



EUROPÄISCHE KOMMISSION

Brüssel, den 20.10.2011  
SEK(2011) 1218 endgültig

**ARBEITSDOKUMENT DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN**

**ZUSAMMENFASSUNG DER FOLGENABSCHÄTZUNG**

*Begleitunterlage zum / zur*

**Vorschlag für eine  
Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über strafrechtliche Sanktionen  
für Insider-Geschäfte und Marktmanipulation**

**und**

**Vorschlag für eine  
Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und  
Marktmanipulation (Marktmissbrauch)**

{KOM(2011) 651 endgültig}  
{SEK(2011) 1217 endgültig}

## 1. PROBLEMSTELLUNG

Die Marktmissbrauchsrichtlinie zielt darauf ab, das Anlegervertrauen und die Marktintegrität zu verbessern, indem sie Personen, die über Insider-Informationen verfügen, den Handel mit davon betroffenen Finanzinstrumenten („Insider-Geschäfte“) untersagt und die Manipulation der Märkte durch Praktiken wie die Verbreitung von falschen Informationen oder Gerüchten und den Abschluss von Transaktionen, mit denen das Erzielen eines anormalen Kursniveaus gesichert wird, („Marktmanipulation“) verbietet.

Die Marktmissbrauchsrichtlinie sieht einige Instrumente zur Verhinderung und Aufdeckung von Marktmissbrauch vor, darunter Insiderlisten, die Meldung verdächtiger Geschäfte und die Offenlegung der Eigengeschäfte von Führungskräften. Zudem verpflichtet sie die Emittenten von Finanzinstrumenten, die auf einem geregelten Markt gehandelt werden, die ihnen vorliegenden Insider-Informationen so bald wie möglich zu veröffentlichen, wobei die Aufschubmöglichkeiten beschränkt werden.

Im Interesse einer wirksamen Durchsetzung werden die zuständigen nationalen Behörden ermächtigt, Ermittlungen vorzunehmen, verwaltungsrechtliche Maßnahmen zu ergreifen und „wirksame, verhältnismäßige und abschreckende“ Sanktionen zu verhängen.

Die Marktmissbrauchsrichtlinie gibt einen Rahmen für die Harmonisierung zentraler Konzepte und Vorschriften in Bezug auf den Marktmissbrauch und zur Stärkung der Zusammenarbeit zwischen den Regulierungsbehörden vor. Dennoch haben die Kommissionsdienststellen einige Probleme festgestellt, die nachstehend eingehender beleuchtet werden.

### 1.1. **Regulierungslücken hinsichtlich neuer Märkte, Plattformen und außerbörslicher Instrumente (OTC-Instrumente)**

Sind Finanzinstrumente zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen, so unterliegt jeglicher Handel mit diesem Instrument der Marktmissbrauchsrichtlinie, unabhängig davon, ob er auf einem multilateralen Handelssystem (MTF), auf einem elektronischen Handelssystem („Broker Crossing Network“) oder außerbörslich (OTC) erfolgt. Was Insider-Geschäfte (nicht jedoch die Marktmanipulation) angeht, gilt das Verbot auch für Finanzinstrumente, die nicht zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, deren Wert jedoch von einem solchen Finanzinstrument abhängt.

Diese Konzentration auf Instrumente, die an geregelten Märkten gehandelt werden, wurde jedoch von den Marktentwicklungen überholt. Ein stärkerer Wettbewerb und ein umfangreicherer Einsatz von Technologien haben zu einer verstärkten Nutzung von MTF und anderen organisierten Handelssystemen (wie Crossing Networks) für Handelsinstrumente geführt. Auch die OTC-Märkte haben an Bedeutung gewonnen. Instrumente, die nicht zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, sondern nur auf einem MTF, einem sonstigen System oder außerbörslich gehandelt werden, sind von der Marktmissbrauchsrichtlinie nicht erfasst.

Zudem wurden Bedenken geäußert, dass die zunehmende Fragmentierung des Handels über die verschiedenen Märkte hinweg eine wirksame Durchsetzung beeinträchtigen könnte und unterschiedliche Überwachungsstandards für die verschiedenen Arten von Handelsplätzen ungleiche Rahmenbedingungen nach sich ziehen könnten. Ferner wirft der zunehmende Trend zum automatisierten Handel und zum Hochfrequenzhandel (HFT) die Frage auf, wie die Regulierungsbehörden einen solchen Handel überwachen können und ob bestimmte, möglicherweise missbräuchliche Strategien von der Marktmissbrauchsrichtlinie angemessen erfasst sind.

