



works

Newsletter Kapitalmarktrecht Issue 6|2020

Die Themen dieses Newsletters:

1. [Direct Listing – Spotify und Slack als Vorbilder auch für Europa?](#)
2. [Regulatory Sandbox: In der „Sandkiste“ mit der FMA](#)
3. [MiFID II/MiFIR und COVID-19](#)
4. [Ad-hoc-Pflicht-Verletzung: Millionenstrafe durch Zeitungsinterview](#)
5. [Neue Informationspflicht des Emittenten über „corporate events“](#)

1. Direct Listing – Spotify und Slack als Vorbilder auch für Europa?

In Amerika hat sich durch die milliardenschweren Börsengänge von Spotify und Slack via Direct Listing eine neue alternative Form des Börsegangs etabliert. Dem Vernehmen nach dürften mit Asana und Palantir zwei Tech-Größen deren Beispiel folgen. Anders als beim bisher meist praktizierten IPO (Initial Public Offering) werden beim Direct Listing bestehende Aktien des bisher nicht börsennotierten Unternehmens einfach zum Börsehandel zugelassen, ohne dass damit ein öffentliches Angebot verbunden wäre. Beim klassischen IPO erfolgt dagegen (von Spin-Off-Börsegängen abgesehen) im Zuge des Listings auch ein Aktienangebot, wobei meist junge Aktien, seltener auch Aktien aus dem Bestand von Großaktionären angeboten werden.

Mangels Aktienangebot entfällt beim Direct Listing die Rolle des „Underwriter“, also die Übernahme und Weiterplatzierung von Aktien des Emittenten am Kapitalmarkt durch eine Bank oder (häufiger) ein Bankenkonsortium. Damit entfällt das Platzierungsrisiko, welches ansonsten entweder von den Banken oder (häufiger) vom Emittenten getragen werden müsste. Entsprechend ist auch die Dokumentation schlanker: Man benötigt etwa keinen Übernahmevertrag (Underwriting Agreement), keine Legal- und Disclosure Opinions und keinen Comfort Letter des Wirtschaftsprüfers. Damit spart man durch ein Direct Listing spürbar Kosten ein.

Ganz ohne Banken gingen freilich auch Spotify und Co nicht an die Börse. Die Rolle der Banken ist hier aber jene eines Financial Advisors. Welche Maßnahmen der Börsekandidat in Abstimmung mit seinem Financial Advisor setzt, ist unterschiedlich. Statt einer aufwendigen bei „richtigen“ IPOs üblichen Roadshow hat Spotify etwa einen „investor day-webcast“ durchgeführt, Slack one-on-one-Meetings und einen Analystentag.

Ziel eines Direct Listings ist es nicht, Geld einzusammeln (geschieht häufig vorher bereits in Form von Private Placements). Dafür profitieren die bisherigen Aktionäre von der Börsenzulassung durch



works

die bessere Handelbarkeit ihrer Aktien. Sie können diese jederzeit (auch gleich nach der Börsennotiz) verkaufen und sind üblicherweise an keine lock-up-Vereinbarungen gebunden, welche den Altaktionären bei klassischen IPOs in der Regel für zumindest einige Monate nach dem Börsegang Verkäufe untersagen.

Der Direct-Listing-Kandidat muss natürlich sämtliche allgemeinen Aufnahmekriterien (Mindestbestandsdauer, Streubesitz etc.) des jeweiligen Marktes erfüllen und (wenn das Listing in einem geregelten Markt wie dem Amtlichen Handel der Wiener Börse erfolgen soll) einen Zulassungsprospekt erstellen.

