



works

Newsletter Kapitalmarkt- und Bankrecht, FinTechs Issue 1|2023

Die Themen dieses Newsletters:

1. [Portfolioverwaltung: Haftungsvermeidung durch Business Judgment Rule!](#)
2. [EuGH erklärt präventive Vorratsdatenspeicherung zur Bekämpfung von Insiderhandel für unzulässig](#)
3. [Neue Serie: Die MiCAR](#)
4. [ELTIF: Neuer Anlauf – Infrastrukturinvestitionen bald im Rampenlicht?](#)

1. Portfolioverwaltung: Haftungsvermeidung durch Business Judgment Rule!

Während Anlageberater:innen häufig zum Handkuss kommen, gibt es wenig Judikatur und Literatur zur Haftung von Portfolioverwalter:innen. Wir geben in diesem Beitrag einen kurzen Überblick über mögliche Haftungsauslöser bei der Portfolioverwaltung. Diese unterscheidet sich von der Anlageberatung bekanntlich dadurch, dass Portfolioverwalter:innen in eigener Diskretion das Vermögen der Kund:innen (des-)investieren, während der/die Anlageberater:in Kund:innen „nur“ Anlagetipps gibt und die Entscheidung über das (Des-)Investment bei den Kund:innen verbleibt.

Bei einer verlustbringenden Portfolioverwaltung können Schadenersatzansprüche von Anleger:innen einerseits in Richtung „unzureichende Aufklärung und Beratung beim Vertragsabschluss bzw bei Vereinbarung der Anlagerichtlinien“ argumentiert werden. Unter Umständen, nämlich wenn es im Zuge der Portfolioverwaltung auch zu Beratung gekommen ist, scheint auch Fehlberatung während der Laufzeit des Portfolioverwaltungsvertrages nicht gänzlich ausgeschlossen. Im Fokus soll hier aber stehen, unter welchen Voraussetzungen der/die Portfolioverwalter:in für „schlechte“, in eigener Diskretion vorgenommene Veranlagungsentscheidungen einzustehen haben könnte.

Bei solchen Veranlagungsentscheidungen bezieht sich der Vorwurf rechtswidrigen Verhaltens natürlich auf die Durchführung der Portfolioverwaltung selbst. Die Thematik wurde in Österreich bislang wenig diskutiert. Die zentrale Handlungsmaxime für Portfolioverwalter:innen bei Veranlagungsentscheidungen ist die strikte Ausrichtung am erkennbaren individuellen Anlageinteresse der Kund:innen. Besondere Bedeutung hat der Rahmen, der dem/der Portfolioverwalter:in durch Portfolioverwaltungsvertrag, Anlagerichtlinien und Weisungen der Kund:innen für die Veranlagungsentscheidungen vorgegeben wird. Veranlagungsentscheidungen außerhalb des vorstehend beschriebenen Rahmens sind pflichtwidrig und begründen bei Vorliegen der weiteren Voraussetzungen Schadenersatzansprüche des/der Kund:in.



works

Für verlustbringende Veranlagungsentscheidungen innerhalb des Rahmens, der mit dem/der Kund:in als Anlagestrategie vereinbart wurde, besteht ein haftungsfreier Ermessensspielraum zu Gunsten des/der Portfolioverwalters:in. Und hier begegnet uns eine alte Bekannte aus dem Gesellschaftsrecht. In Anlehnung an die Business Judgment Rule soll laut Literatur auf folgende Kriterien abzustellen sein:

- (i) Veranlagungsentscheidung steht aus einer ex ante Sicht betrachtet in Einklang mit den ordnungsgemäß erhobenen erkennbaren Interessen des/der Anleger:in.
- (ii) Entscheidung erfolgt im guten Glauben, im Interesse des/der Anleger:in zu handeln, ohne Einfluss von Eigen- oder Drittinteressen.
- (iii) Portfolioverwalter:in handelt bei der Veranlagungsentscheidung auf Grundlage einer sorgfältigen Vorbereitung und einer angemessenen Information, wobei der Standard der Branche im Zeitpunkt der Entscheidung die maßgebende Richtschnur ist.

