sehr niedrig. Dies ist ein wesentlicher Grund dafür, dass sich nur wenige Investoren für diese Aktien interessieren, da ihnen schlicht Informationen über die betroffenen Emittenten fehlen. Daraus folgt eine geringe Liquidität der Aktien, die das Interesse der Investoren weiter verringert. Resultat ist ein „Teufelskreis fehlender Liquidität“, der den Börsengang und die Kapitalmarktfinanzierung der kleinen und mittleren Unternehmen erheblich erschwert.

Fundierte Finanzanalysen sind also eine wichtige Informationsquelle für das Fondsmanagement bei der Entscheidung, die Aktie eines kleinen oder mittleren Unternehmens (KMU) unter Rendite-Risiko-Abwägungen zu erwerben. Diese essentielle Funktion von Research darf nicht regulatorisch beeinträchtigt werden. Wird nun der Zugang zu Unternehmensanalysen auf die von der ESMA vorgeschlagene Weise reduziert, hat dies negative Auswirkungen insbesondere auf die Bereitstellung von Unternehmensanalysen für KMU.

Im Gegensatz zu den „herkömmlichen“ Fonds, die in Aktien größerer Unternehmen investieren, ist das von Small- oder Mid Caps-Fonds verwaltete Vermögen niedrig. Damit sind auch die Erträge geringer, die von einer Kapitalverwaltungsgesellschaft durch das Auflegen dieser KMU-Fonds erwirtschaftet werden können.

Daher stellt sich die Frage, ob das Management eines KMU-Fonds weiterhin rentabel betrieben werden kann, wenn das für die Investmententscheidung dringend notwendige Research aus diesen Erträgen finanziert werden muss. Wir befürchten, dass viele Kapitalverwaltungsgesellschaften diese Frage mit einer deutlichen Verringerung ihres Engagements in Aktien kleinerer und mittlerer Emittenten beantworten werden. Damit würden wichtige Investoren ausfallen, die einen Börsengang und eine erfolgreiche Börsennotiz mittelständischer Unternehmen erst ermöglichen.

Verschärfend kommt hinzu, dass die Anbieter von Unternehmensanalysen auf die geringere Nachfrage reagieren und dementsprechend das Angebot reduzieren würden. Dies hätte weitere negative Auswirkungen auf die Abdeckung von KMU-Aktien durch Analysten, was deren Börsennotiz zusätzlich erschweren bzw. unattraktiv machen würde. Insgesamt widerspricht daher die von der ESMA vorgeschlagene Auslegung der MiFID II-Regeln dem politischen Willen, den Kapitalmarktzugang für mittelständische Unternehmen zu erleichtern, wie er zuletzt in der Mitteilung der Europäischen Kommission zur „Langfristigen Finanzierung der Europäischen Wirtschaft“ ausgedrückt wurde.

Für die europäischen Kapitalmärkte und die Bereitstellung von Börsenfinanzierungen für den Mittelstand ist es daher unabdingbar, die von der ESMA geplanten, unangemessen strikten Regeln zum Research nicht weiter zu verfolgen. Wir sehen auch nicht die Gefahr von Fehlanreizen, die ein Verbot von Research als nicht-monetäre Zuwendung rechtfertigen würde. Gerade bei Research für mittelständische Aktien handelt es sich um eine wichtige Informationsquelle, damit das Fondsmanagement im Sinne des Kunden die richtige Investitionsentscheidung treffen kann. Um etwaige Fehlanreize zu unterbinden, sind angemessenere Vorkehrungen, wie etwa „best execution“, ausreichend. Schließlich halten wir die ESMA-Auslegung des Level-1-Textes zur MiFID II für viel zu weitgehend. Ein weitreichendes Verbot der Bereitstellung von Research war sicherlich nicht Intention des Gesetzgebers.

Kontakt

Dr. Norbert Kuhn
Leiter Unternehmensfinanzierung
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Niederuau 13-19
60325 Frankfurt am Main
Telefon +49 69 92915 - 20
Fax +49 69 92915 - 12
kuhn@dai.de
www.dai.de