Besonders gelobt wird das Direct Listing für seine marktnahe Preisfindung. Im IPO-Prozess vorherrschend ist das Bookbuilding-Verfahren. Dabei wird vom Underwriter eine Preisspanne vorgegeben, in der die potenziellen Investoren Gebote abzugeben haben. Der tatsächliche Emissionskurs wird auf Basis des Durchschnitts dieser Gebote gebildet. Bei Direct Listings wird keine festgelegte Anzahl von Aktien verkauft. Vielmehr können potenzielle Käufer Aufträge beim Broker ihrer Wahl platzieren und zwar zu jedem Preis und jedem Volumen. Gegenüberliegend können alle Aktionäre sofort ihre Aktien verkaufen. Jeder Auftrag wird Teil des Preisfeststellungsverfahrens für den Eröffnungshandel an der Börse.

In der US-amerikanischen Literatur ist man sich einig: „*Direct Listings are here to stay!*“. Nachdem die amerikanische Kapitalmarktpaxis Europa schon oft als Vorbild diente, erwarten wir, dass die Diskussion bald vermehrt auch nach Europa überschwappen wird. Rechtlich sind derartige Direct Listings in Österreich schon jetzt möglich und zumindest im Vienna MTF (direct market, direct market plus) konnte man sie auch schon beobachten.

Gernot Wilfling / Sebastian Sieder

2. Regulatory Sandbox: In der „Sandkiste“ mit der FMA

Erstmals wird es in Österreich eine Regulatory Sandbox bei der FMA geben. Damit können ausgewählte FinTechs unter den Augen der FMA ihr Geschäftsmodell sozusagen in der Sandkiste ausprobieren. In der Regulatory Sandbox kann ein in Entwicklung befindliches, innovatives Geschäftsmodell unter Einhaltung aller einschlägigen Aufsichtsgesetze unter Marktbedingungen getestet werden.

Die Regulatory Sandbox fand sich bereits im schwarz-blauen Regierungsprogramm 2017. Aufgrund der politischen Wirren (Stichwort „Ibiza“ und „Expertenregierung“) lag sie dann aber einige Zeit auf Eis. Bis sie im Mai 2020 plötzlich (einigermaßen überraschend) im Ministerrat beschlossen wurde.



works

Umgesetzt ist die Regulatory Sandbox im § 23a Finanzmarktaufsichtsbehördengesetz (FMABG), der am 01.09.2020 in Kraft trat.

Die Aufnahme in die Sandbox ist bei der FMA zu beantragen. Sie steht Unternehmen zur Erprobung von Geschäftsmodellen offen, die Finanzdienstleistungen im Zusammenhang mit den FMA-Aufsichtsgesetzen erbringen. Die Aufnahme in die Sandbox ist an mehr oder weniger bestimmte, kumulative Voraussetzungen bezüglich des Sandboxgeschäftsmodells geknüpft (vgl den Wortlaut in § 23a Abs 2 FMABG neu):

1. Eine Beurteilung des auf Informations- und Kommunikationstechnologie basierenden Geschäftsmodells als zu beaufsichtigende Tätigkeit ist denkbar oder bereits Beaufsichtigte stellen den Antrag etwa mit einem nicht beaufsichtigten Unternehmen.
2. Die Ausführung erfordert eine aufsichtsrechtliche Beurteilung der hierfür zuständigen FMA hinsichtlich ihrer Aufsichtsgesetze. Die angestrebte Tätigkeit liegt insbesondere auf Grund erhöhten Innovationswertes im volkswirtschaftlichen Interesse an einem innovativen Finanzplatz und lässt keine Gefährdung der Finanzmarktstabilität erwarten.
3. Es muss Testreife vorliegen und es dürfen nur noch aufsichtsrechtliche Voraussetzungen abzuklären sein.
4. Es muss zu erwarten sein, dass die Marktreife durch die Sandbox-Aufnahme beschleunigt wird.
5. Es muss zu erwarten sein, dass offene aufsichtsrechtliche Fragen in der Sandbox abgeklärt werden können.

Die Voraussetzungen müssen vom Antragsteller der FMA vermittelt werden (Geschäftspläne, Erklärung über Testreife etc). Bei manchem Erfordernis, etwa dem „volkswirtschaftlichen Interesse an einem innovativen Finanzplatz“, wird das schwer möglich sein und es darf behördenseitig kein zu strenger Maßstab angelegt werden (sonst wird kaum ein FinTech in der Sandkiste spielen).

