



Newsletter Kapitalmarkt- und Bankrecht, FinTechs Issue 6|2022

Die Themen dieses Newsletters:

1. [Börsenotierungen sollen erheblich erleichtert werden](#)
2. [EuGH zur Insiderinformation und zum Journalistenprivileg](#)
3. [Umsetzung der IFD: Das neue Wertpapierfirmengesetz kommt](#)
4. [Krypto wird erstmals EU-weit reguliert: Rat der Europäischen Union und Wirtschaftsausschuss des EU-Parlaments stimmen „MiCA“ zu](#)

1. Börsenotierungen sollen erheblich erleichtert werden

Nach umfangreichen Konsultationen, über die wir bereits im Detail berichtet haben (vgl. Newsletter Kapitalmarkt- und Bankrecht, FinTechs Issue 4|2022: „EU will Börsenotierungen erleichtern“) liegen nun (endlich) die Entwürfe der Kommission für einen EU Listing Act vor. Ziel ist, Börsenotierungen bzw. das Umfeld für börsennotierte Unternehmen deutlich zu verbessern; dies speziell auch für kleinere und mittlere Unternehmen (KMU). Die Entwürfe beinhalten zwei Richtlinien und eine Verordnung zur Änderung verschiedener europäischer kapitalmarktrechtlicher Rechtsakte (COM(2022) 760, COM(2022) 761, COM(2022) 762). Und darin sind ein paar durchaus praxisrelevante Neuerungen vorgesehen. Hier ein erster grober Überblick:

- Als eines der Probleme für Going und Staying Public von KMUs hat die Kommission das Fehlen von ausreichender Research Coverage identifiziert. Daher sollen die von der Kommission angezweifelten Unbundling Rules für Investmentanalysen („the success of the unbundling rules is contestable“) reformiert werden. So soll eine neue Research-Kategorie („issuer-sponsored research“) mit daran anknüpfenden Pflichten geschaffen werden. Die Schwelle für die Ausnahme vom Research Unbundling soll von EUR 1 Mrd. auf EUR 10 Mrd. Marktkapitalisierung angehoben werden.
- Die Listing Directive aus 2001 soll aufgehoben werden. Hinsichtlich der in großen Teilen obsolet gewordenen Listing Directive sollen die wenigen noch als relevant erachteten Bestimmungen in modifizierter Form in die MiFID II übernommen werden (Mindestmarktkapitalisierung von EUR 1 Mio. für geregelten Markt, Mindeststreubesitz von 10%, Anforderungen an die Veröffentlichung des Jahresabschlusses). Klargestellt wird, dass auch nur ein Segment eines MTF als KMU-Wachstumsmarkt geführt werden kann.
- Da die Kapitalaufnahme über die europäischen Kapitalmärkte vor allem im Vergleich zu den USA als mangelhaft angesehen wird, soll es (wieder einmal) Vereinfachungen im EU-



works

Prospektregime geben. Für Sekundäremissionen soll es Unternehmen, deren Aktien an einem geregelten Markt zugelassen oder zum Handel in einem KMU-Wachstumsmarkt einbezogen sind, ermöglicht werden, jedes Jahr eine oder auch mehrere Kapitalerhöhungen im Volumen von bis zu 40% des bereits zugelassenen Aktienkapitals prospektfrei durchzuführen. Bei Ausschöpfung dieser 40% soll es Unternehmen bereits 18 Monate nach Notierungsaufnahme ermöglicht werden, Kapitalerhöhungen in beliebiger Höhe nur mittels Veröffentlichung eines zusammenfassenden bloß 10-seitigen Dokuments durchzuführen. Die Schwelle für prospektfreie Emissionen soll von derzeit EUR 8 Mio. auf EUR 12 Mio. über einen Ein-Jahres-Zeitraum erhöht werden. Davon grundsätzlich unberührt bleiben aber unter dieser Summe bestehende nationale Transparenzpflichten. Außerdem soll die Schaffung stärker standardisierter und gestrafter Prospekte (Limit von 300 Seiten), die Einführung eines neuen maximal 50-seitigen EU Follow-on prospectus (als Ersatz für den sog. vereinfachten Prospekt für Sekundäremissionen) und ein neuer EU-Wachstumsprospekt nunmehr unter dem Label EU Growth issuance document mit maximal 75 Seiten für einen Aufschwung der Kapitalaufnahme über die Kapitalmärkte sorgen.

