



Newsletter Kapitalmarkt- und Bankrecht, FinTechs Issue 2|2024

Die Themen dieses Newsletters:

- 1. Einsammeln von Geldern über ein Genussrechts durch eine Prozesskostenfinanzierere: Kein Alternativer Investmentfonds**
- 2. AltFG, ECSP-VO und MiFID II – eine schwierige Beziehung**
- 3. Ein Überblick über die neue EU Green Bond Verordnung**
- 4. Mehrstimmrechtsaktien – eine wechselhafte Geschichte mit Happy End?**

1. EINSAMMELN VON GELDERN ÜBER EIN GENUSSRECHTS DURCH EINE PROZESSKOSTENFINANZIERERE: KEIN ALTERNATIVER INVESTMENTFONDS

Das Gespenst „Alternativer Investmentfonds“ geistert wieder herum! Ist ein Prozesskostenfinanzierer, der Geld von Anleger:innen über ein Genussrecht einsammelt und damit unter anderem Prozesskosten finanziert, jetzt auch ein (registrierungspflichtiger) Fonds? Ja(!) sagte die FMA, das Bundesverwaltungsgericht als Berufungsinstanz hat dieser Auslegung jedoch einen Riegel vorgeschoben (BVwG 3.8.2023, W158 2266457). Wer Geld einsammelt, um seine/ihre operative Geschäftstätigkeit zu finanzieren, ist in der Regel KEIN FONDS! Und zwar auch dann, wenn es sich bei der Geschäftstätigkeit nicht um eine solche mit „allgemein-kommerziellem oder -industriellem Zweck“ im Sinne der EMSA-Leitlinien handelt. Auch die Finanzierung einer operativen Tätigkeit in der Finanzbranche kann nach dem BVwG etwa ausreichen, um die Qualifikation als AIF auszuschließen.

Dieses Auslegungsergebnis ist nicht überraschend, aber dennoch erfreulich, weil es einer deutlich überschießenden Auslegung des AIFMG durch die FMA entgegentritt. Hier zwar letztlich nicht entscheidungserheblich, aber dennoch interessant finde ich Aussagen des BVwG dazu, wann eine „Anlagestrategie“ vorliegt. AIF ist ja bekanntlich nur, wer Anleger:innengelder nach einer festgelegten Anlagestrategie verwaltet. Dazu reicht es offenbar schon, wenn man im Zuge eines öffentlichen Angebots eines Finanzinstruments, mit dem man Anleger:innengelder einzusammeln gedenkt, im Kapitalmarktprospekt Angaben zur Emissionserlös macht. Und dabei handelt es sich bekanntlich um eine Pflichtangabe im Prospekt, man kann das also nicht aussparen. Mit dem Argument „keine festgelegte Anlagestrategie“ wird man das Vorliegen eines Fonds damit wohl kaum jemals wegargumentiert bekommen. Auch wenn man Gelder außerhalb der Prospektpflicht einwirbt, wird man nämlich (etwa im Unternehmensgegenstand in der Satzung) irgendwo darüber Aufschluss geben, worin die Geschäftstätigkeit besteht ...



works

Gernot Wilfling

2. AltFG, ECSP-VO und MiFID II – eine schwierige Beziehung

Crowdfunding hat sich als Mittel der Finanzierung von Projekten vor allem mit kleineren Investitionsvolumen etabliert. Grundsätzlich ist unter Crowdfunding gemäß FMA zu verstehen, dass Finanzierungssuchende (Projektträger) über eine vermittelnde Plattform finanzielle Mittel von einer breiten Öffentlichkeit von Investoren einsammeln. Rund um Crowdfunding setzten auch Dienstleister Geschäftsmodelle um (Plattformbetreiber, Vermittler etc). Aufgrund der Vielzahl unterschiedlicher Regelungen für die Dienstleistungserbringung existiert keine einheitliche gesetzesübergreifende Definition, was unter einer Crowdfunding-Dienstleistung zu verstehen ist. Der Rechtsrahmen für Crowdfunding ist durchaus komplex.

