



works

Newsletter Kapitalmarkt- und Bankrecht Issue 4|2019

Die Themen dieses Newsletters:

1. [Die Marktmissbrauchsverordnung auf dem Prüfstand](#)
2. [KMU-Wachstumsmarkt: Deutliche Erleichterungen für Emittenten beschlossen](#)
3. [Kapitalmarktgesetz 2019: Mit der geplanten Umsetzung werden Chancen verpasst](#)
4. [Kapitalmarktprospekte: Offenlegung der Risiken wird noch einmal deutlich heikler](#)

1. Die Marktmissbrauchsverordnung auf dem Prüfstand

Gemäß Art 38 Marktmissbrauchsverordnung (MAR) hat die Kommission dem Europäischen Parlament bis 3. Juli 2019, also drei Jahre nach Anwendbarkeit der MAR, darüber zu berichten, ob eine Überarbeitung der MAR erforderlich ist. Hierzu hat die Kommission die ESMA kürzlich in einem umfassenden [formal request](#) um Rat gebeten. Dabei sticht ins Auge, dass die Kommission unter anderem Aussagen der ESMA zu ganz zentralen Themen wie den Begriff „Insiderinformation“, die Brauchbarkeit von Insiderlisten, die Directors` Dealings-Meldepflicht (hier mit Fokus auf Schwellenwerte und den Umgang mit Fonds) und die Reichweite des Handelsverbots anfragt.

Besonders interessiert sich die Kommission auch für den Mechanismus zum Aufschub von Insiderinformation. Hier stellt sie im kürzlich der ESMA erteilten Mandat fest, dass in manchen Mitgliedstaaten der Aufschub in gestreckten Sachverhalten eher die Regel, in anderen Mitgliedstaaten eher die Ausnahme ist. Das deutet freilich auf eine unterschiedliche Interpretation des Begriffs der „Insiderinformation“ selbst hin. Unserer eigenen Wahrnehmung nach gibt es in Österreich übrigens bislang sogar innerhalb unseres kleinen Landes noch deutliche Unterschiede was die Nutzung der Aufschubmöglichkeit betrifft.

Jedenfalls darf man mit Spannung erwarten, was die ESMA – die zu diesem Zweck noch umfassende Konsultationen durchführen wird – letztlich berichten wird (Deadline hierfür ist übrigens der 31.12.2019). Davon wird nämlich abhängen, ob es in weiterer Folge zu umfangreichen Änderungen der MAR kommt. Dass es die eine oder andere Nachschärfung geben wird, halte ich für sehr wahrscheinlich.

Gernot Wilfling



2. KMU-Wachstumsmarkt: Deutliche Erleichterungen für Emittenten beschlossen

Ein zentrales Anliegen der Kapitalmarktunion ist es, für Unternehmen in der EU unabhängig vom Stadium ihrer Entwicklung den Zugang zu Marktfinanzierung zu erleichtern. Die zu diesem Zweck vorgeschlagene Verordnung der Europäischen Kommission zur gezielten Änderung der Marktmissbrauchsverordnung (EU) 596/2014 und der Prospektverordnung (EU) 1129/2017 wurde jüngst vom Europäischen Parlament gebilligt. Die Änderungswünsche der Europäischen Kommission zielen auf die Senkung des Verwaltungsaufwands für die Emittenten auf einem KMU-Wachstumsmarkt unter Gewährleistung des Anlegerschutzes und der Marktintegrität.

In diesem Sinne wird die Attraktivität des KMU-Wachstumsmarkts durch die gelockerten rechtlichen Anforderungen insbesondere für Emittenten gesteigert wie folgt:

- Um die Entwicklung der Privatplatzierung von Anleihen zu fördern, wird die Privatplatzierung von Anleihen mit qualifizierten Investoren von der Marktsondierung gemäß Art 11 MAR ausgenommen.
- Im Einklang mit den Vorgaben des Art 13 MAR können Emittenten Liquiditätsverträge mit den Finanzintermediären (Bank oder Wertpapierfirma) abschließen, die mit der Verbesserung der Liquidität von Aktien des Emittenten vertraut sind.
- Die Gründe für den beabsichtigten Aufschub der Veröffentlichung von Insiderinformation gemäß Art 17 Abs 4 MAR sind der zuständigen Behörde nur auf Anfrage darzulegen. Weiters sind die Emittenten von der Verpflichtung zur kontinuierlichen Aufzeichnung über solche Begründungen befreit.
- Emittenten müssen fortan nur solche Personen in die Insiderliste aufnehmen, die allzeit auf Insiderinformation zugreifen können (ständige Insider, keine anlassbezogenen Abschnitte). Die Insiderliste ist nach der jetzigen Rechtslage gemäß Art 18 MAR nur auf Anfrage der zuständigen Behörde vorzulegen.
- Für die Veröffentlichung der Director's Dealings Meldung wird die Frist von drei Tagen ab Abschluss des Geschäfts für KMU-Emittenten um weitere zwei Tage verlängert, während die Führungskraft weiterhin über nur drei Tage Zeit verfügt.
- Emittenten, die zumindest für drei Jahre auf dem KMU-Wachstumsmarkt gelistet sind und in den regulierten Markt umsteigen möchten, kann ein „Übergangsprospekt“ im Sinne eines einfachen Prospekts nach Art 14 Prospekt-VO erstellt werden.



works

Emittenten an KMU-Wachstumsbörsen, also speziellen MTFs, die ja ohnehin schon weniger Regulierung unterliegen, werden damit noch einmal entlastet. Wir sind gespannt, ob es auch in Wien künftig einen KMU-Wachstumsmarkt geben wird.

Alev Badem

3. Kapitalmarktgesetz 2019: Mit der geplanten Umsetzung werden Chancen verpasst

Anlässlich der bevorstehenden (gänzlichen) Anwendbarkeit der neuen EU-Prospektverordnung (Verordnung (EU) 2017/1129) hat der österreichische Gesetzgeber den Entwurf eines neuen Kapitalmarktgesetzes 2019 in Begutachtung geschickt. Dieses wird künftig drei (inhaltliche) Hauptstücke haben. Das 1. Hauptstück regelt das öffentliche Anbieten von Veranlagungen, das 2. Hauptstück wird im Wesentlichen Begleitregelungen zur Prospektverordnung enthalten (entsprechend heißt es „Öffentliches Angebot von Wertpapieren – Anwendung der Verordnung (EU) 2017/1129). Im 3. Hauptstück findet man gemeinsame Bestimmungen für Veranlagungen und Wertpapiere.

Insgesamt handelt es sich um einen eher uninspirierten Entwurf. Folgendes sticht ins Auge:

1. Der für das 1. Hauptstück ganz zentrale Begriff „Veranlagung“ soll in seiner derzeitigen, nicht gerade klaren Form, übernommen werden.
2. Der Prospekt für Veranlagungen ist offenbar weiterhin vom Emittenten (durch vertretungsbefugte Personen) zu unterfertigen, wohingegen für Wertpapierprospekte längst ein elektronisches Billigungsverfahren ohne Unterfertigung gilt.
3. Der Gesetzgeber behält die Prüfung von Veranlagungsprospekten durch einen Prospektkontrollor (Wirtschaftsprüfer etc, nicht die FMA) auf Richtigkeit und Vollständigkeit bei. Es gilt also weiterhin auch ein strengerer Prüfungsmaßstab für Veranlagungsprospekte. Außerdem ist der Veranlagungsprospekt weiterhin einen Bankarbeitstag vor Angebotsbeginn zu veröffentlichen.
4. Anders als künftig bei Nachträgen zu Wertpapierprospekten ist im Fall von Nachträgen zu Veranlagungsprospekten nach wie vor bereits vor der Prüfung durch den Prospektkontrollor zu veröffentlichen. Die Rücktrittsfrist für Verbraucher beträgt unverändert sieben Arbeitstage ab Veröffentlichung – die Chance einer Angleichung an die Regelungen für Wertpapiere (dort bereits vor der Prospektordnung zwei Arbeitstage für sämtliche Gruppen von Anlegern) wurde verpasst.
5. Die Sonderbestimmungen für Veranlagungen in Immobilien (zusätzliche Prospektangaben, extern zu prüfender Rechenschaftsbericht etc) werden im Wesentlichen unverändert übernommen. Für Wertpapieremissionen gelten diese bekanntlich nicht. Die (weitere) Ungleichbehandlung scheint mehr als hinterfragenswert.
6. Wie bisher fallen sowohl Wertpapier-, als auch Veranlagungsangebote unter EUR 2 Mio über einen zwölf-Monats-Zeitraum im Regelfall nicht unter das KMG, sondern unter das AltFG. Für



