



Kapitalmarktunion: Kommission legt umfangreiches Legislativpaket vor *Betroffene Gebiete: Clearing, Insolvenz von Nichtbanken und Listing*

Die Europäische Kommission hat am 07.12.2022 ein umfassendes Legislativpaket vorgelegt, welches zu einer Weiterentwicklung der Kapitalmarktunion beitragen soll. Hierdurch sollen – als übergeordnetes Ziel – Investitionen in der EU erleichtert und vereinfacht werden.

Betroffen sind drei Themen:

- Steigerung der Attraktivität und Widerstandsfähigkeit der in der EU erbrachten Clearingdienste (vgl. 1.);
- EU-weite Harmonisierung bestimmter Insolvenzvorschriften für Nichtbanken (vgl. 2.);
- Verringerung des Verwaltungsaufwands für die Notierung insbesondere von mittelständischen Unternehmen an öffentlichen Märkten durch ein neuen Legislativakt für das Börsen-Listing („Listing Act“, vgl. 3.).

1. Clearing

Ein Hauptziel der neuen Clearing-Vorschriften ist, dass das so genannte Euro-Clearing in absehbarer Zeit nicht mehr in London stattfindet, sondern in der EU. Zuletzt verlängerte die Kommission im Januar 2022 zwar die Übergangsfrist, in der das Euro-Clearing in London stattfinden kann, von Mitte 2022 auf Mitte 2025. Ab 2025 soll dann aber das Euro-Clearing durch zentrale Gegenparteien (CCPs) und die Aufsicht hierfür hauptsächlich in der EU stattfinden. Die derzeit bestehende zu starke Abhängigkeit von Drittlands-CCPs, namentlich solchen im Vereinigten Königreich, schätzen Kommission und die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) als Risiko für die Finanzstabilität in der EU ein.

Um das Clearing in der EU zu fördern und die Attraktivität von EU-CCPs zu erhöhen, sollen die Verfahren für EU-CCPs vereinfacht werden, wenn sie neue Produkte einführen oder Risikomodelle ändern wollen. Des Weiteren sehen die Vorschläge eine Stärkung des Aufsichtsrahmens für EU-CCPs vor, um diese krisenfester zu machen und den Lehren aus den jüngsten Energiemarktentwicklungen gerecht zu werden. Geplant ist zum Beispiel u.a. als Reaktion auf die Turbulenzen an den Energiemärkten im Zuge des Ukraine-Kriegs eine Erhöhung der Transparenz von Nachschussforderungen, damit Marktteilnehmer (einschließlich Energieunternehmen) besser in der Lage sind, solche Forderungen vorherzusehen. Um die offene strategische Autonomie der EU zu stärken und die Finanzstabilität zu schützen, sollen EU-Marktteilnehmer verpflichtet werden, übermäßige Risikopositionen gegenüber CCPs aus Drittstaaten abzubauen, insbesondere bei Derivaten, die laut der ESMA von wesentlicher Systemrelevanz sind. Dazu zählen etwa auf Euro lautende Zinsderivate sowie Kreditausfallversicherungen (Credit Default Swaps). Für das Clearing eines Teils dieser Derivatekontrakte sollen die Marktteilnehmer künftig Clearing-Konten bei EU-CCPs einrichten müssen.

Die Vorschläge umfassen eine Änderung der [Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen \(EMIR\)](#) sowie gezielte Anpassungen an den Aufsichtsrahmen für Banken ([Eigenkapitalverordnung](#) und [Eigenkapitalrichtlinie](#)) und für Wertpapierfirmen ([Wertpapierfirmenrichtlinie](#)) sowie an der [Richtlinie über Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren \(OGAW\)](#) und der [Geldmarktfondsverordnung](#).

2. Insolvenzvorschriften für Nichtbanken

Des Weiteren hat die Kommission einen Richtlinienvorschlag zur Harmonisierung bestimmter Aspekte des Insolvenzverfahrens (KOM(2022) 702) vorgelegt. Das Fehlen harmonisierter Insolvenzregelungen wird seit langem als eines der Haupthindernisse für den freien Kapitalverkehr in der EU und für eine stärkere Integration der EU-Kapitalmärkte angesehen. Der neue Vorschlag der Kommission zielt aus dem Grunde darauf ab, bestimmte Insolvenzvorschriften der Mitgliedstaaten für Nichtbanken



zu harmonisieren und gemeinsame Mindeststandards für alle Mitgliedstaaten zu schaffen, um so grenzüberschreitende Investitionen zu fördern und Kapitalkosten für Unternehmen zu senken. Ziel ist u.a., die Abwicklung oder Umschuldung von Unternehmen zu erleichtern und zu beschleunigen. Insgesamt wird der Nutzen des Vorschlags auf über zehn Mrd. Euro pro Jahr geschätzt. Er ergänzt die Richtlinie über Restrukturierung und Insolvenz ((EU) 2019/1023), welche sich auf zwei spezifische Verfahrensarten konzentriert: Vorinsolvenzliche Verfahren und Schuldenerlassverfahren für gescheiterte Unternehmer. Letztere Richtlinie befasst sich indes selbst nicht mit der Art und Weise der Durchführung von Insolvenzverfahren wie die nun vorgelegte.