Für Crowdfunding besteht ein nationales Regime nach Alternativfinanzierungsgesetz (AltFG) und ein Europäisches Regime nach der Verordnung (EU) 2020/1503 über Europäische Crowdfunding-Dienstleister (ECSP-VO). Das AltFG wird oft auch als „Crowdfunding-Gesetz“ bezeichnet und geht nicht zuletzt auf die Auseinandersetzung des Waldviertler Schuhproduzenten *Staudinger* mit der FMA iZm Crowdfunding zurück. Will man mittels Crowdfunding Kapital von über EUR 250.000 bis unter EUR 2 Mio einwerben, muss insbesondere die AltFG-Informationspflicht eingehalten werden. Dafür ist ein Anleger-Informationsblatt gemäß der AltF-InfoV notwendig. Daneben existiert seit 2021 mit der ECSP-VO erstmals ein harmonisierter Crowdfunding-Regulierungsrahmen für die gesamte EU. Damit soll EU-weites Crowdfunding erleichtert werden. Die Zulassung nach der ECSP-VO sieht ein maximales Finanzierungsvolumen von EUR 5 Mio pro Projektträger und Jahr vor. Außerdem gibt es auch noch die zweite Finanzmarktrichtlinie (MiFID II), welche mit der nationalen Umsetzung im WAG Wertpapierdienstleistungen generell reguliert.

Die ECSP-VO ist auf Schwarmfinanzierungsdienstleister anwendbar. Als solche gelten juristische Personen, die Schwarmfinanzierungsdienstleistungen erbringen. Die ECSP-VO Schwarmfinanzierungsdienstleistung als die Zusammenführung von Geschäftsfinanzierungsinteressen von Anlegern und Projektträgern mithilfe einer Schwarmfinanzierungsplattform, durch eine der folgenden Tätigkeiten: „(i) Vermittlung von Krediten; (ii) die Platzierung – ohne feste Übernahmeverpflichtung im Sinne des Anhangs I Abschnitt A Nummer 7 der Richtlinie 2014/65/EU – von übertragbaren Wertpapieren und für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassenen Instrumenten, die von Projektträgern oder einer Zweckgesellschaft ausgegeben wurden, sowie die Annahme und Übermittlung von Kundenaufträgen im Sinne von Nummer 1 jenes Abschnitts in Bezug auf diese übertragbaren Wertpa-



works

piere und für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassenen Instrumente;“ (Art 2 Abs 1 lit a ECSP-VO). Bereits der Wortlaut der Bestimmung führt zu Auslegung, dass nur die gemeinsame Erbringung der oben beschriebenen Platzierung mit der oben beschriebenen Annahme und Übermittlung in den Anwendungsbereich der ECSP-VO fällt. Dies verdeutlicht auch ein Blick auf die für die Auslegung so wichtigen Erwägungsgründe: *„Die vorliegende Verordnung sollte auf Schwarmfinanzierungsdienstleistungen Anwendung finden, die die gemeinsame Erbringung der Annahme und Übermittlung von Kundenaufträgen und die Platzierung von übertragbaren Wertpapieren oder für Schwarmfinanzierungszwecke zugelassenen Instrumenten ohne feste Übernahmeverpflichtung auf einer öffentlichen Plattform, die Anleger unbeschränkten Zugang bietet, umfassen.“* Insofern liegt es in der Hand des Schwarmfinanzierungsdienstleister, ob er sich der ECSP-VO unterwerfen will, indem er beide oben genannten Schwarmfinanzierungsdienstleistungen erbringt, oder nicht (indem er nur eine der beiden Schwarmfinanzierungsdienstleistungen erbringt). Weiteres würde dann zur Anwendbarkeit der MiFID II-Regimes führen, wo ja die Platzierung und Annahme und Übermittlung, jeweils, im obigen Sinne definiert und geregelt sind. Diese sich aus dem Wortlaut der ECSP-VO ergebende Auslegung wird so auch von ESMA und BaFin vertreten.