Nachdem mit der Einschätzung der Folgen einer Anlageentscheidung für das Kundenportfolio stets eine Prognose und damit ein unkalkulierbares Restrisiko verbunden ist, reicht es aus, wenn der/die Portfolioverwalter:in im Zeitpunkt der Veranlagungsentscheidung nicht mit überwiegender Wahrscheinlichkeit annehmen musste, nicht im Interesse des/der Kund:in zu handeln. Für verlustbringende Veranlagungsentscheidungen, die sich innerhalb der vereinbarten Anlagerichtlinien bewegen, kann ein/eine Portfolioverwalter:in somit zwar grundsätzlich haftbar gemacht werden, dies aber nur bei Verstoß gegen die soeben genannten Kriterien für seine/ihre auf Ermessen beruhenden Veranlagungsentscheidungen. Wichtig ist hier freilich, wie so oft, die Entscheidungsprozesse und die zu Grunde liegenden Überlegungen zu dokumentieren, für den Fall der Fälle gewappnet zu sein.

Sebastian Sieder

2. EuGH erklärt präventive Vorratsdatenspeicherung zur Bekämpfung von Insiderhandel für unzulässig

Der Europäische Gerichtshof hat in seinem Urteil¹ vom September 2022 (C-339/20, C-397/20) klargestellt, dass nationale Regeln, die eine unterschiedslose Speicherung von Verkehrs- und Verbindungsdaten vorsehen, gegen Unionsrecht verstoßen und damit unzulässig sind. Eine wichtige Rolle spielt dieses Urteil im Zusammenhang mit der Marktmissbrauchsverordnung (MAR): Verkehrsdaten dürfen laut europäischem Höchstgericht auch dann nicht präventiv ein Jahr lang allgemein und unterschiedslos gespeichert werden, wenn dies der Bekämpfung von Marktmissbrauch dienen soll.

¹ EuGH-Urteil vom 20. September 2022 (Vorabentscheidungsersuchen der Cour de Cassation — Frankreich) Strafverfahren gegen VD (C-339/20), SR (C-397/20)



works

Zum rechtlichen Hintergrund: Gemäß Art 23 Abs 2 MAR müssen die zuständigen Behörden zur Wahrnehmung ihrer Aufgaben über bestimmten Aufsichts- und Ermittlungsbefugnisse verfügen. Sie sind daher berechtigt, bestehende Aufzeichnungen von Telefongesprächen oder elektronischen Mitteilungen oder Datenverkehrsaufzeichnungen im Besitz von Wertpapierfirmen, Kreditinstituten oder Finanzinstituten anzufordern. Sie dürfen außerdem bestehende Datenverkehrsaufzeichnungen im Besitz einer Telekommunikationsgesellschaft anfordern, wenn der begründete Verdacht eines Verstoßes gegen das Verbot von Insidergeschäften besteht und wenn diese Aufzeichnungen für die Untersuchung eines solchen Verstoßes relevant sein könnten. In Österreich wurde diese Befugnis nicht ohne weiteres übernommen; vielmehr braucht die FMA dazu eine richterliche Genehmigung.

Aber worum ging es nun? Gegen die Kläger:innen wurde in Frankreich ein Strafverfahren wegen Insiderhandels, Hehlerei im Zusammenhang mit Insiderhandel, Beihilfe, Bestechung und Geldwäsche eingeleitet. Im Rahmen des Strafverfahrens hat die französische Finanzaufsichtsbehörde (AMF) von Diensten der elektronischen Kommunikation generierte personenbezogene Daten aus Telefongesprächen dem Ermittlungsrichter nach entsprechenden Ermittlungen zur Verfügung gestellt. Die vorgelegten Verkehrsdaten wurden bei den Entscheidungen über die Eröffnung des Hauptverfahrens auch verwertet. Die in Frankreich geltenden nationalen Rechtsvorschriften sehen eine Vorratsspeicherung präventiv ein Jahr lang allgemein und unterschiedslos vor. Die Kläger:innen rügten einen Verstoß gegen die Richtlinie 2002/58/EG über die Verarbeitung personenbezogener Daten und den Schutz der Privatsphäre in der elektronischen Kommunikation (die „**Datenschutzrichtlinie**“), der Vorgängerin der DSGVO, im Lichte der Charta der Grundrechte der Europäischen Union.