Der Richtlinienvorschlag zielt auf die drei wichtigsten Aspekte des Insolvenzrechts ab: (i) die Verwertung von Vermögenswerten aus der Insolvenzmasse, (ii) die Effizienz des Verfahrens und (iii) die vorhersehbare und gerechte Verteilung des verwerteten/zurückgewonnenen Werts unter den Gläubigern.

Konkret enthält der Richtlinienvorschlag folgende Elemente:

- Allgemeine Bestimmungen über den Anwendungsbereich und Definitionen (Art. 1-3);
- Mindestharmonisierung der Bedingungen für die „Anfechtung von Rechtsgeschäften“ zum Schutz der Insolvenzmasse vor der unrechtmäßigen Entziehung von Vermögenswerten, die vor der Eröffnung des Insolvenzverfahrens vorgenommen wurde. Damit soll sichergestellt werden, dass die Rechtsvorschriften der Mitgliedstaaten über Insolvenzverfahren einen Mindestschutz in Bezug auf die Nichtigkeit, Anfechtbarkeit oder Nichtdurchsetzbarkeit von Rechtshandlungen zum Nachteil der Gesamtheit der Gläubiger bieten (Art. 4-12);
- Erleichterung der grenzüberschreitenden Verfolgung von Vermögenswerten durch erleichterten Zugang der Insolvenzverwalter zu Vermögensregistern (Art. 13-18): Der Schwerpunkt der Vorschriften liegt auf dem Zugang von Insolvenzverwaltern zu verschiedenen Registern (öffentliche und nicht-öffentliche), die relevante Informationen über Vermögenswerte enthalten, die zur Insolvenzmasse gehören oder gehören sollten;
- Einführung von Vorschriften zu sog. „Pre-Pack“-Verfahren in den Insolvenzordnungen aller Mitgliedstaaten: Bei einem Pre-Pack-Verfahren wird der Verkauf des Unternehmens des Schuldners (oder eines Teils davon) vor der förmlichen Eröffnung des Insolvenzverfahrens („Pre-Pack“) vorbereitet und verhandelt. Dies trägt dazu bei, einen schnellen Verfall des Unternehmenswertes zu verhindern („melting ice cube effect“) (Art. 19-25);
- Verpflichtung der Mitglieder der Unternehmensleitung, rechtzeitig Insolvenz anzumelden, um zu verhindern, dass der Wert des Unternehmens Schaden nimmt sowie zivilrechtliche Haftung (Art. 36-37);
- Vereinfachte Verfahren für insolvente Kleinunternehmen, um die Verfahrenskosten zu senken und den Eigentümern der Unternehmen eine Schuldenbefreiung zu ermöglichen, sodass ihnen ein Neuanfang als Unternehmer möglich ist (Art. 38-57);
- Mindestharmonisierungsvorschriften zu der Einrichtung von Gläubigerausschüssen, um eine gerechte Verteilung des beigetriebenen Werts unter den Gläubigern sicherzustellen (Art. 58-67);
- Maßnahmen zur Verbesserung der Transparenz der nationalen Rechtsvorschriften für Insolvenzverfahren. Die Mitgliedstaaten werden verpflichtet, ein klar definiertes, standardisiertes Merkblatt mit praktischen Informationen über die wichtigsten Merkmale ihrer nationalen Rechtsvorschriften für Insolvenzverfahren zu erstellen und regelmäßig zu aktualisieren. Dieses Merkblatt muss auf dem E-Justiz-Portal zur Verfügung gestellt werden, um grenzüberschreitenden Anlegern ihre Entscheidungen zu erleichtern (Art. 68);
- Umsetzungsfrist für die Mitgliedstaaten: bis zu zwei Jahre nach Inkrafttreten (Art. 71).

3. Börsennotierungen (Listing Act)

Die Kommission will die Anforderungen für die Notierung an öffentlichen Märkten spürbar absenken, damit Unternehmen leichter Zugang zu Finanzmitteln erhalten können. Dies will sie u.a. durch Änderungen der Prospektverordnung, der Marktmissbrauchsverordnung und der Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente erreichen. Vorgesehen sind darüber hinaus eine Änderungsrichtlinie zur



Änderung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und zur Aufhebung der Notierungsrichtlinie sowie eine Richtlinie über Mehrstimmrechtsaktien.

Insgesamt sollen u.a. die Prospektpflichten reduziert und vereinfacht sowie die Verfahren zur Kontrolle dieser Prospekte durch die Aufsichtsbehörden gestrafft werden. Die geplante Vereinfachung des Regelwerks werde – so die Kommission – den gelisteten Unternehmen in der EU insgesamt etwa 100 Millionen Euro jährlich ersparen, wovon 67 Millionen Euro mit einfacheren Prospektregeln zusammenhängen. Des Weiteren sollen bestimmte Marktmissbrauchsregeln vereinfacht und klarer gefasst werden. Außerdem soll die Verfügbarkeit von Finanzanalysen zu kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) verbessert werden. Hierdurch sollen die entsprechenden Aktien für Investoren attraktiver werden. Sofern eine Notierung an einer KMU-Wachstumsbörse angestrebt wird, soll die Möglichkeit bestehen, Aktien mit Mehrfachstimmrechten auszugeben. Dies soll den Eigentümern ermöglichen auch nach dem Börsengang eine „ausreichende Kontrolle“ über das Unternehmen behalten zu können.

Über das Legislativpaket müssen nun Rat und Europäisches Parlament im ordentlichen Gesetzgebungsverfahren befinden.

Weiterführende Informationen:

https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/ip_22_7348