Weniger klar bezüglich einer solchen „Wahlmöglichkeit“ zwischen MiFID II bzw deren Umsetzung im WAG 2018 und ECSP-VO äußert sich leider die FMA auf ihrer Website: *„Als konzessionierte Wertpapierfirma nach der MiFID II bzw dem WAG 2018 ist der Betrieb einer Crowdfunding-Plattform ausschließlich für Finanzinstrumente (insb übertragbare Wertpapiere) und nur oberhalb der Wertschwelle möglich. In diesem Bereich gilt die ECSP-VO nicht. Daher ist seitens der Projektträger insbesondere auf die Prospektpflicht nach der Prospekt-VO Bedacht zu nehmen. Plattformen, die sowohl ober- als auch unterhalb der Wertschwelle von EUR 5 Mio pro Projektträger und Jahr tätig sein wollen, müssen dementsprechend über zwei Zulassungen verfügen. Die Dienstleistungserbringung unterhalb der Wertschwelle ist seit Inkrafttreten der ECSP-VO ausschließlich mit einer Zulassung nach dieser VO erlaubt. Daher müssen Plattformen mit einer Zulassung (= Konzession) gemäß WAG 2018, die ausschließlich oberhalb der Wertgrenze agieren wollen, sehr genau darauf achten, dass diese Wertgrenze nicht unterschritten wird.“*

In der Lit finden sich zudem Aussagen, die die ECSP-VO-Anwendbarkeit einschränkend interpretieren. So wird unter Verweis auf den 10. Erwägungsgrund ECSP-VO vertreten, dass die besseren Argumente dafürsprechen dürften, dass nur öffentliche Angebote – also solche, die einer großen Zahl an potentiellen Anlegern mit der Möglichkeit zu investieren, präsentiert werden – in den Anwendungsbereich der ECSP-VO fallen. Ziel der ECSP-VO sei die Erbringung von Schwarmfinanzierungsdienstleistungen, die Finanzierung eines Projekts zu erleichtern, indem Kapital von einer großen Zahl von Personen beschafft wird, die über ein öffentlich zugängliches internetbasiertes Informationssystem jeweils relativ geringe Anlagebeträge beitragen. „Schwarmfinanzierungsdienstleis-



works

tungen sollen daher einem unbeschränkten Pool von Anlegern offenstehen, die gleichzeitig Vorschläge für Anlagen erhalten“ (vgl 10. Erwägungsgrund ECSP-VO). Jedoch werden auch Schwarmfinanzierungsplattform als ein öffentlich zugängliches, internetbasiertes, von einem Schwarmfinanzierungsdienstleister betriebenes oder verwaltetes elektronisches Informationssystem definiert (Art 2 Abs 1 lit e ECSP-VO). Als solche öffentlich zugängliche internetbasierte Informationssysteme gelten auch Systeme, die eine Registrierung der Nutzer verlangen (12. Erwägungsgrund ECSP-VO). Bemerkenswert erscheint, dass Schwarmfinanzierungsangebot als jegliche Mitteilung eines Schwarmfinanzierungsdienstleisters in jedweder Form und auf jedwede Art und Weise definiert werden, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und das angebotene Schwarmfinanzierungsprojekt enthält, um einen Anleger in die Lage zu versetzen, sich für eine Anlage in das Schwarmfinanzierungsprojekt zu entscheiden (Art 2 Abs 1 lit f ECSP-VO). Diese Definition lehnt sich zwar erkennbar an die Definition aus dem Prospektrecht an, unterscheidet sich aber insofern als dort für ein öffentliches Angebot von Wertpapieren „eine Mitteilung an die Öffentlichkeit“ gefordert wird.

Weiters wird in der Lit die ECSP-VO-Anwendbarkeit dann abgelehnt, wenn über die Plattform keine Schwarmfinanzierungsprojekte finanziert werden, sondern es Kreditoren ermöglicht werden soll ihre Rechnungen vor deren Fälligkeit vorfinanzieren zu lassen. Die ECSP-VO definiert Schwarmfinanzierungsprojekt als die Geschäftstätigkeit(en), für die ein Projektträger eine Finanzierung über das Schwarmfinanzierungsangebot anstrebt (Art 2 Abs 1 lit I ECSP-VO). Nähere Auskunft, was unter Geschäftstätigkeit(en) zu verstehen sein könnte gibt (nur) der 3. Erwägungsgrund der ECSP-VO, wo es heißt *„Schwarmfinanzierung kann dazu beitragen, KMU Zugang zu Finanzmitteln zu verschaffen und die Kapitalmarktunion zu vollenden. Ein mangelhafter Zugang von KMU zu Finanzmitteln ist auch in den Mitgliedstaaten ein Problem, in denen der Zugang zu Bankkrediten während der gesamten Finanzkrise stabil blieb. Schwarmfinanzierung ist eine zunehmend gängige Praxis geworden, wenn es um die Finanzierung von Geschäftstätigkeiten von natürlichen und juristischen Personen geht.“* Dies deutet tatsächlich darauf hin, dass nur die Finanzierung des Unternehmensgegenstands umfasst sein soll.