works

- Angebote von weniger als EUR 5 Mio über einen zwölf-Monats-Zeitraum steht weiterhin ein vereinfachter Prospekt nach Schema D KMG zur Verfügung (wobei vereinfachte Wertpapierprospekte von der FMA zu billigen, vereinfachte Veranlagungsprospekte von einem Prospektkontrollor zu prüfen sind).
7. Verstöße gegen die Prospektverordnung ziehen primär Verwaltungsstrafen nach sich, die bei natürlichen Personen bis EUR 700.000, bei juristischen Personen bis EUR 5 Mio oder 3% des Konzernumsatzes betragen können. Zudem behält der Gesetzgeber leider auch die gerichtliche Strafbarkeit von Verletzungen der Prospektpflicht, der Nachtragspflicht und der Pflicht zur Erstellung eines Rechenschaftsberichts (bis zu zwei Jahre Haft!) bei. Selbiges gilt für unrichtige vorteilhafte Angaben und Verschweigen nachteiliger Tatsachen zu erheblichen Umständen im Prospekt oder Rechenschaftsbericht.
 8. In den gemeinsamen Bestimmungen für Veranlagungen und Wertpapiere werden zahlreiche nationale Besonderheiten, etwa die Vorgaben für Verbrauchergeschäfte, die OeKB als Hinterlegungsstelle und die Emissionskalendermeldung, grundsätzlich beibehalten. Zumindest das besondere Rücktrittsrecht von Verbrauchern im Falle von unterlassenen Nachträgen soll jedoch entfallen. Außerdem gibt es künftig eine absolute Obergrenze für das Rücktrittsrecht bei fehlendem Prospekt (5 Jahre).

Damit lässt der Gesetzgeber einige Gelegenheiten liegen. Zunächst wäre eine weitere Angleichung von Wertpapieren und Veranlagungen schon im Sinne der Vereinfachung des Rechtsbestands begrüßenswert gewesen. Etwa gehört die Prospektbilligung – wie von selbiger auch gefordert – auch was Veranlagungen betrifft in die Hände der FMA, deren Prospektaufsicht meiner Wahrnehmung nach von allen Marktteilnehmern außerordentlich geschätzt wird. Um Wettbewerbsnachteile gegenüber anderen Mitgliedstaaten zu vermeiden und Verwaltungsaufwand zu reduzieren gehören aber insbesondere nationale Relikte wie der Emissionskalender abgeschafft. Die weiterhin bestehende gerichtliche Strafbarkeit für Verstöße gegen die Prospektpflicht ist – auch wegen der ohnehin abschreckenden Verwaltungsstrafen und sonstigen Sanktionen – rechtspolitisch nicht zu rechtfertigen.

Grundsätzlich erfreulich, wenn auch in seiner Bedeutung durchaus unklar ist ein Hinweis in den Erläuterungen, welcher wohl als Reaktion auf die jüngere OGH-Judikatur zum Rücktrittsrecht wegen Verletzung der Nachtragspflicht zu verstehen ist: *„Klarstellend sei darauf hingewiesen, dass die Feststellung von Prospektmängeln als Auslöser für die Nachtragspflicht sich naturgemäß auf die Zeit vor dem Ende des öffentlichen Angebots bezieht. Nur dann ist ein Nachtrag zu verfassen. Sobald das öffentliche Angebot geendet hat und vom Anbieter, Emittenten oder Anleger ein Mangel festgestellt wird, ist ein solcher Mangel gegebenenfalls ein Fall für Schadenersatz bei Vorliegen der sonstigen Voraussetzungen, aber kein Anlass für einen Nachtrag.“*



Inkrafttreten soll das neue KMG übrigens mit 21. Juli 2019, also am Tag der erstmaligen Anwendbarkeit der neuen Prospektverordnung. Entsprechend soll das KMG 1991 mit Ablauf des 20. Juli 2019 außer Kraft treten. Aufgrund der derzeitigen politischen Unsicherheit ist es jedoch ungewiss, ob das Gesetzgebungsverfahren bis dahin überhaupt abgeschlossen sein wird.