## **1.2. Regulierungslücken hinsichtlich der Waren- und Warenderivatemärkte**

Marktmissbrauch kann markt- und grenzübergreifend stattfinden. Dies gibt insbesondere hinsichtlich der Waren- und Warenderivatemärkte Anlass zur Besorgnis, da die Integritäts- und Transparenzvorschriften zwar für die Derivatemärkte, nicht aber für die ihnen zugrunde liegenden Märkte gelten.

Die Marktmissbrauchsrichtlinie verpflichtet die Finanzaufsichtsbehörden bisher nicht, Entwicklungen an den Warenmärkten zu berücksichtigen, wenn sie die Finanzmärkte auf einen möglichen Marktmissbrauch hin prüfen, oder mit den für die Warenmärkte zuständigen Regulierungsbehörden in der EU oder in Drittländern zusammenzuarbeiten oder Informationen auszutauschen. Die fehlende Zusammenarbeit zwischen den Regulierungsbehörden für die Finanzmärkte und die Warenmärkte könnte jedoch die Integrität beider Arten von Märkten schwächen.

Warenmärkte unterliegen nicht denselben Integritäts- und Transparenzanforderungen an die Handelstätigkeiten wie Finanzmärkte. Der Derivatehandel darf den Kurs von Finanzinstrumenten nicht verzerren. Kommt es jedoch durch einen Derivatehandel zu einer Kursverzerrung an den zugrunde liegenden Warenmärkten oder durch den Warenhandel zu einer Verzerrung der Kurse von Finanzinstrumenten, greift die derzeitige Definition der Marktmanipulation nicht. Die Regulierungsbehörden befürchten daher, dass Derivatemärkte zur Manipulation der zugrunde liegenden Warenmärkte genutzt werden könnten.

Zudem gibt es keine allgemeingültigen Vorschriften über die Art der offenzulegenden Informationen, und es bestehen Bedenken hinsichtlich eines Mangels an Transparenz hinsichtlich grundlegender Informationen an den Warenmärkten. Dies zieht Probleme für Anleger an Warenderivatemärkten nach sich, da der Wert eines Derivats in hohem Maße von dem zugrunde liegenden Instrument oder der zugrunde liegenden Ware abhängt. Es bringt jedoch auch Probleme für die Aufsichtsbehörden, die Transaktionen an diesen Märkten nicht auf einen möglichen Missbrauch hin überwachen können.

## **1.3. Keine wirksame Durchsetzung durch die Regulierungsbehörden**

Erstens verfügen die Regulierungsbehörden nicht über alle notwendigen Befugnisse zur Aufdeckung von Marktmissbrauch. So erhalten sie beispielsweise keine Meldungen über verdächtige Transaktionen mit OTC-Derivaten, obwohl diese missbräuchlich genutzt werden können. In einigen Mitgliedstaaten können die Regulierungsbehörden keine vorhandenen Daten- und Telefonverkehrsaufzeichnungen der Telekommunikationsbetreiber anfordern, die

jedoch als Nachweis für die Untersuchung und Ahndung von Marktmissbrauch, insbesondere Insider-Geschäfte, erforderlich wären. Bestimmte Fälle des Marktmissbrauchs, die verwaltungsrechtlichen Sanktionen unterliegen, können daher möglicherweise nicht aufgedeckt und geahndet werden. Der Zugang zu solchen Daten ist eine wesentliche Voraussetzung für die Erfüllung der Untersuchungs- und Durchsetzungsaufgaben der Regulierungsbehörden. Einige Regulierungsbehörden sind nicht befugt, Privaträume zu betreten und dort Unterlagen sicherzustellen. Zudem stehen den Regulierungsbehörden in einigen Fällen keine Primärinformationen von Informanten zur Verfügung, da diese keine Anreize erhalten und möglicherweise nicht ausreichend geschützt sind. Schließlich verfügen die Regulierungsbehörden nicht über die erforderlichen Instrumente, um gegen „versuchte Marktmanipulation“ (d. h. gescheiterte Versuche der Marktmanipulation) vorzugehen.

