



Newsletter Kapitalmarkt- und Bankrecht, FinTechs Issue 6|2021

Die Themen dieses Newsletters:

1. [KMU und der Kapitalmarkt: Es soll wieder einmal Maßnahmen für einen verbesserten Zugang geben](#)
2. [Die Generalisierung der EU-Vorschriften zur Bekämpfung von Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung](#)
3. [EuGH: nemo-tenetur-Grundsatz gilt auch in der Marktmissbrauchsverordnung](#)
4. [Außerung der ESMA zu Ratings als Insiderinformationen](#)
5. [Veranstaltungseinladung](#)

1. KMU und der Kapitalmarkt: Es soll wieder einmal Maßnahmen für einen verbesserten Zugang geben

Die im Oktober 2020 von der EU-Kommission eingesetzte Technical Expert Stakeholder Group on SMEs (TESG) hat kürzlich ihren finalen Bericht veröffentlicht. Dem Auftrag entsprechend, enthält dieser konkrete Maßnahmen, wie kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) ein verbesserter Zugang zu den öffentlichen Kapitalmärkten ermöglicht werden soll.

In den letzten Jahren gab es auf europäischer Ebene bereits einige derartige Initiativen. Um das öffentliche Anbieten von Wertpapieren zu erleichtern, wurden zunächst (wenig erfolgreich) eigene Prospektschemata eingeführt. Seit der neuen Prospektverordnung gibt es mit dem EU-Wachstumsprospekt sogar ein eigenes Prospektformat (wobei sich der Andrang darauf noch in engen Grenzen hält). In der Marktmissbrauchsverordnung waren schon ursprünglich (einige wenige) Erleichterungen für KMU vorgesehen, weitere (etwa beim Führen von Insiderlisten) folgten, allerdings nur für Emittenten in KMU-Wachstumsmärkten gemäß MiFID II. Einen solchen Markt gibt es in Österreich derzeit nicht. Der *direct market plus* der Wiener Börse ist, obwohl auf KMU zugeschnitten, kein solcher. Unionsweit betrachtet gibt es derzeit in 15 EU-Ländern immerhin 18 KMU-Wachstumsmärkte.

Besonders große praktische Auswirkungen dürften all die vorstehend beschriebenen, bereits im Unionsrecht abgebildeten Erleichterungen nicht gehabt haben. Die Kommission selbst konstatiert etwa: „*Despite their strategic importance as a cornerstone of economic development, public listings of SMEs remain low in Europe*“. Als Ursachen werden wieder einmal administrative Hürden sowie hohe Kosten für das Listing und das Einhalten der damit einhergehenden Regeln identifiziert.

Die TESG hat Ideen entwickelt, um Listings für KMU wieder „cool“ zu machen (die Wortwahl stammt nicht von mir, sondern von der TESG selbst). Ein Ziel soll dabei sein, die regulatorischen



works

Anforderungen für KMU zu erleichtern. Das ist zwar zu begrüßen, habe ich aber die letzten Jahre (mindestens) einmal zu oft gehört. Ein dynamischeres Ökosystem für KMU zu schaffen klingt ebenso nett wie die Sichtbarkeit zu erhöhen und ein größeres Engagement von Kleinanlegern und professionellen Investoren zu ermutigen. Zumindest hat die TESG aber über diese Stehsätze hinaus auch zwölf (mehr oder weniger) konkrete Empfehlungen ausgesprochen, um all das zu bewerkstelligen, die nun von der Kommission geprüft und allenfalls im Zuge des Capital Markets Union New Action Plans berücksichtigt werden sollen:

1. Einführung einer einheitlichen KMU-Definition für Zwecke des Kapitalmarktrechts: Jedes Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von weniger als einer Milliarde Euro (!) soll darunter fallen. In Österreich wären diesfalls nicht nur alle *direct market plus* Emittenten, sondern auch zahlreiche Emittenten des Amtlichen Handels kapitalmarktrechtlich als KMU anzusehen.
2. Listing-Anforderungen sind zu mühsam – Prospektvereinfachung ist erforderlich: Der TESG schwebt hier ein Format ähnlich dem derzeit (übergangsmäßig) für Geregelte-Markt-Emittenten geltenden Wiederaufbauprospekts vor.
3. Die Marktmissbrauchsverordnung ist zu beschwerlich und muss geändert werden: Unter anderem wünscht sich die TESG (wie ich) eine Klarstellung, was Insiderinformationen sind und wann sie veröffentlicht werden sollen.
4. Fehlende Flexibilität bei Aktienstrukturen muss adressiert werden: Hier geht es der TESG offenbar um (in Österreich derzeit so nicht zulässige) Mehrstimmrechtsaktien.
5. Fehlender Support vor dem IPO: Dieser soll mit einer pre-listing-Sandbox behoben werden. Eine solche Sandbox gibt es in Österreich übrigens bereits in anderem Kontext, nämlich für FinTechs, die eine regulierte Geschäftstätigkeit anstreben.
6. Fehlende Sichtbarkeit und Profil von KMU's: Hier sagt die TSG wörtlich „we need to shine a spotlight on them“ und schlägt ein „EU Champions label“ vor.
7. Ungenügendes Research: Bei diesem Thema soll unter anderem mit finanziellen Mitteln aus dem Europäischen Fonds für regionale Entwicklung nachgeholfen werden.
8. Credit Research und Ratings sind nicht adäquat für KMUs und müssen reformiert werden: Neben Förderungen soll es hier auch Erleichterungen beim Daten sammeln geben.
9. KMU haben weder klare und verhältnismäßige ESG KPIs noch Unterstützung für Nachhaltigkeitsberichterstattung: Der TSG schwebt vor, die RL 2014/95/EU betreffend die nichtfinanzielle Berichterstattung mit Erleichterungen zu versehen und steuerliche Anreize zu schaffen.



works

10. Fehlen von harmonisierten Mindestanforderungen an eine gute Corporate Governance: Neben related-party-issues gibt es hier auch die Idee mindestens eines unabhängigen Aufsichtsrats, Mindestanforderungen für Delistings und vieles mehr.
11. Die Steuerpolitik unterstützt KMU nicht: Es soll leichter gemacht werden, mit den EU-Beihilfenregeln vereinbare Steueranreize zu schaffen.
12. Die Basis an Kleinanlegern, die in KMU investieren, muss verbreitert werden: Der TESG schwebt dazu die Schaffung einer neuen Kategorie eines „qualifizierten Kleinanlegers“ vor.

Im Kern sind aus Sicht des interessierte Unternehmen begleitenden Anwalts viele der vorstehenden Dinge zu begrüßen. Ich bleibe aber schaumgebremst, zumal hier vieles von der konkreten Umsetzung abhängen wird, die weder was das „Ob“, noch was das „Wann“ und erst recht nicht was das „Wie“ betrifft derzeit absehbar ist.

Festzuhalten ist auch, dass die Maßnahmen in Österreich wohl eher geeignet sein dürften, „echte“ IPOs zu forcieren. Die Größenordnungen, in denen die TESG offenbar denkt, sind nämlich weit über dem klassischen *direct market plus*-Emittenten anzusiedeln. Und teilweise zielen sie ganz offensichtlich auf geregelte Märkte. Die ganze Nachhaltigkeitsberichterstattung ist etwa auf Emittenten in multilateralen Handelssystemen überhaupt nicht anwendbar.

Allgemein möchte ich hier abschließend betonen, dass die Wiener Börse mit dem *direct market plus* vor einigen Jahren ein attraktives, einfaches und recht kostengünstiges Marktsegment geschaffen hat, in welches sich zuletzt wieder mehrere neue Unternehmen gewagt haben.

Gernot Wilfling

2. Die Generalisierung der EU-Vorschriften zur Bekämpfung von Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung

Die EU-Kommission hat vor kurzem ein sehr ehrgeiziges Paket mit vier Gesetzesvorschlägen zur Stärkung der EU-Vorschriften zur Bekämpfung von Geldwäsche- und Terrorismusfinanzierung („**AML/CFT**“) vorgelegt. Die Gesetzesvorschläge resultieren mitunter auf einer kürzlich durchgeführten [Sonderprüfung des Europäischen Rechnungshofes](#). Dieser stellte fest, dass bei den Maßnahmen zur Verhinderung von Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung sowie beim Eingreifen nach Feststellung eines Risikos eine institutionelle Fragmentierung und eine unzureichende Koordination auf EU Ebene vorliege. Zudem erfolge in der Praxis die Überwachung der Bekämpfung von Geldwäsche nach wie vor auf nationaler Ebene, und die Aufsicht durch die EU reiche nicht aus, um gleiche Rahmenbedingungen zu gewährleisten.