- Für viel Aufsehen haben die geplanten Änderungen hinsichtlich der MAR, die oftmals als überbordend beurteilt wurde, gesorgt. Im Falle von den in der Praxis besonders schwer zu beurteilenden Insiderinformationen bei Zwischenschritten in einem zeitlich gestreckten Sachverhalt soll keine Ad-hoc-Publizitätspflicht mehr bestehen. Die Ad-hoc-Publizität und die Insiderverbote, die bislang streng parallel liefen, sollen nun bei Zwischenschritten in gestreckten Sachverhalten auseinanderfallen (Insiderverbote ja, Ad-hoc-Publizitätspflicht nein). Die Kommission soll ermächtigt werden, auf Level 2 eine nicht erschöpfende Liste relevanter Informationen zu schaffen und für jede Information den in der Praxis oft schwer genau festzumachenden Zeitpunkt festzulegen, zu dem vernünftigerweise erwartet werden kann, dass der Emittent sie offenlegt. Auch die Kriterien für den Aufschub der Adhoc-Publizitätspflicht sollen weiter präzisiert werden, indem die Beispiele hinsichtlich Irreführungseignung von den ESMA-Leitlinien in die MAR aufgenommen werden sollen. Die Kommission will zudem eine Änderung des Zeitpunkts an dem die zuständige Behörde über einen erfolgten Aufschub der Veröffentlichung zu informieren ist. Derzeit hat dies erst unmittelbar nach Ad-hoc-Veröffentlichung der aufgeschobenen Insiderinformation zu erfolgen, gemäß dem Vorschlag der Kommission soll dies zukünftig bereits unmittelbar nach der Entscheidung des Emittenten über den Aufschub der Veröffentlichung geschehen; das wäre sozusagen „back to the roots“, also zur Rechtslage vor der MAR.
- Die Schwelle für Directors' Dealings-Meldungen soll von EUR 5.000 auf EUR 20.000 angehoben werden. Die Ausnahmen vom Handelsverbot (closed periods) bei Directors' Dealings sollen gemäß Kommissionsvorschlag erweitert werden.



works

- Vereinfachungen für Emittenten soll es auch insofern geben, als die Kommission die Einführung einer permanenten (statt anlassbezogenen) Insiderliste vorschlägt.
- Nicht zuletzt sind Anpassungen auch bezüglich Marktsondierungen und Aktienrückkaufprogrammen angedacht.
- Gesellschaftsrechtlich spannend werden in Österreich die Ideen der Kommission zu Mehrstimmrechtsaktien. Solche sind hierzulande derzeit (wie auch in Deutschland) unzulässig. Sie werden aber von der Kommission als wichtige Möglichkeit der Attraktivierung von Börsengängen angesehen, da durch Mehrstimmrechte es etwa Gründern ermöglicht werden könnte, trotz IPO die Kontrolle über „ihr“ Unternehmen zu behalten (vgl dazu bereits Newsletter Corporate/M&A Issue 4|2021 „Gestaltungsmöglichkeiten für Stimmrechte in der Satzung: Zwischen Höchststimmrecht und Super Voting Shares“). Die Mitgliedstaaten sollen verpflichtet werden, allen Unternehmen, die zum ersten Mal eine Zulassung zum Handel ihrer Aktien auf einem KMU-Wachstumsmarkt anstreben, Mehrstimmrechte zu erlauben. In Österreich gibt es noch keinen „echten“ KMU-Wachstumsmarkt. Der direct market plus der Wiener Börse, welcher primär KMU adressiert, ist „nur“ ein „gewöhnliches“ multilaterales Handelssystem.

Die Änderungen sind zum Teil sicherlich zu begrüßen (Erleichterungen MAR), bleiben aber in anderen Bereichen deutlich hinter den Erwartungen zurück (Mehrstimmrechtsaktien). Die Entwürfe werden nun mit dem Europaparlament und den Mitgliedstaaten beraten, die sie beide ändern können und sich am Ende einigen müssen. Wir werden die Entwicklungen für Sie weiterhin beobachten und wieder berichten.