Ähnliches gilt für die Vorgabe „keine Gefährdung der Finanzmarktstabilität oder des Verbraucherschutzes“. Die Gesetzesmaterialien stellen zumindest klar, dass ein allgemeines unternehmerisches Risiko nicht für eine erwartbare Gefährdung ausreichen kann. Mangels gegenteiliger Indizien hat die Aufsicht hier mE davon auszugehen, dass keine Gefährdung vorliegt (ein umfassender „Negativbeweis“ lässt sich nämlich wohl nicht erbringen).

Über die Teilnahme in der Sandbox entscheidet die FMA mit Bescheid. Der beim BMF eingerichtete „Regulatory Sandbox Beirat“ hat hinsichtlich der Beurteilung gewisser Voraussetzungen (Vorliegen des volkswirtschaftlichen Interesses aus gesamtwirtschaftlicher und standortpolitischer Sicht, Test- und Marktreife) gegenüber der FMA eine Stellungnahme abzugeben.



works

Die Aufnahme in die Regulatory Sandbox führt dazu, dass die FMA auf Antrag eine beschränkte Konzession, Genehmigung, Zulassung oder Registrierung nach ihren Aufsichtsgesetzen für Tätigkeiten mit Bescheid erteilen kann. Es soll dadurch sichergestellt werden, dass es zu keiner Herabsetzung der aufsichtsrechtlichen Anforderungen kommt. Gleichzeitig mit der beschränkten Berechtigung hat die FMA Bedingungen für eine Testphase einschließlich geeigneter Testparameter und messbarer Ziele zur Bewertung der Umsetzung des Sandboxgeschäftsmodells zu gestalten. Dadurch kann der Sandbox-Teilnehmer seine Tätigkeit am Markt auf Basis der FMA-Vorgaben testen.

Eine Beendigung der Teilnahme an der Sandbox kann jederzeit sowohl von Amts wegen als auch auf Antrag des Teilnehmers vorgenommen werden. Generell ist die Teilnahme an der Sandbox auf höchstens zwei Jahre zu befristen.

Die Regulatory Sandbox ist zu begrüßen, da sie technologieoffen Unternehmen die Möglichkeit bietet, in einem geschützten Entwicklungsrahmen ihr Geschäftsmodell zu testen. Im besten Fall wird ein Anreiz für Unternehmen geschaffen den Schritt auf einen beaufsichtigten Markt zu machen und sich sodann mit Unterstützung der FMA dort auch zu etablieren. Die Aufsicht hat bereits mit der Kontaktstelle FinTech gezeigt, dass sie bereit ist, innovativen Unternehmen Hilfestellungen zu geben. Daher trägt die Regulatory Sandbox, die sich der Bund immerhin EUR 500.000 kosten lässt, (weiter) dazu bei einen attraktiven Standort für innovative Finanzunternehmen zu schaffen.

Anträge bei der FMA können seit 1. September eingebracht werden. Aufgrund der geschilderten möglichen Schwierigkeiten beim Nachweis der Aufnahmevoraussetzungen empfiehlt sich aber eine möglichst fundierte rechtliche Vorbereitung des Antrags. So muss der Antrag etwa bereits die konkreten aufsichtsrechtlichen Fragen, deren Klärung im Rahmen der Sandbox zu erwarten ist, angeben. Gerne stehen wir Ihnen bei Ihren Überlegungen oder ganz konkret der Vorbereitung Ihres Antrags zur Verfügung.