works

Weitere Grundlage für das Tätigwerden der Kommission waren [Angaben von Europol](#), die gemäß Ausmaß und Komplexität der Geldwäscheaktivitäten in Europa bisher unterschätzt würde. Europol schätzt den Wert der verdächtigen Transaktionen auf 1,3% des BIP der EU, schlappe EUR 100 Milliarden jährlich. Es bestehe gar ein paralleles Untergrundfinanzsystem, welches Transaktionen und Zahlungen isoliert von jeglicher Aufsicht abwickle.

Ziel des neuen Pakets ist es nun, verdächtige Transaktionen und Aktivitäten besser aufzudecken und noch vorhandene Schlupflöcher zu schließen. Zudem werden die derzeit geltenden Maßnahmen im Hinblick auf die neuen und aufkommenden Herausforderungen im Zusammenhang mit technologischen Innovationen erweitert. Den Kern des Pakets bildet eine neue europäische Anti-Geldwäschebehörde (Anti-Money Laundering Authority „**AMLA**“). Die AMLA soll zentrale Behörde der EU sein, die die nationalen Behörden koordiniert, um sicherzustellen, dass der private Sektor die EU-Vorschriften korrekt und konsequent anwendet.

Die neue Verordnung wird die Vorschriften der Bekämpfung von Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung in der gesamten EU vollharmonisieren und beispielsweise detailliertere Vorschriften über die Sorgfaltspflicht gegenüber Kunden, das wirtschaftliche Eigentum sowie die Befugnisse und Aufgaben der Aufsichtsbehörden und der zentralen Meldestellen (Financial Intelligence Units („**FIUs**“)) enthalten.

Mit dem Gesetzespaket soll zudem die Anwendung der EU-AML/CFT-Vorschriften auf den gesamten Krypto Sektor ausgeweitet werden. Derzeit fallen nur bestimmte Kategorien von Krypto-Dienstleistern in den Anwendungsbereich. Die Maßnahmenänderungen sollen nicht nur alle Dienstleister dazu verpflichten, eine Sorgfaltsprüfung ihrer Kunden durchzuführen, sondern es soll auch eine vollständige Rückverfolgbarkeit von Krypto-Asset-Transfers wie zB Bitcoins, sichergestellt werden.

Aus rechtlicher Sicht weniger, spannend, aber medial breitenwirksam ist eine andere vorgesehene Neuerung: Es soll EU-weit ein Limit von EUR 10.000 für Barzahlungen eingeführt werden. Einschränkungen beim Bargeld sind bekanntlich gerade auch in Österreich ein sehr emotional besetztes Thema und so mancher wird hierin wieder einen Akt der schleichenden Abschaffung von Bargeld wittern.

Das Legislativpaket wird nun vom Europäischen Parlament und vom Rat erörtert. Die Kommission hofft auf ein zügiges Gesetzgebungsverfahren. Die künftige AML-Behörde dürfte 2024 ihre Arbeit aufnehmen und etwas später, wenn die Richtlinie umgesetzt ist und der neue Rechtsrahmen in Kraft tritt, mit der direkten Aufsicht beginnen.

Valentina Treichl



works

3. EuGH: nemo-tenetur-Grundsatz gilt auch in der Marktmissbrauchsverordnung

Der EuGH beschäftigte sich in der Rechtssache [C-481/19](#) jüngst wieder einmal mit der Marktmissbrauchsverordnung (MAR). Zugrunde lag dem Vorabentscheidungsverfahren folgender Sachverhalt: Die italienische Aufsichtsbehörde CONSOB verhängte gegen einen Beschuldigten wegen Insidergeschäften und der unrechtmäßigen Weitergabe von Insiderinformationen Geldstrafen iHv gesamt EUR 300.000. Darüber hinaus bestrafte sie ihn mit weiteren EUR 50.000, weil er den Zeitpunkt der Anhörung, zu der er in seiner Eigenschaft als über den Sachverhalt informierte Person geladen worden war, mehrmals verschoben habe und sich, als er dort erschienen sei, geweigert habe, die ihm gestellten Fragen zu beantworten.