Sebastian Sieder

2. EuGH zur Insiderinformation und zum Journalistenprivileg

Der EuGH hatte sich nach den aufsehenerregenden Entscheidungen *Gelt/Daimler* und *Lafonta/Autorité des marchés financiers* wieder mit spannenden Auslegungsfragen hinsichtlich der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) zu beschäftigen. Der Entscheidung lag folgender Sachverhalt zu Grunde:

Ein renommierter britischer Journalist der Daily Mail hatte im Zuge seines Formats „Market Report“, in welchem er unter anderem Marktgerüchte aufgriff, zwei Artikel geschrieben. Beide Artikel beschäftigten sich jeweils mit einem (angeblich) bevorstehenden öffentlichen Erwerbsangebot für Aktien eines französischen und in Frankreich börsennotierten Unternehmens. Derartige Erwerbsangebote sind für den Kurs der betroffenen Aktien regelmäßig höchst relevant.



works

Im ersten Artikel wurde über ein bevorstehendes öffentliches Angebot zum Erwerb von Aktien eines Emittenten zu einem Erwerbspreis, der 86% über dem letzten Aktienkurs lag, berichtet. Nach der Veröffentlichung des Artikels (nicht: des Erwerbsangebots!) stieg der Kurs bei Eröffnung des Börsenshandels gleich um 0,64% und bis Börseschluss sogar um 4,55%.

Im zweiten Artikel wurde über ein bevorstehendes öffentliches Angebot zum Erwerb von Aktien eines anderen Emittenten zu einem Erwerbspreis, der 80% über dem letzten Aktienkurs lag, berichtet. Der Kurs dieser Aktien stieg infolge der Veröffentlichung des Artikels um fast 18%.

Der Journalist hatte die Information über die bevorstehende Veröffentlichung der Artikel an zwei Personen weitergegeben. Bei diesen handelte es sich um Finanzanalysten, mit welchen der Journalist regelmäßig in Austausch stand. Zweck der Offenlegung war, die Gerüchte über die bevorstehenden Erwerbsangebote zu verifizieren. Die französische Aufsichtsbehörde *Autorité des marchés financiers* (AMF) bedachte den Journalisten dafür wegen unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen mit einer Geldstrafe von EUR 40.000. Dieser erhob dagegen Beschwerde. Das angerufene Rechtsmittelgericht (*Cour d'appel de Paris*) wendete sich mit gegenständlichen Vorabentscheidungsersuchen an den EuGH.

Das Vorlagegericht fragte sich im Wesentlichen, ob eine Information über die bevorstehende Veröffentlichung eines Presseartikels, in dem ein solches Gerücht aufgegriffen wird, eine präzise Information und somit eine Insiderinformation sein kann. Der zweite Themenkomplex betraf das sogenannte Journalistenprivileg des Art 21 MAR. Dieses besagt, dass wenn für journalistische Zwecke oder andere Ausdrucksformen in den Medien Informationen etwa offengelegt werden, bei deren Beurteilung grundsätzlich die Regeln der Pressefreiheit und der Freiheit der Meinungsäußerung in anderen Medien sowie die journalistischen Berufs- und Standesregeln zu berücksichtigen sind. Diesbezüglich war im Kern die Vorlagefrage, ob dies so auszulegen ist, dass die Weitergabe des Journalisten an eine seiner üblichen Informationsquellen „für journalistische Zwecke“ erfolgt.

Nachdem wir in unserem Newsletter bereits die Schlussanträge der Generalanwältin in dieser Sache analysiert haben (vgl Newsletter Kapitalmarkt- und Bankrecht, FinTechs Issue 2|2022 „Anforderungen an präzise Informationen und Journalistenprivileg im Marktmissbrauchsrecht“), liegt nunmehr die Entscheidung des EuGH vor. Tenor des europäischen Höchstgerichts:

- Bei der Information über die bevorstehende Veröffentlichung eines Presseartikels, in dem ein Marktgerücht über einen Emittenten von Finanzinstrumenten aufgegriffen wird, kann es sich um eine „präzise“ Information handeln. Für die Beurteilung, ob die Information präzise ist, sind der Umstand, dass in diesem Presseartikel der für die Wertpapiere dieses Emittenten im Rahmen eines möglichen öffentlichen Erwerbsangebots gebotene Preis genannt werden wird, sowie die Identität des Journalisten, der diesen Artikel unterzeichnet hat, und des Presseorgans, das ihn veröffentlicht hat, erheblich, sofern sie vor der Veröffentlichung des Artikels mit-



works

geteilt wurden. Der tatsächliche Einfluss dieser Veröffentlichung auf den Kurs der Wertpapiere, auf die sie sich bezieht, kann zwar einen nachträglichen Beweis dafür darstellen, dass die Information über diese Veröffentlichung präzise war, kann aber für sich genommen, ohne dass weitere, vor dieser Veröffentlichung bekannte oder offengelegte Angaben geprüft werden, nicht für den Nachweis der Präzision der Information genügen.