Wir hoffen, dass die FMA insbesondere bezüglich Abgrenzung ECSP-VO/MiFID II genauer Stellung bezieht und für Rechtssicherheit sorgt. Eine Aufsichtsarbitrage zwischen ESMA, BaFin einerseits und FMA andererseits würde den Zielen der Regulierung klar zuwiderlaufen.

Sebastian Sieder

3. Ein Überblick über die neue EU Green Bond Verordnung



works

„Grüne Investitionen“ erfreuen sich heutzutage zunehmender Beliebtheit. In den letzten Jahren ist das Interesse von Emittent:innen und Anleger:innen an grünen, nachhaltigen und ökologischen Investitionsmöglichkeiten wesentlich gestiegen. Themen wie Klimaneutralität und Umweltschutz gewinnen immer mehr an Bedeutung, selbst auf dem Kapitalmarkt. Mit der EU-Verordnung über europäische Green Bonds hat der EU-Gesetzgeber einen europaweit geltenden Marktstandard für nachhaltige grüne Anleihen festgelegt und verbindliche Vorgaben für die Nutzung des Labels „European Green Bond“ oder „EuGB“ vorgegeben. Die Verordnung tritt am 21. Dezember 2024 in Kraft. Ab diesem Zeitpunkt müssen Emittent:innen den in der Verordnung festgelegten Anforderungen entsprechen, um ihre Anleihen als „europäische grüne Anleihe“ oder „EuGB“ zu vermarkten. Die Nutzung des Labels ist freiwillig. Emittent:innen können daher weiterhin grüne Anleihen nach anderen freiwilligen Marktstandards, wie zB nach den von der ICMA (International Capital Markets Association) entwickelten Prinzipien, emittieren. Der „European Green Bond“-Standard gilt jedoch als Goldstandard am Markt und sichert den Anleger:innen umfassende Einsichtsmöglichkeiten bei der Verwendung des investierten Geldes.

Grüne Anleihen sind Anleihen, deren Erlös für grüne bzw ökologisch nachhaltige Projekte verwendet werden sollten. In diesem Zusammenhang spielt auch die Taxonomie-VO eine wichtige Rolle. Gemäß Art 4 der Verordnung sind die Erlöse europäischer grüner Anleihen grundsätzlich vollständig und während der gesamten Laufzeit taxonomiekonform zu verwenden. Eine gewisse Flexibilität bietet jedoch Art 5 der Verordnung: Im Unterschied zu früheren Fassungen sind nicht mehr zwingend 100 % der Erlöse taxonomiekonform zu verwenden. Die Emittent:innen können bis zu 15 % der Erlöse für Wirtschaftstätigkeiten verwenden, die die Taxonomieanforderungen mit Ausnahme der technischen Bewertungskriterien erfüllen (zB wenn für die Wirtschaftstätigkeit zum Zeitpunkt der Emission keine technischen Bewertungskriterien gelten).

Ein wesentlicher Unterschied zum Entwurf aus 2021 liegt darin, dass eine Anleiheemission nur dann als EuGB qualifiziert werden kann, wenn die Vermarktung der Anleihe aufgrund eines veröffentlichten Prospekts nach der EU-Prospektverordnung erfolgt. Dabei spielt es keine Rolle, ob die Erstellung des Prospekts ohnehin verpflichtend wäre oder freiwillig erfolgt. Von der Prospektpflicht sind lediglich staatliche Anleihen ausgenommen. Die damit verbundenen Kosten und das Prospekthaftungsrisiko stellen einen Nachteil dar, der die Nutzung des EU-Labels weniger attraktiv macht. Darüber hinaus steht diese Regelung in einem gewissen Widerspruch zum Zweck des EU-Listing Acts, der die Prospekterfordernisse eher abschwächen wollte.