Nachdem der Beschuldigte Rechtsmittel dagegen erhob, beschloss der italienische Verfassungsgerichtshof das Verfahren auszusetzen und dem EUGH u.a. folgende Fragen zur Vorabentscheidung vorzulegen: *Ist „Art. 30 Abs. 1 Buchst. b der Verordnung Nr. 596/2014 dahin auszulegen, dass sie es den Mitgliedstaaten gestatten, denjenigen nicht mit einer Sanktion zu belegen, der sich weigert, auf Fragen der zuständigen Behörde zu antworten, aus denen sich seine Verantwortlichkeit für eine mit Verwaltungssanktionen „strafrechtlicher“ Natur bewehrte Zuwiderhandlung ergeben kann?“* Anders gefragt: Gibt es ein Recht zu schweigen für Personen in sie betreffenden Ermittlungen wegen Insidergeschäften?

Nunmehr könnte man sich unbedarft fragen, warum dieser allgemeine und grundrechtlich abgesicherte Grundsatz hier nicht gelten soll? Hintergrund ist der bereits zitierte Art 30 Abs 1 lit b) MAR, der wörtlich lautet wie folgt: *„Unbeschadet strafrechtlicher Sanktionen und unbeschadet der Aufsichtsbefugnisse der zuständigen Behörden nach Artikel 23 übertragen die Mitgliedstaaten im Einklang mit nationalem Recht den zuständigen Behörden die Befugnis, angemessene verwaltungsrechtliche Sanktionen und andere verwaltungsrechtliche Maßnahmen in Bezug auf mindestens die folgenden Verstöße zu ergreifen: [...] Verweigerung der Zusammenarbeit mit einer Ermittlung oder einer Prüfung oder einer in Artikel 23 Absatz 2 genannten Anfrage.“* Somit besteht hier im Rahmen der MAR eine „Kooperationspflicht“ bei Ermittlungen, die mit dem Grundsatz *„Nemo tenetur se ipsum accusare* (kurz *nemo-tenetur*-Grundsatz) in einem gewissen Widerspruch steht.

Der EuGH meint zu diesem Widerspruch, dass die Mitgliedstaaten sicherstellen müssen, dass es der zuständigen Behörde aufgrund des durch die Art 47 und 48 der Charta garantierten Rechts zu schweigen, verwehrt ist, gegen eine natürliche Person wegen deren Weigerung, dieser Behörde Antworten zu geben, aus denen sich ihre Verantwortlichkeit für eine mit Verwaltungssanktionen strafrechtlicher Natur bewehrte Zuwiderhandlung oder ihre strafrechtliche Verantwortlichkeit ergeben könnte, Sanktionen zu verhängen.



works

Im Ergebnis dürfen die nationalen Aufsichtsbehörden also keine Sanktionen gegen eine natürliche Person verhängen, die sich in einem Ermittlungsverfahren wegen (behaupteter) MAR-Verstöße weigert, der Behörde Antworten zu geben, die sie selbst belasten würden. Der *nemo-tenetur*-Grundsatz gilt also auch im Bereich der MAR; und zwar trotz Art 30 Abs 1 lit b) MAR.

Sebastian Sieder

4. Äußerung der ESMA zu Ratings als Insiderinformationen

Im jüngsten [Update ihrer Fragen und Antworten zur Marktmissbrauchsverordnung](#) beschäftigt sich die ESMA mit Art 10 Abs 2a der [Verordnung über Ratingagenturen](#). Dieser besagt zunächst, dass Ratings, Ratingausblicke und diesbezügliche Informationen (in der Folge ist verkürzt nur noch von „Ratings“ die Rede) bis zur Offenlegung gegenüber der Öffentlichkeit als Insiderinformationen gelten. Außerdem ordnet er an, dass die Geheimhaltungs-, Veröffentlichungs- und Listenführungspflichten von Art 6 Abs 3 [Marktmissbrauchsrichtlinie](#) eingehalten werden müssen. Die Marktmissbrauchsrichtlinie wurde mittlerweile bekanntlich durch die [Marktmissbrauchsverordnung](#) ersetzt. Die ESMA betont daher wenig überraschend, dass Verweise in der Ratingagenturverordnung nun (auf Basis der Entsprechenstabelle in Anhang II MAR) auf die entsprechenden MAR-Bestimmungen zielen (also auf Art 17 Abs 8 und Art 18 Abs 1 MAR, was insbesondere die Pflicht zum Führen eines anlassbezogenen Abschnitts der Insiderliste bedeutet).