Der Gerichtshof hat die einschlägigen Bestimmungen so ausgelegt, dass sie lediglich die Befugnis der Behörde regeln, die bereits zur Verfügung stehenden Daten, „anzufordern“. Dass die MAR nicht die Möglichkeit einräumen soll, eine generelle Verpflichtung zur Vorratsspeicherung von Aufzeichnungen auf nationaler Ebene einzuführen, ist auch aus der Formulierung der Bestimmung ersichtlich. Sie räumt ausschließlich die Befugnis ein, bereits „bestehende“ Aufzeichnungen, die sich „im Besitz“ der betreffenden Anbieter:innen befinden, anzufordern. Weder die MAR, noch die ihr vorangehende Marktmissbrauchs-Richtlinie seien eine entsprechende Rechtgrundlage für eine allgemeine Verpflichtung zur Aufbewahrung der Datenverkehrsaufzeichnungen im Besitz der Anbieter:innen von Diensten der elektronischen Kommunikation.

Darüber hinaus müssen die zuständigen Aufsichtsbehörden bei der Anforderung von Datenverkehrsaufzeichnungen zur Bekämpfung von Marktmissbrauch ganz allgemein die Vorgaben der Datenschutzrichtlinie (und nunmehr der DSGVO) beachten. Bei den auf Vorrat gespeicherten Daten handelt es sich um Daten, die sehr genaue und sensible Informationen über die betreffenden Personen und ihr Privatleben darstellen. Der Gerichtshof hat betont, dass innerstaatliche Rechtsvor-



works

schriften, die die Verpflichtung zur allgemeinen und unterschiedslosen Vorratsspeicherung von Daten vorsehen, wegen ihrer Unvereinbarkeit mit der Datenschutzrichtlinie für elektronische Kommunikation ungültig seien.

Fraglich war zuletzt auch die Verwertbarkeit von Beweismitteln, die aufgrund einer solchen unzulässigen Vorratsspeicherung erlangt wurden. Solche Beweismittel dürfen nur dann verwertet werden, wenn die betreffenden Personen zu diesen Informationen und Beweisen Stellung nehmen können. Andernfalls ist das Strafgericht verpflichtet, die durch eine mit Unionsrecht nicht vereinbare Vorratsspeicherung erlangten Informationen und Beweise auszuschließen.

Dominika Szanto / Melike Okulmus

3. Neue Serie: Die MiCAR

Nach zahlreichen vorangegangenen Beiträgen zu Kryptowährungen, Token und neuen Technologien am Finanzmarkt starten wir anlässlich der nun endlich erfolgten Einigung auf einen finalen Text für die Markets in Crypto Assets Regulation (MiCAR) eine neue Newsletter-Serie. Dabei beleuchten wir konkrete Bereiche des vorliegenden (finalen) Entwurfs (<https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-13198-2022-INIT/en/pdf>), wie etwa Offenlegungs- und Informationspflichten (bzgl Handel und Emission von Krypto-Assets; White Paper), Regelungen zur Aufsicht von Krypto-Asset-Emittent:innen und Dienstleister:innen, neue Erlaubnispflichten (Erlaubnis der zuständigen nationalen Aufsichtsbehörde) für Emittent:innen und Anbieter:innen von Krypto-Assets sowie Anbieter:innen bestimmter Dienstleistungen, Vorschriften zum Schutz von Verbraucher:innen und Investor:innen und Maßnahmen zur Verhinderung von Marktmissbrauch.

Bis die MiCAR – voraussichtlich 2024 – zur Gänze gilt, wird die derzeitige fragmentierte legislative und regulatorische Landschaft für Krypto-Assets in der EU fortbestehen. In diesen Geschäftsbereichen tätigen Unternehmen ist dennoch zu empfehlen, sich schon jetzt mit den für sie relevanten Anforderungen vertraut zu machen und die MiCAR bei ihren strategischen Entscheidungen mit zu bedenken. Bevor wir die einzelnen Regelungsbereiche in den kommenden Newslettern im Detail erörtern, hier zum Start kurz ein paar Worte zum regulatorischen Hintergrund und zum Anwendungsbereich der neuen Verordnung.