Sebastian Sieder

3. MiFID II/MiFIR und COVID-19

COVID-19 hat zu erheblichen Verwerfungen geführt, die auch den Finanzmarktregulator zu Anpassungen zwingen. Die ESMA hat im Zuge der COVID-19 Krise eine Reihe von Erklärungen zu MiFID II/MiFIR veröffentlicht, die den Finanzmarktteilnehmern Klarheit über eine Reihe von Fragen verschaffen sollten. Dabei ist die ESMA den Marktteilnehmern oftmals entgegengekommen und hat damit anerkannt, dass bei diesen nicht über Gebühr Ressourcen gebunden werden sollten, die in der Krisenbewältigung dringender benötigt wurden. Der vorliegende Beitrag soll einige Beispiele von ESMA-Reaktionen in der Krise aufzeigen.



works

So hat die ESMA am 20.03.2020 die Unternehmen an die Anforderungen der MiFID II bezüglich der Aufzeichnung von Telefongesprächen erinnert (§ 33 WAG 2018; Art 16 Abs 7 MiFID II). Die ESMA erkennt dabei auch an, dass angesichts der außergewöhnlichen Umstände, die durch den COVID-19-Ausbruch geschaffen wurden, einige Szenarien auftreten können, in denen die von MiFID II geforderte Aufzeichnung relevanter Gespräche ungeachtet der vom Beaufsichtigten unternommenen Schritte möglicherweise nicht praktikabel ist. Darum hatte sich auch die FMA intensiv bemüht. Wenn beaufsichtigte Unternehmen in diesen Ausnahmesituationen nicht in der Lage sind, Sprachkommunikation aufzuzeichnen, erwartet die ESMA, dass sie prüfen, welche alternativen Schritte sie unternehmen könnten, um die Risiken im Zusammenhang mit der fehlenden Aufzeichnung zu mindern. Als Alternative wurde die Verwendung von schriftlichen Protokollen oder Notizen von Telefongesprächen bei der Erbringung von Dienstleistungen für Kunden genannt. Der Kunde müsse aber vorher darüber informiert werden, dass es unmöglich ist, den Anruf aufzuzeichnen, und dass stattdessen schriftliche Protokolle oder Notizen des Anrufes angefertigt werden. Es sind alle erdenklichen Anstrengungen zu unternehmen um sicherzustellen, dass die erwähnten Maßnahmen vorübergehend bleiben und dass die Aufzeichnung von Telefongesprächen so bald wie möglich wiederhergestellt wird.

Ebenfalls am 20.03.2020 hat die ESMA ein weiteres Public Statement abgegeben, um koordinierte Aufsichtsmaßnahmen der zuständigen nationalen Behörden zur Anwendung der neuen Tick-size-Regelung für systematische Internalisierer (SI) zu gewährleisten. Gemäß Artikel 17a der MiFIR müssen SI (vgl § 1 Z 28 WAG 2018) die gemäß Artikel 49 MiFID II festgelegten Tick-Größen einhalten. „Tick-Größe“ ist dabei der kleinstmögliche Abstand zwischen zwei Preisstufen bei Aufträgen für ein Finanzinstrument. Diese Vorgaben wären mit 26.03.2020 anwendbar gewesen. ESMA erwartete von den zuständigen Behörden, dass sie ihren dahingehenden Aufsichtsmaßnahmen keine Priorität einräumen (ab 26.03.2020 bis zum 26.06.2020).

Am 06.05.2020 hat die ESMA in einem weiteren Public Statement Unternehmen und Kunden auf die Risiken durch COVID-19 (hohe Marktvolatilität und eine Zunahme der Markt-, Kredit- und Liquiditätsrisiken) aufmerksam gemacht und die Wertpapierfirmen an ihre Wohlverhaltenspflichten gemäß MiFID II erinnert. Die ESMA stellte interessanterweise fest, dass viele Privatanleger in der Krise mit dem Handel von Finanzinstrumenten begonnen haben. Die ESMA wies dabei besonders auf Product-Governance, die Offenlegung von Informationen und die Eignung- und Angemessenheitsprüfung hin.