Zweitens verfügen nicht alle zuständigen Behörden über sämtliche erforderlichen Sanktionsbefugnisse, um alle Missbrauchsfälle angemessen ahnden zu können. In acht Mitgliedstaaten haben die zuständigen Behörden beispielsweise nicht die Möglichkeit, bei Verstößen Zulassungen zu entziehen. In einigen Mitgliedstaaten ist die Höhe der Geldbußen zudem niedrig und nicht abschreckend genug. Ist der durch den Marktmissbrauch erreichbare Gewinn jedoch höher als die erwartete Sanktion, verringert sich deren abschreckende Wirkung. Zudem stellen nicht alle zuständigen Behörden sicher, dass die verhängten Sanktionen veröffentlicht werden, was für eine wirksame Durchsetzung von großer Bedeutung wäre. Darüber hinaus stehen in einigen Mitgliedstaaten keine strafrechtlichen Sanktionen für bestimmte Fälle von Insider-Geschäften und Marktmanipulation zur Verfügung, obwohl solche Sanktionen stark abschreckend wirken würden. Diese Abweichungen schwächen den Binnenmarkt, lassen Spielraum für Aufsichtsarbitrage und erschweren die grenzübergreifende Zusammenarbeit der Durchsetzungsbehörden.

#### **1.4. Mangelnde Klarheit und Rechtssicherheit**

Die Marktmissbrauchsrichtlinie sieht bestimmte Optionen und Ermessensspielräume sowie Bestimmungen vor, die Interpretationsspielraum bei der praktischen Anwendung lassen. Diese Abweichungen und Zweideutigkeiten führen zu Unterschieden in den Vorschriften der einzelnen Mitgliedstaaten. Dem De-Larosière-Bericht zufolge sind Optionen und Ermessensspielräume ein Grund für Wettbewerbsverzerrungen und Aufsichtsarbitrage und stehen somit einem reibungslosen Funktionieren des Binnenmarkts im Weg. Dies betrifft insbesondere das Konzept der zulässigen Marktpraktiken (AMP), die Offenlegung von Insider-Informationen durch die Emittenten und die Verpflichtung der Führungskräfte von Emittenten, Eigengeschäfte mit Finanzinstrumenten zu melden.

#### **1.5. Unverhältnismäßiger Verwaltungsaufwand für die Emittenten, insbesondere KMU**

Ferner wurde darauf hingewiesen, dass nur wenige KMU Kapital an den Wertpapiermärkten aufnehmen, unter anderem da die anfänglichen und laufenden Kosten der Notierung die Vorteile einer solchen Kapitalaufnahme überwiegen und die EU-Vorschriften für KMU ein zu hohes Hindernis für den Zugang zu diesen Märkten darstellen. Würde die Marktmissbrauchsrichtlinie ohne Anpassungen auf MTF angewandt, hätten KMU, die an solchen Märkten notiert sind, höhere Kosten

zu tragen, da bisher für die KMU-Märkte in mehreren Mitgliedstaaten besondere Regelungen gelten, um deren Kosten niedrig zu halten. Als besonders problematisch bezeichnen die beteiligten Akteure in diesem Zusammenhang die Verpflichtungen zur Offenlegung kursrelevanter Informationen, zur Erstellung von Insiderlisten und zur Offenlegung der Eigengeschäfte von Führungskräften. Ihrer Ansicht nach sind diese mit einem erheblichen finanziellen und administrativen Aufwand für kleinere börsennotierte Unternehmen verbunden.

## **2. BASISZENARIO UND SUBSIDIARITÄT**

Werden keine Maßnahmen auf EU-Ebene ergriffen, so wird es wahrscheinlich keine koordinierte Reaktion auf die vorstehend genannten Probleme geben, die somit in Zukunft erneut auftreten könnten. Infolgedessen würden bestimmte Märkte und Transaktionen nicht von den Vorschriften über Marktmissbrauch erfasst, bestimmte Missbrauchsfälle würden nicht oder nur unzureichend geahndet, und der mit den unterschiedlichen nationalen Rechtsvorschriften verbundene Verwaltungsaufwand würde weiter bestehen. Wenngleich alle genannten Probleme signifikante Auswirkungen in jedem einzelnen Mitgliedstaat haben, kann ihre Gesamtauswirkung nur im grenzübergreifenden Kontext vollständig erfasst werden. Denn Marktmissbrauch ist überall dort möglich, wo das betreffende Instrument notiert ist oder außerbörslich gehandelt wird, so dass ein reales Risiko besteht, dass nationale Maßnahmen zur Bekämpfung des Marktmissbrauchs umgangen werden oder unwirksam bleiben, wenn nicht auch EU-weit Maßnahmen getroffen werden. Auch zur Verhinderung von Aufsichtsarbitrage ist ein einheitliches Vorgehen unumgänglich. Vor diesem Hintergrund erscheinen Maßnahmen auf EU-Ebene im Sinne des Grundsatzes der Subsidiarität als angebracht.