Die letzten 15 Jahre haben deutlich gezeigt, dass Kryptowährungen (im weitesten Sinn) bzw. die Distributed Ledger Technology gekommen sind um zu bleiben. Dieses Faktum hat nationale und auch den europäischen Gesetzgeber aufs Tapet gerufen, wobei es innerhalb der Europäischen Union bis heute keine einheitliche regulatorische Landschaft gibt. In Zusammenhang mit der 5. Geldwäscherichtlinie (*Richtlinie 2018/843 zur Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwe-*



works

cke der Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung) wurde zwar gewissermaßen ein Regelwerk (bestimmte Bereiche betreffend) geschaffen. Ein gewisses Mindestmaß an Harmonisierung innerhalb der Europäischen Union für die Regulierung von Dienstleister:innen in Bezug auf virtuelle Währungen wurde dadurch zwar erzielt und auch der Begriff „virtuelle Währung“ erstmalig legaldefiniert. Der oftmals so genannte „Wilde Westen“ – mit Regelwerken unterschiedlichster Ausprägung in den jeweiligen EU-Mitgliedsstaaten – ist jedoch nach wie vor nicht von der Hand zu weisen.

Hier will die MiCAR nun ansetzen und einen einheitlichen regulatorischen Rahmen schaffen: Ein Level-Playing-Field mit gleichmäßigem Anleger:innenschutz innerhalb der Europäischen Union. Die MiCAR hat dabei sowohl Krypto-Asset-Emittent:innen, als auch -dienstleister:innen im Blick und enthält auch Vorschriften zum Anleger:innenschutz und Maßnahmen zur Verhinderung von Marktmissbrauch. Der bereits anderweitig geregelte Bereich „Geldwäsche“ blieb letztlich ausgeklammert.

Um die genannten Ziele zu erreichen gilt die MiCAR für natürliche und juristische Personen und andere Unternehmen, die in der Union mit der Emission, dem öffentlichen Angebot und der Zulassung zum Handel von Krypto-Werten befasst sind oder die Dienstleistungen im Zusammenhang mit Krypto-Assets in der Union erbringen. Art 2 Abs 2 MiCAR kenne aber auch Ausnahmen. So gilt die MiCAR nicht für Krypto-Asset-Dienste im Konzern. Zudem sind etwa die Europäische Zentralbank, die nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten in ihrer Eigenschaft als Währungsbehörde und andere Behörden der Mitgliedstaaten vom Anwendungsbereich ausgenommen. Ebenso die Europäische Investitionsbank einschließlich ihrer Tochtergesellschaften, die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität und der Europäische Stabilitätsmechanismus. Zu den ausgenommenen öffentlichen Organisationen gehören der Internationale Währungsfonds (IWF) und die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), da auch diese keine Risiken darstellen.

Abgesehen von den genannten Ausnahmen sollen dem Grunde nach jegliche Aktivitäten in Zusammenhang mit Kryptowerten von der MiCAR erfasst sein. Ein spezieller Bereich, der bereits engmaschig durch Unionsrecht geregelt ist, fällt allerdings nicht darunter: Die Security Tokens, die als Wertpapiere im Sinne der MiFID-Regulierung einzustufen sind und damit nicht nur dieser, sondern etwa auch dem europäischen Prospektrecht unterliegen.

Soviel einmal hier zum Start. In den nächsten sieben Ausgaben unseres Newsletters lesen Sie voraussichtlich folgende Beiträge zur MiCAR:

- Der Hintergrund einer Regulierung
- Die Regulierung von Kryptowerten (1/2) – Zu Utility- und Security-Token
- Die Regulierung von Kryptowerten (2/2) – Zu wertreferenzierten Token und E-Geld-Token
- Pflicht zur Erstellung eines Whitepapers
- Die Regulierung von Krypto-Dienstleistungen



works

- Schutz vor Marktmissbrauch, Regelungen zur Prävention von Geldwäsche (& ggf. Verbraucherschutzaspekte)
- Die MiCAR tritt in Kraft / Übergangsvorschriften