Gernot Wilfling

4. Kapitalmarktprospekte: Offenlegung der Risiken wird noch einmal deutlich heikler

Die ab 21. Juli 2019 anwendbare neue EU-Prospektverordnung enthält im Vergleich zur derzeitigen Rechtslage deutlich detailliertere Vorgaben dazu, welche Risiken in einem Kapitalmarktprospekt in welcher Form zu beschreiben sind. Als Grundregel gilt: Im Prospekt darf auf Risiken nur eingegangen werden, wenn sie (i) für den Emittent oder das angebotene Wertpapier spezifisch und (ii) für eine fundierte Anlageentscheidung wesentlich sind und wenn dies (iii) auch durch den Inhalt des Prospekts bestätigt wird (siehe Art 16 Abs 1 Prospektverordnung). Insgesamt lässt die Prospektverordnung keine Zweifel offen, dass sie der derzeitigen Praxis der Risikobeschreibung – die man uE mit „Wildwuchs“ beschreiben kann – entgegentreten will. Anleger sollen dadurch einen klaren Blick auf die tatsächlich im konkreten Fall relevanten Risiken bekommen.

Damit im Einklang fordert die Prospektverordnung etwa, die Risiken anhand von (i) Wesentlichkeit und (ii) erwartetem Umfang an negativen Auswirkungen zu beurteilen. Die Risikofaktoren sind zudem entsprechend ihrer Beschaffenheit in eine begrenzte Anzahl von Kategorien einzustufen. Für jede Kategorie werden die wesentlichsten Risikofaktoren an erster Stelle genannt (so Art 16 Abs 1 UAbs 2 bis 4 Prospektverordnung).

Was sich schon daraus erahnen lässt, ist spätestens seit dem Final Report der ESMA betreffend Leitlinien zu Risikofaktoren klar: Die korrekte Offenlegung (nur) der tatsächlich spezifischen und wesentlichen Risiken in Kapitalmarktprospekten wird künftig viel mehr Aufmerksamkeit erfahren (müssen). Hier ein Auszug daraus, worauf die Aufsichtsbehörden laut ESMA-Papier im Zuge der Prospektbilligung achten müssen:

1. Emittentenbezogene Risikofaktoren müssen nicht nur wirklich für den Emittenten relevant und spezifisch sein, sondern es muss aus der Formulierung auch erkennbar sein, inwiefern dies der Fall ist.
2. Lediglich zur „Haftungsprävention“ sozusagen sicherheitshalber aufgenommene allgemeine Risikofaktoren sind absolut unzulässig.

works

3. Risikofaktoren dürfen nicht mit „copy/paste“ aus Prospekten anderer Emittenten übernommen werden. ESMA anerkennt aber zumindest, dass Unternehmen aus derselben Branche ähnlichen Risiken unterliegen werden.
4. Bezüglich der geforderten Wesentlichkeit eines spezifischen Risikos erachtet die ESMA quantitative Informationen für hilfreich. Sind solche nicht verfügbar, sollte zumindest durch qualitative Einordnungen („gering“, „mittel“, „hoch“) Klarheit verschafft werden (soweit ersichtlich nicht zwingend).
5. Für die geforderte Kategorisierung schlägt ESMA fünf emittentenbezogene und vier wertpapier-/angebotsbezogene Kategorien vor (in vielen Fällen werden aber nicht alle Kategorien tatsächlich zutreffen). Mehr als zehn Kategorien (inklusive Unterkategorien) sollen bei gewöhnlichen Stand-alone-Prospekten unzulässig sein.
6. Die Überschriften müssen die Natur eines Risikofaktors reflektieren.
7. In der Zusammenfassung soll nur eine begrenzte Zahl an Risikofaktoren aufgenommen werden (laut Prospektverordnung höchstens 15).

Einige der genannten Vorgaben für Risikofaktoren gehörten schon bisher zur Behördenpraxis oder sind zumindest marktüblich. Einiges geht aber doch deutlich darüber hinaus und wir gehen davon aus, dass die Aufsichtsbehörden allgemeine Risikofaktoren künftig jedenfalls nicht mehr akzeptieren werden (vom konkreten Emittenten bzw Wertpapier unabhängige Risikofaktoren waren uE schon bisher nicht vorgeschrieben, wurden aber großteils toleriert). Einen schönen Eindruck davon, wie sich die ESMA Risikofaktoren vorstellt, findet man übrigens in Appendix I zur den Guidelines, welcher Beispiele für spezifische und wesentliche Risikofaktoren enthält.

In Fachvorträgen und der Lehre wurde in diesem Zusammenhang zuletzt betont, dass das Haftungsrisiko durch die neuen Vorgaben steige. Aus unserer Sicht nicht weniger erwähnenswert ist der Mehraufwand bei der Prospektgestaltung: Nicht zuletzt werden unternehmensintern mehr Personen involviert und mehr Ressourcen benötigt werden.

Gernot Wilfling / Alev Badem

**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