Nach dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit müssen die Maßnahmen gezielt sein und dürfen nicht über das zur Erreichung der Ziele erforderliche Maß hinausgehen. An diesem Grundsatz orientierten sich die Ermittlung alternativer Optionen sowie die Analyse und der Vergleich der einzelnen Optionen.

## **3. ZIELSETZUNGEN**

Vor dem Hintergrund der vorstehenden Problemanalyse bestehen die allgemeinen Ziele der Überarbeitung der Marktmissbrauchsrichtlinie darin, die Marktintegrität und den Anlegerschutz zu erhöhen und ein einheitliches Regelwerk und gleiche Rahmenbedingungen sicherzustellen. Gleichzeitig soll der Wertpapiermarkt für die Kapitalaufnahme durch KMU attraktiver werden.

Im Hinblick auf das Erreichen dieser allgemeinen Ziele müssen folgende Einzelziele erreicht werden:

- (1) Gewährleistung, dass die Regulierung mit den Marktentwicklungen Schritt hält;
- (2) Sicherstellung einer wirksamen Durchsetzung der Vorschriften über den Marktmissbrauch;

- (3) Stärkung der Wirksamkeit der Vorschriften über den Marktmissbrauch durch größere Klarheit und Rechtssicherheit;
- (4) Soweit möglich, Verringerung des Verwaltungsaufwands, insbesondere für KMU.

#### **4. POLITIKOPTIONEN**

Die Politikoptionen sind entsprechend den operativen Zielen, die sich aus den vorstehend genannten spezifischen Zielen ergeben, in Gruppen eingeteilt.

##### **4.1. Verhinderung des Marktmissbrauchs an organisierten Märkten und auf Plattformen sowie bei OTC-Transaktionen**

- (1) Option 1 – keine EU-Maßnahmen;
- (2) Option 2 – Ausweitung der Vorschriften über den Marktmissbrauch auf Credit Default Swaps (CDS).
- (3) Option 3 – Ausweitung der Vorschriften über die Marktmanipulation auf OTC-Instrumente;
- (4) Option 4 – Ausweitung der Vorschriften über den Marktmissbrauch auf Instrumente, die nur zum Handel auf MTF zugelassen sind;
- (5) Option 5 – Ausweitung der Vorschriften über den Marktmissbrauch auf Instrumente, die nur zum Handel auf anderen Handelssystemen (außer MTF) zugelassen sind;
- (6) Option 6 – Ausweitung der Vorschriften über den Marktmissbrauch auf (bilateral) außerbörslich gehandelte Instrumente;
- (7) Option 7 – bessere Aufsicht über HFT;
- (8) Option 8 – bessere Beaufsichtigung von Wertpapierunternehmen, die Handelssysteme wie z. B. MTF betreiben.

##### **4.2. Verhinderung des Marktmissbrauchs an Warenmärkten und damit verbundenen Derivatemärkten**

- (1) Option 1 – keine EU-Maßnahmen;
- (2) Option 2 – Ausweitung der Definition der Begriffe „Insider-Informationen“ und „Marktmanipulation“ auf Waren-Spot-Kontrakte;
- (3) Option 3 – Definition des Begriffs „Insider-Informationen“ in Bezug auf Warenderivate;
- (4) Option 4 – Verpflichtung der Händler an Spotmärkten, den zuständigen Behörden die angeforderten Informationen bereitzustellen;

- (5) Option 5 – Förderung der internationalen Zusammenarbeit der für Finanz- und Warenmärkte zuständigen Aufsichtsbehörden;
- (6) Option 6 – Verpflichtung der Emittenten von Warenderivaten zur Veröffentlichung von kursrelevanten Informationen;
- (7) Option 7 – Klärung des Begriffs der Marktmanipulation im Bereich der Warenderivate.