Die ESMA bestätigt zunächst, was der eingangs verkürzt wiedergegebene Wortlaut von Art 10 Abs 2a Ratingagenturverordnung schon nahe legt: Es wird unwiderleglich vermutet, dass es sich bei Ratings um Insiderinformationen handelt und sie sind immer wie solche zu behandeln. Eine Prüfung anhand der Kriterien des Art 7 MAR, etwa ob die Information über das (geänderte oder allenfalls auch unveränderte) Rating zur erheblichen Kursbeeinflussung geeignet ist, hat laut ESMA nicht zu erfolgen.

Weiters antwortet die ESMA auf die Frage, ob die Veröffentlichung eines Ratings durch die Ratingagentur auf ihrer Website dazu führt, dass der Charakter als Insiderinformation entfällt. Die europäische Aufsichtsbehörde bejaht dies, was zumindest auf den ersten Blick überrascht. Die Veröffentlichung bloß auf einer Website (etwa des Emittenten) reicht ansonsten gerade nicht, um die öffentliche Bekanntheit einer Information im Sinne der MAR herzustellen und damit ihre Einstufung als Insiderinformation zu beseitigen. Die ESMA geht aber sogar noch einen Schritt weiter: Wenn Ratings nur für bestimmte Abonnenten der Ratingagentur erstellt werden und diesen Abonnenten das Rating übermittelt wurde, soll der Charakter als Insiderinformation ebenfalls entfallen. All dies lässt sich wohl nur aus dem speziellen Kontext erklären, in dem Art 10 (2a) Ratingagenturverordnung eingebettet ist.

Ich erlaube mir, weil für Emittenten rund um Ratings besonders praxisrelevant, an dieser Stelle noch einmal zu erinnern, was die deutsche BaFin zur Frage der unmittelbaren Betroffenheit der Emittenten (und damit der unverzüglichen Ad-hoc-Pflicht) sagt: „Grundsätzlich ist die Einschätzung professioneller Marktteilnehmer z.B. in Ratings (für Anleihen) bzw. in Analysen/Researchberichten (betreffend Aktien) als ein den Emittenten nur mittelbar betreffender Umstand zu werten, und zwar auch dann, wenn sie konkrete Schätzungen zu Geschäftszahlen oder ein Kursziel für die Finanzinstrumente enthält und zu einer Änderung der Markterwartung führt. Der Emittent hat aber zu prüfen, ob sich durch das Ergebnis des Ratings oder der Empfehlung Änderungen in der Geschäftsentwicklung ergeben können, etwa weil Refinanzierungskosten steigen werden. Diese Information wiederum betrifft den Emittenten unmittelbar und löst bei Kurserheblichkeit eine Ad-hoc-Mitteilungspflicht aus“ (BaFin Emittentenleitfaden Modul C, Punkt I.3.2.2.3).

Gernot Wilfling

5. Veranstaltungseinladung

In unserer nächsten Veranstaltung am **16.09.2021, 17:30 Uhr**, an der Sie persönlich bei uns im Haus oder virtuell teilnehmen können, haben wir einen besonderen Redner zu Gast: Der langjährige steirische Landeshauptmann-Stellvertreter **Michael Schickhofer** wird sich mit uns über aktuelle Trends unterhalten. Zudem wird er aus seiner Erfahrung als nunmehrige Führungskraft der Steirischen Wirtschaftsförderung SFG und selbständiger Consultant darüber berichten, wie Unternehmen mit Zukunftstrends umgehen können.

Natürlich haben wir als Anwaltskanzlei darüber hinaus auch Rechtliches im Programm: Unsere Partner **Gernot Wilfling** und **Manuela Maurer-Kollenz** werden über aktuelle, aus Entwicklungen im Recht getriebene Trends berichten. Unter anderem stehen die neuen Energiegemeinschaften nach dem Erneuerbaren-Ausbau-Gesetz am Programm.

Details zur Veranstaltung können Sie der [Einladung](#) entnehmen. Wir würden uns freuen, Sie zu diesem Anlass bei uns im Haus oder virtuell begrüßen zu dürfen. Anmeldungen bitte wie gewohnt an events@mplaw.at.



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