- Das Journalistenprivileg ist dahin auszulegen, dass die Offenlegung einer Information über die bevorstehende Veröffentlichung eines Artikels, in dem ein Marktgerücht aufgegriffen wird, durch den Journalisten, der diesen Artikel verfasst hat, an eine seiner üblichen Informationsquellen „für journalistische Zwecke“ im Sinne dieser Vorschrift geschieht, wenn sie erforderlich ist, um einer journalistischen Tätigkeit nachzukommen, die auch Untersuchungstätigkeiten im Vorfeld dieser Veröffentlichung umfasst.
- Art 10 und 21 MAR sind dahin auszulegen, dass eine Offenlegung einer Insiderinformation durch einen Journalisten rechtmäßig ist, wenn sie für die Ausübung seines Berufs erforderlich ist und den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit wahrt.

Unsere Detailwürdigung der Entscheidung samt zu erwartender Auswirkungen auf die Praxis lesen Sie in der Ausgabe 6 der Zeitschrift für Finanzmarktrecht (ZFR).

Gernot Wilfling / Sebastian Sieder

3. Umsetzung der IFD: Das neue Wertpapierfirmengesetz kommt

Mit 01.02.2023 tritt das neue Wertpapierfirmengesetz in Kraft. Damit wird ein neuer Aufsichtsrahmen für MiFID-Wertpapierfirmen geschaffen, der einerseits die Eigenmittel- und Kapitalanforderungen („K-Faktoren“) harmonisiert, andererseits neue Liquiditätsanforderungen sowie Berichterstattungs- und Offenlegungspflichten für Wertpapierfirmen (WPF) vorsieht. Und natürlich wird das Spektrum an Leistungen, welche Wertpapierfirmen künftig erbringen dürfen, erheblich erweitert (insbesondere um den Eigenhandel und die Loroemission). Nachfolgend stellen wir einige Details vor.

Neuerdings sollen Wertpapierfirmen je nach Art, Umfang, Risikogehalt und Komplexität ihrer Geschäfte spezifische Anforderungen erfüllen. Demzufolge haben nicht verflochtene Wertpapierfirmen lediglich gewisse Mindeststandards einzuhalten, da von diesen Unternehmen keine oder nur eine minimale Gefahr für die Finanzmarktstabilität ausgeht. Außerdem werden der FMA – als zuständige Aufsichtsbehörde – zusätzliche Befugnisse zugewiesen.

Durch das neue WPFG, das auf alle nach dem Wertpapieraufsichtsgesetz 2018 (WAG 2018) konzeptionierten Wertpapierfirmen anzuwenden sein wird, erfolgt eine einfache Klassifizierung von



works

Wertpapierfirmen, an welche dann risikospezifische Aufsichtsvorschriften anknüpfen. In der IFR werden drei Klassen von WPF definiert:

Systemrelevante Wertpapierfirmen (Klasse 1-WPF): Klasse 1-WPF üben bankähnliche Tätigkeiten aus und verfügen über Vermögenswerte iHv mind. 30 Milliarden Euro. Sie benötigen weiterhin eine Konzession als Kreditinstitut. Die Regelung unterstützt demnach stringente bank- und wertpapieraufsichtsrechtliche Bestimmungen.

Mittelgroße Wertpapierfirmen (Klasse 2-WPF): Klasse 2-WPF unterliegen einem neuen, maßgeschneiderten Aufsichtsregime des WPFG. Dieses sieht unter anderem eine auf die individuellen konzessionierten Tätigkeiten und Dienstleistungen determinierte Höhe des Anfangskapitals vor.