#### **4.3. Gewährleistung, dass die Regulierungsbehörden über die für eine wirksame Durchsetzung erforderlichen Informationen und Befugnisse verfügen**

- (1) Option 1 – keine EU-Maßnahmen;
- (2) Option 2 – Einführung von Vorschriften zur Meldung von verdächtigen Aufträgen und OTC-Transaktionen;
- (3) Option 3 – Verhinderung versuchter Marktmanipulation;
- (4) Option 4 – Gewährleistung des Zugangs zu Daten- und Telefonverkehrsaufzeichnungen von Telekommunikationsbetreibern, um Marktmissbrauchsfälle auf richterliche Anordnung hin untersuchen und ahnden zu können;
- (5) Option 5 – Gewährleistung des Zugangs zu Privaträumen, um Marktmissbrauchsfälle auf richterliche Anordnung hin untersuchen und ahnden zu können;
- (6) Option 6 – Schutz und Anreize für Informanten.

#### **4.4. Gewährleistung einheitlicher, wirksamer und abschreckender Sanktionen**

- (1) Option 1 – keine EU-Maßnahmen;
- (2) Option 2 – gemeinsame Mindestvorschriften für verwaltungsrechtliche Maßnahmen und Sanktionen;
- (3) Option 3 – einheitliche verwaltungsrechtliche Maßnahmen und Sanktionen;
- (4) Option 4 – Verpflichtung zur Einführung strafrechtlicher Sanktionen;
- (5) Option 5 – gemeinsame Mindestvorschriften für strafrechtliche Sanktionen;
- (6) Option 6 – bessere Durchsetzung der Sanktionen.

#### **4.5. Beschränkung oder Abschaffung von Optionen und Ermessensspielräumen**

- (1) Option 1 – keine EU-Maßnahmen;
- (2) Option 2 – Harmonisierung der zugelassenen Marktpraktiken;
- (3) Option 3 – Abschaffung der zugelassenen Marktpraktiken und schrittweises Auslaufen bestehender Praktiken.

#### **4.6. Klärung bestimmter zentraler Begriffe**

- (1) Option 1 – keine EU-Maßnahmen;
- (2) Option 2 – Klärung der Bedingungen für einen Aufschub der Offenlegung von Insider-Informationen;
- (3) Option 3 – Meldung des Aufschubs der Offenlegung von Insider-Informationen;
- (4) Option 4 – Bestimmung der Bedingungen für einen Aufschub der Offenlegung im Falle von Systemrelevanz;
- (5) Option 5 – Klärung der Offenlegung der Eigengeschäfte von Führungskräften.

#### **4.7. Verringerung des Verwaltungsaufwands, insbesondere für KMU**

- (1) Option 1 – keine EU-Maßnahmen;
- (2) Option 2 – Vorschriften über die Offenlegung von Insider-Informationen durch KMU;
- (3) Option 3 – Ausnahme von KMU in Bezug auf die Pflicht zur Offenlegung von Insider-Informationen;
- (4) Option 4 – Harmonisierung der Insiderlisten;
- (5) Option 5 – Ausnahme von KMU in Bezug auf Insiderlisten;
- (6) Option 6 – Abschaffung der Pflicht zur Meldung der Eigengeschäfte von Führungskräften;
- (7) Option 7 – Harmonisierung der Anforderungen an die Meldung der Eigengeschäfte von Führungskräften, einschließlich einer höheren Schwelle für alle Emittenten, darunter auch KMU;
- (8) Option 8 – Vorschriften für KMU hinsichtlich der Meldung von Eigengeschäften von Führungskräften.

### **5. FOLGENABSCHÄTZUNG HINSICHTLICH DER BEVORZUGTEN POLITIKOPTIIONEN**

Die verschiedenen Politikoptionen wurden anhand von Kriterien wie Wirksamkeit und Effizienz auf das Erreichen der jeweiligen Ziele hin geprüft. Der Vergleich führte zu folgenden Ergebnissen:

- *Geregelte Märkte, Plattformen und OTC-Transaktionen:* Die bevorzugte Option ist eine Kombination der Optionen 2, 3, 4, 5, 7 und 8. Eine Kombination der Optionen 4, 5 und 8 würde gleiche Ausgangsbedingungen schaffen und ein hohes Niveau des Anlegerschutzes und der Integrität der Märkte für Finanzinstrumente sicherstellen, unabhängig vom Ort ihrer Zulassung zum Handel. Eine Kombination der Optionen 2 und 3 würde gewährleisten, dass eine Manipulation



der Märkte für die zugrunde liegenden Instrumente durch OTC-Derivate wie CDS klar verboten wird. Option 7 würde es den Regulierungsbehörden einfacher machen, manipulative Praktiken im Rahmen des Hochfrequenzhandels aufzudecken und zu ahnden.