Abgesehen von der Prospektpflicht unterliegen Emittent:innen verschiedenen Berichts- und Informationspflichten. Neben dem Wertpapierprospekt müssen sie vor der Emission ein Informationsblatt erstellen. Dieses enthält Angaben zur geplanten taxonomiekonformen Erlösverwendung. Um die vom Gesetzgeber angestrebte Transparenz sicherzustellen, sind



works

Emittent:innen verpflichtet, bis zur vollständigen Verwendung des Erlöses jährlich Allokationsberichte zu veröffentlichen. Die Allokationsberichte dokumentieren die ordnungsgemäße Erlösverwendung, wodurch Anleger:innen überprüfen können, ob der/die Emittent:in die eingesammelten Erlöse gemäß den Angaben im Informationsblatt verwendet hat. Nachdem alle Erlöse verwendet werden, ist noch ein Wirkungsbericht zu erstellen, der die Auswirkungen der Anleiheerlöse auf die von dem/der Emittent:in verfolgten Umweltziele erläutert. Ein standardisiertes Format für das Informationsblatt sowie für den Allokations- und Wirkungsbericht gewährleistet die leichte Vergleichbarkeit verschiedener EuGB-Emissionen. Informationsblätter und Allokationsberichte werden außerdem von externen Prüfer:innen geprüft (Vor- und Nachemissionsprüfung). Dabei haben die Prüfer:innen eine positive Stellungnahme abzugeben. Der Wirkungsbericht ist grundsätzlich davon ausgenommen, eine freiwillige Begutachtung ist jedoch möglich. Externe Prüfer:innen müssen sich bei der ESMA registrieren lassen und werden von dieser laufend überwacht. Fachliche Qualifikation, ausreichende Berufserfahrung und Unabhängigkeit sind dabei unerlässliche Voraussetzungen.

Die Verordnung umfasst weiters auch andere Arten von Anleihen, nämlich als ökologisch nachhaltig vermarktete Anleihen und an Nachhaltigkeitsziele geknüpfte Anleihen. Ökologisch nachhaltig vermarktete Anleihen sind gem Art 2 Z 5 der Verordnung „Anleihen, deren Emittent den Anlegern zusagt oder in irgendeiner Form vorvertraglich zusichert, dass die Erlöse aus dieser Anleihe für Wirtschaftstätigkeiten verwendet werden, die zu einem Umweltziel beitragen.“ An Nachhaltigkeitsziele geknüpfte Anleihen sind, gem Art 2 Z 6 der Verordnung Anleihen, „deren finanzielle oder strukturelle Merkmale in Abhängigkeit davon variieren, ob der Emittent vorab festgelegte Ziele in Bezug auf ökologische Nachhaltigkeit erreicht.“ Für diese Arten von Anleihen besteht keine Prospektpflicht. Die Verordnung sieht allerdings Vorlagen für fakultative Offenlegungen vor. Dies ermöglicht es, die Emissionen durch Verwendung einheitlicher Muster einheitlich zu dokumentieren.

Die FMA, als national zuständige Aufsichtsbehörde, überwacht die ordnungsmäßige Erfüllung der Transparenz- und Berichtspflichten. Dazu gehört unter anderem die Befugnis, von den Emittent:innen die Veröffentlichung der Informationsblätter, Prüfungen, Allokationsberichte und des Wirkungsbericht zu verlangen.

Die mit den Standards verbundenen hohen Transparenzanforderungen steigern das Vertrauen und die Attraktivität von europäischen grünen Anleihen erheblich. Die Verordnung ermöglicht es den Anleger:innen, die tatsächliche Verwendung ihrer Investitionen zu überwachen und damit Projekte zu unterstützen, die sie aus Gründen der Nachhaltigkeit oder des Umweltschutzes für die Zukunft als wichtig finden. Die Verordnung stellt außerdem einen weiteren wesentlichen Schritt zur Verhinderung von Greenwashing innerhalb der EU dar. Dennoch können die erhöhten



works

Dokumentations- und Berichtspflichten sowie die damit verbundenen finanziellen Aufwendungen kleinere bzw mittelständische Emittent:innen davon abhalten, in dieser Form grüne Anleihen zu emittieren. Die Verwendung des EU-Labels gilt jedoch, wie schon erwähnt, als Goldstandard am Markt und wird sicherlich für viele Emittent:innen attraktiv sein.