Kleine und nicht verflochtene Wertpapierfirmen (Klasse 3-WPF): Für diese Klasse sollen nur gewisse Mindeststandards gelten. Etliche Bestimmungen sind daher auch auf Klasse 3-WPF nicht anwendbar (bspw. Bestimmungen über die Behandlung von Risiken und Vergütung oder über die interne Unternehmensführung). WPF sollen prinzipiell über solide, wirksame und umfassende Regelungen, Strategien und Verfahren verfügen, mit denen sie die Höhe, die Arten und die Verteilung des internen Kapitals und der liquiden Aktiva, die sie zur quantitativen und qualitativen Absicherung der Risiken kontinuierlich bewerten, auf einem ausreichend hohen Stand halten können. Auf Klasse 3-WPF ist diese Bestimmung nicht anwendbar, jedoch soll der FMA die Ermächtigung eingeräumt werden, Klasse 3-WPF dieser Verpflichtung zu unterwerfen und Verordnungen zu erlassen, in welchen nähere Kriterien festgelegt werden.

Darüber hinaus nimmt die FMA bzw deren Kompetenzausweisung als zuständige Aufsichtsbehörde eine zentrale Rolle im WPFG ein. Die Befugnisse der FMA beinhalten ua die Überprüfung des aufsichtsrechtlichen Status von WPF sowie deren eingeführten Regeln, Strategien, Verfahren und Mechanismen. Die FMA kann zudem, falls notwendig, Änderungen in den Bereichen der internen Unternehmensführung und Kontrolle sowie Risikomanagementverfahren verlangen. Darüber hinaus soll die FMA ggfs zusätzliche Eigenmittel- und Liquiditätsanforderungen vorschreiben können.

Weitere Bestimmungen und Details der Regierungsvorlage zum Wertpapierfirmengesetz finden Sie [hier](#).

Melike Okulmus

4. Krypto wird erstmals EU-weit reguliert: Rat der Europäischen Union und Wirtschaftsausschuss des EU-Parlaments stimmen „MiCA“ zu

Wie in unserem Newsletter 2|2021 (Newsletter Kapitalmarkt- und Bankrecht, FinTechs Issue 2|2021 „Regulierung von Märkten für Krypto-Assets ante portas“) berichtet, hat im September



works

2020 die EU-Kommission einen Entwurf ihrer Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCA) vorgelegt. Mittlerweile haben die Verhandlungsführer des EU-Trilogs eine Einigung erzielt. Die Union setzt mit der erstmaligen EU-weiten Krypto-Regulierung einen Meilenstein.

Gegenstand der MiCa ist bekanntlich die Schaffung einer EU-Regulierung für den Kryptobereich (ähnlich der MiFID für Finanzinstrumente). Enthalten sind etwa Offenlegungs- und Informationspflichten (bzgl Handel & Emission von Krypto-Assets; White Paper), Regelungen zur Aufsicht von Krypto-Asset-Emittenten- und Dienstleistern, neue Erlaubnispflichten (Erlaubnis der zuständigen nationalen Aufsichtsbehörde) für Emittenten und Anbieter von Krypto-Assets sowie Anbieter bestimmter Dienstleistungen (wenn auch mit Ausnahmen), Vorschriften zum Schutz von Verbrauchern und Investoren (hinsichtlich Verwahrung, Emission und Handel von Krypto-Assets) und Maßnahmen zur Verhinderung von Marktmissbrauch.

Die MiCA-VO wird den Normadressaten Zeit geben, sich auf die neuen Regelungen einzustellen. So sieht der Vorschlag eine 12- bis 18-monatige Frist nach Inkrafttreten vor, bevor die Regelungen Anwendung finden. Bis die MiCA – voraussichtlich 2024 – zur Gänze gilt, wird die derzeitige fragmentierte legislative und regulatorische Landschaft für Krypto-Assets in der EU fortbestehen. In diesen Geschäftsbereichen tätige Unternehmen ist dennoch zu empfehlen, sich schon jetzt mit den für sie relevanten Anforderungen vertraut zu machen und die MiCA bei ihren strategischen Entscheidungen mit zu bedenken.

Wir informieren Sie fortan im Rahmen unserer neuen Newsletter-Serie „Die MiCA-VO“ im Detail über die unterschiedlichen Regelungsbereiche und weitere aktuelle Entwicklungen.

Lukas Messner



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