- *Warenderivate*: Die bevorzugte Option ist eine Kombination der Optionen 3, 4, 5 und 7. Gemeinsam stellen diese Optionen sicher, dass vorhandene Definitionen und Verbote geklärt werden, so dass alle instrumentenübergreifenden manipulativen Strategien vollständig erfasst und gleiche Rahmenbedingungen für die Anleger geschaffen werden. Was die Kosten angeht, könnte die Absicherung für die Hersteller teurer werden, und die Aufsichtsbehörden müssten in zusätzliche Datenverarbeitungs- und Überwachungsinstrumente investieren. Was die Vorteile betrifft, erhalten die Anleger Klarheit darüber, welche Informationen sie erwarten können und wie sie sich am Derivatemarkt verhalten müssen.
- *Befugnisse der Regulierungsbehörden*: Die bevorzugte Option ist eine Kombination der Optionen 2, 3, 4, 5 und 6. Die Kombination dieser Optionen gewährleistet, dass die Regulierungsbehörden über die erforderlichen Befugnisse zur Aufdeckung von Marktmissbrauch verfügen, insbesondere da die Aufdeckung verdächtiger OTC-Transaktionen und –Aufträge erleichtert und versuchter Marktmissbrauch geahndet wird. Das Paket stellt sicher, dass die Behörden auf Daten- und Telefonverkehrsaufzeichnungen der Telekommunikationsbetreiber zugreifen und im Rahmen bestimmter Rechtsgarantien Privaträume betreten können, wenn sie einen begründeten Verdacht des Marktmissbrauchs haben, wobei die Datenschutzrichtlinie für die elektronische Kommunikation und die Charta der Grundrechte einzuhalten sind. Zudem trägt das Paket durch Anreize für Informanten und deren Schutz vor Vergeltungsmaßnahmen zu einer verbesserten Aufdeckung bei.
- *Sanktionen*: Die bevorzugte Option ist eine Kombination der Optionen 2, 4 und 6. Diese sich gegenseitig verstärkenden Optionen gewährleisten, dass im Rahmen der Vorschriften über den Marktmissbrauch wirksame, verhältnismäßige und abschreckende Sanktionen verhängt werden. Im Einklang mit Artikel 83 Absatz 2 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) ist die Verpflichtung zur Einführung von strafrechtlichen Sanktionen für Rechtsverstöße im Bereich des Insider-Geschäfte und der Marktmanipulation auf EU-Ebene ein wesentliches und verhältnismäßiges Mittel zur Schaffung eines funktionierenden Binnenmarkts.
- *Optionen und Ermessensspielräume*: Die bevorzugte Option ist Option 3. Die Umsetzung dieser Option würde die Rechtsunsicherheit verringern, den anwendbaren Rechtsrahmen klären und zur Schaffung eines einheitlichen Regelwerks in der EU beitragen.
- *Zentrale Begriffe*: Die bevorzugte Option ist eine Kombination der Optionen 3, 4 und 5. Eine Kombination aus diesen Optionen würde eine größere Rechtssicherheit nach sich ziehen, was einen Aufschub der Offenlegung und Eigengeschäfte von Führungskräften angeht, und gleichzeitig eine derzeit in der Richtlinie vorgesehene Option beseitigen.

- *KMU/Verwaltungsaufwand*: Die bevorzugte Option ist eine Kombination der Optionen 2, 4, 5 und 7. Diese vier Optionen würden den mit den Emittentenverpflichtungen verbundenen Verwaltungsaufwand im Rahmen der Vorschriften über den Marktmissbrauch umfassend verringern und wären mit der Einführung eines KMU-spezifischen Regelwerks über den Marktmissbrauch mit einem verringerten Verwaltungsaufwand verbunden.

## **6. ÜBERWACHUNG UND BEWERTUNG**

Die Kommission wird überwachen, wie die Mitgliedstaaten die in dieser Legislativinitiative zum Marktmissbrauch vorgeschlagenen Änderungen anwenden. Die Bewertung der Folgen, die sich aus der Anwendung der Legislativmaßnahme ergeben, könnte drei Jahre nach deren Inkrafttreten in Form eines Berichts der Kommission an den Rat und das Europäische Parlament erfolgen. Dieser Bericht könnte sich auf Daten der zuständigen nationalen Behörden zu den Sanktionen für Marktmissbrauch und auf einen Bericht der ESMA zu den Erfahrungen der Regulierungsbehörden stützen.