Dominika Szanto

4. Mehrstimmrechtsaktien – eine wechselhafte Geschichte mit Happy End?

Mehrstimmrechtsaktien ermöglichen es gewissen Aktionären mehr Einfluss auf die Aktiengesellschaft zu haben, als es deren Beteiligung entspricht. Durch Mehrstimmrechtsaktien wird der oftmals zitierte Grundsatz „one share one vote“ außer Kraft gesetzt. Da immer wieder der „Kontrollverlust“ als Argument contra Börsengang angeführt wird und die Zahl der Börsengänge in der EU rückläufig ist, wird immer wieder über die Einführung von Mehrstimmrechten diskutiert. In Österreich haben diese bisher eine wechselhafte Geschichte hinter sich.

So konnten die Stimmrechte in der Vergangenheit frei in der Satzung geregelt werden. Höchst- und Mehrfachstimmrechte waren nach dem Allgemeinen Handelsgesetzbuch (AHGB) ohne Einschränkungen zulässig. Damals konnte eine Aktiengesellschaft ihre Tätigkeit jedoch erst nach Prüfung und Genehmigung durch die Verwaltungsbehörde aufnehmen. Nach der Genehmigungspraxis der österreichischen Behörden war die gesetzliche Regelung von Aktien mit Mehrfachstimmrechten in Österreich ebenso wenig bekannt wie die Einführung und gesetzliche Definition von stimmrechtslosen Aktiengattungen. Mehrfachstimmrechtsaktien waren in Österreich bis 1938 nicht üblich.

Im Jahr 1965 wurden die Mehrstimmrechtsaktien abgeschafft. Ende der 1990er Jahre, als viele Privatisierungen über die Börse stattfanden, wurde das Mehrstimmrecht diskutiert, und kürzlich wurden es in der rechtspolitischen Diskussion und in einem Entwurf, der dem Bundesministerium für Justiz im Zuge der Liberalisierung des Gesellschaftsrechts vorgelegt wurde, wieder aufgegriffen.

Der Kommissionsentwurf zum EU Listing Act enthält diesbezüglich eine Vorgabe zur Mindestharmonisierung. Demnach sollen Unternehmen, die die Einbeziehung ihrer Aktien zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt anstreben, Mehrstimmrechtsaktien einführen können. Da es aber in Österreich keinen KMU-Wachstumsmarkt gibt, würde dies in Österreich grundsätzlich ins Leere laufen.

Im Gegensatz zu Deutschland führte diese Bestimmung im Kommissionsentwurf des Listing Act nicht zu einer breiten Diskussion über die (Wieder-)Einführung von Mehrstimmrechtsaktien. Immerhin setzte sich *Kalss* mit ihrer prominenten Stimme für Mehrstimmrechtsaktien im

works

österreichischen Aktienrecht ein. In Deutschland entschied man sich mit dem Zukunftsfinanzierungsgesetz unabhängig vom EU Listing Act für Mehrstimmrechtsaktien. Etwas überraschend, wurde kürzlich eine provisorische Einigung zwischen Rat und Parlament veröffentlicht, wonach der Anwendungsbereich des EU Listing Acts neben den KMU-Wachstumsmärkten auch auf alle anderen multilateralen Handelssysteme (MTFs) ausgedehnt, die die Zulassung von KMU-Aktien zum Handel ermöglichen. Damit wären Mehrstimmrechtsaktien auch hinsichtlich Einbeziehung ins Vienna MTF möglich.

Die wechselhafte Geschichte der Mehrstimmrechtsaktien bleibt also weiterhin spannend. Wir halten Sie jedenfalls auf dem Laufenden.

Sebastian Sieder



Teamleitung

Mag. Gernot Wilfling

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

Müller Partner Rechtsanwälte GmbH
Rockgasse 6, 1010 Wien
www.mplaw.at