Insgesamt hat sich gezeigt, dass die ESMA teilweise den Marktteilnehmern in der COVID-19-Krise entgegengekommen ist, was uneingeschränkt zu begrüßen ist. Gleichzeitig hat sie, ganz dem Anlegerschutz verpflichtet, auf die Risiken durch COVID-19 hingewiesen. Es bleibt zu hoffen, dass der



works

Höhepunkt der Krise bereits vorbei ist und die ESMA keine „Sonder-Public-Statements“ mehr veröffentlichen muss.

Die Europäische Kommission hat am 24.07.2020 ein Maßnahmenpaket veröffentlicht, das Teil ihrer Strategie für eine Erholung der Kapitalmärkte von den Folgen der COVID-19 Krise ist. Mit dem Paket will die EU-Kommission krisenbedingt unter anderem auch die MiFID II gezielt anpassen. Der Inhalt dieser MiFID II-Anpassungen und dessen Würdigung wird Gegenstand des nächsten Newsletter-Beitrags aus der Serie „Compliance nach dem WAG“ sein.

Sebastian Sieder

4. Ad-hoc-Pflicht-Verletzung: Millionenstrafe durch Zeitungsinterview

Die BaFin hat wegen eines Verstoßes gegen die Ad-hoc-Pflicht kürzlich gegen den Gaskonzern Linde eine Millionenstrafe verhängt. Zum Hintergrund der Strafe: 2016 hatten die beiden Unternehmen Linde und Praxair einen ersten Anlauf für ihren (mittlerweile vollzogenen) Zusammenschluss genommen, die Gespräche scheiterten jedoch Mitte September. Wenige Tage nach dem Platzen der Verhandlungen, am 13.09.2016, teilte Linde in zwei Ad-hoc-Meldungen zwischen 16:44 Uhr und 17:05 Uhr mit, dass der damalige Vorstandschef und sein Finanzchef das Unternehmen verlassen werden. In einem bereits am nächsten Tag im Handelsblatt erschienenen Interview äußerte sich der Aufsichtsratschef von Linde in einem Interview zu den Hintergründen des Rauswurfs (<https://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/linde-chefaufseher-reitzle-im-interview-eine-zaesur-im-positiven-sinne/14541682.html?ticket=ST-3480866-tmKpz1VIJxzV2xow5maW-ap2>). Die BaFin sah es deshalb als erwiesen an, dass das Interview bereits vor den Ad-hoc-Veröffentlichungen der beiden Personalmeldungen geführt worden war, der Rauswurf also bereits einige Stunden früher feststand und somit verspätet veröffentlicht wurde. Daher verhängte die BaFin wegen einer Verletzung von Art 17 MAR (mittlerweile bereits rechtskräftig) ein Bußgeld in Höhe von sage und schreibe EUR 1.275.000 gegen Linde.

Den gegenständlichen Fall kann man nur als ungeheuerliches Eigentor bezeichnen. Auch wenn die Strafe wohl leicht vermeidbar gewesen wäre, zeigt sich einmal mehr, wie vorsichtig man bei Äußerungen in den Medien zu (potenziellen) Insidersachverhalten sein muss. Bemerkenswert ist auch, welche Höhen die Strafen der BaFin für Verstöße gegen Börserecht und MAR mittlerweile erreichen. Auch wenn die FMA hier bislang deutlich maßvoller agiert, sollte man auch aus diesem Grund besondere Vorsicht walten lassen.

Gernot Wilfling / Sebastian Sieder



works

5. Neue Informationspflicht des Emittenten über „corporate events“

§ 180 BörseG enthält für Gesellschaften mit Aktien im Amtlichen Handel der Wiener Börse seit Kurzem Vorgaben zur Bereitstellung von Informationen an alle ihre Aktionäre. Klar ist, dass die Informationsbereitstellung über Banken als Intermediäre entlang der Verwahrkette erfolgt (theoretisch ginge zwar auch eine Direktinformation der Gesellschaft an den jeweiligen Aktionär, bei sammelverwahrten Inhaberaktien scheidet dies aber mangels Kenntnis aller Aktionäre regelmäßig aus). Über welche Umstände genau man die Aktionäre nun zu informieren hat, ist dagegen schon weniger klar.