Sebastian Sieder / Lukas Messner

4. ELTIF: Neuer Anlauf – Infrastrukturinvestitionen bald im Rampenlicht?

Das Europäische Parlament hat vor wenigen Wochen den Vorschlag der Europäischen Kommission vom November 2021 für eine Änderung der European Long Term Investment Funds (ELTIFs)-Verordnung (ELTIF-VO) abgesegnet (reformierte ELTIF-VO). Eine Reform ist in der Branche schon sehnsüchtig erwartet worden, vor allem aufgrund der komplizierten Vorschriften für die Auflage und den Vertrieb von ELTIFs kamen diese bei Investmenthäusern, Vermittler:innen und Kund:innen bisher nur bedingt an. Nun dürfte ein Neustart für diese Fonds nicht ausgeschlossen sein.

Die 2015 in Kraft getretene ELTIF-VO sollte ursprünglich ein europäisches Anlageinstrument zur Förderung langfristiger Investitionen in die Realwirtschaft, also in Infrastruktur wie Straßen, Energienetze und andere langfristig orientierte Sachwerte, schaffen. Dementsprechend sind mindestens 70% des Kapitals eines ELTIF in bestimmte ebensolche Vermögenswerte zu investieren gewesen. Die ersten Fonds dieser recht neuen Produktgattung kamen 2015 auf den Markt, das Angebot nimmt allerdings erst seit rund zwei Jahren etwas zu. Bislang gibt es europaweit laut ESMA gerade einmal 85 zugelassene ELTIFs. Auch in Österreich sind ELTIFs bislang im Prinzip bedeutungslos.

Viel Kritik übten Marktteilnehmer:innen insbesondere an den restriktiven Anlage- und Finanzierungsbestimmungen sowie an der Zugangsbeschränkung für Privatanleger:innen durch eine Mindestinvestitionssumme von EUR 10.000 (und einer Maximalinvestitionssumme von EUR 500.000). Der europäische Gesetzgeber konnte bisher mit der ELTIF-VO den Bedürfnissen der Anleger:innengruppen – unter anderem durch mangelnde Differenzierung dieser in der ELTIF-VO – in Summe nur unzureichend gerecht werden.

Klingt etwas kompliziert – war es auch. Für freie Anlageberater:innen war die Vermittlung solcher Fonds bislang mit einigen Hürden verbunden, unter anderem aufgrund der oben genannten Restriktionen, aber auch aufgrund der umfangreichen Verpflichtungen, die sie trafen. Vor der reformierten ELTIF-VO unterlagen sie, unter anderem, der Verpflichtung die Assets, in die ein solcher Fonds investiert, detailliert vorzustellen. Darüber hinaus mussten sie erfragen, ob die lange Laufzeit von meist mehr als zehn Jahren dem Anlagehorizont des Investors entspricht. Die zusätzlichen Aufklärungs-, Abfrage- und Dokumentationspflichten waren nicht nur umständlich, sondern erforderten auch speziell zu etablierende interne Prozesse.



works

Nun kommen folgende wesentliche Neuerungen:

- Für Kleinanleger:innen entfällt die Mindestanlagesumme von EUR 10.000 und es gibt auch keine Mindestanforderungen für deren Vermögen mehr;
- Herabsetzung der Mindestanlageschwelle in zulässige Anlagen auf 60% und die Anhebung der Anlagehöchstgrenzen (für einzelne Sachwerte zB von 10% auf 20%) sowie eine weitgehende Ermöglichung von Dachfondsstrukturen. Weiter ist geplant für professionelle Anleger:innen eine Fremdkapitalaufnahme von bisher 30% nun bis zu 50% bzw 100% des Kapitals zuzulassen;
- Und schließlich soll es ein erleichtertes Pflichtenregime für Vermittler:innen und Anlageberater:innen geben. Es soll nun der Vertrieb von langfristigen europäischen Investmentfonds durch eine Angleichung der ELTIF-Eignungsprüfung an die Prüfung nach den Vorgaben der MiFID II vereinfacht werden.

Die auf den Weg gebrachte reformierte ELTIF-VO wurde in der Fondsbranche bislang einhellig begrüßt. Die reformierte ELTIF-VO wird voraussichtlich noch im März 2023 im Amtsblatt der EU veröffentlicht und im ersten Quartal 2024 in Kraft treten.

Melike Okulmus



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