Das BörseG spricht zunächst von *„Informationen, die die Gesellschaft dem Aktionär erteilen muss, damit der Aktionär aus seinen Aktien erwachsende Rechte ausüben kann, und die für alle Aktionäre bestimmt sind, die Aktien der betreffenden Gattung halten“*. In Art 1 Z 3 der DurchführungsVO zur 2. AktionärsrechteRL („DVO“) findet sich dazu eine weiterführende Definition: *„Unternehmensereignis“ eine vom Emittenten oder einem Dritten initiierte Maßnahme, die die Ausübung der mit den Aktien verbundenen Rechte beinhaltet und die zugrundeliegende Aktie beeinflussen kann, z.B. die Gewinnausschüttung oder eine Hauptversammlung;“*.

Der Begriff des Unternehmensereignisses wird in der deutschen Literatur nachvollziehbarerweise als mit dem in der Praxis gebräuchlichen Begriff der *„Corporate Actions“* deckungsgleich angesehen. Neben Kapitalmaßnahmen wie Kapitalerhöhungen, -herabsetzungen und -berichtigungen sollen demnach insbesondere auch Übernahmeangebote und Squeeze Outs erfasst sein. Zweifelsfrei ist auch die Einberufung der Hauptversammlung ein Unternehmensereignis. Weiters werden in der deutschen Literatur etwa Informationen über Umtausch-, Bezugs-, Einziehungs- und Zeichnungsrechte sowie über Wahlrechte bei Dividenden als vom Begriff *„Unternehmensereignis“* umfasst angesehen, nicht dagegen Options- und Wandelanleihen sowie Genussscheine (weil sie keine *„mit den Aktien verbundenen Rechte“* gewähren). Reine PR-Informationen (wie zum Beispiel Quartalsergebnisse oder Änderungen in der Zusammensetzung der Organe), die Emittenten sonst üblicherweise als *„Corporate News“* veröffentlichen, werden in aller Regel ebenso kein Unternehmensereignis darstellen.

Für Unklarheit sorgt(e) in der eingangs zitierten Definition insbesondere die Wendung *„und die zugrundeliegende Aktie beeinflussen kann“*. Ein Blick auf andere Sprachfassungen (*„which may or may not affect the underlying share“*; *„qui peut avoir ou non“*; *„che può incidere o meno sull'azione sottostante“*) zeigt aber, dass es auf mögliche Auswirkungen des *„Unternehmensereignisses“* auf die Aktie gerade nicht ankommt. Andernfalls wäre auch schwer ersichtlich, wie sich etwa die explizit genannten Gewinnausschüttungen darunter subsumieren lassen sollten, die ja keine Auswirkungen auf das Mitgliedschaftsrecht selbst haben.



works

In Zusammenhang mit der Gewinnverwendung wird dem Vernehmen nach auch diskutiert, ob die Information darüber, dass der Gewinn zur Gänze thesauriert wird, also gerade keine Gewinnausschüttung stattfindet, auch eine nach § 180 BörseG zu kommunizierende Information ist. Dass in der Definition explizit nur auf Gewinnausschüttungen abgestellt wird, mag man als Argument dagegen werten, die Aufzählung ist aber ohne Zweifel nur beispielhaft. Gegen eine Veröffentlichungspflicht spricht aus unserer Sicht aber auch, dass die Verordnung mit der Information über Gewinnausschüttungen wohl Dividendenbekanntmachungen meint, die es bei vollständiger Thesaurierung gerade nicht gibt. Eine abschließende Beurteilung der Thematik müssen wir hier aber, weil den Rahmen dieser Kurzinformation sprengend, letztlich aussparen.

Gernot Wilfling / Sebastian Sieder



Teamleitung

Mag. Gernot Wilfling

T +43 1 535 8008, E g.wilfling@mplaw.at

Müller Partner Rechtsanwälte GmbH

Rockhgasse 6, 1010 Wien

www.mplaw.at