

d) Rechtsfolgen der Zulassung

Wie mehrfach erwähnt, knüpfen an die Zulassung der Aktien des Emittenten (bzw an das Stellen des Zulassungsantrags) zahlreiche Folgepflichten, die später noch näher erörtert werden. Ein Umstand soll hier aufgrund seiner großen Bedeutung gesondert hervorgestrichen werden: Bei der erstmaligen Zulassung wird mit der stattgebenden Entscheidung für alle jene Aktionäre, die eine relevante Beteiligung halten (zu den Schwellen siehe III.E.1.b), die **Pflicht, eine Beteiligungsmeldung zu erstatten, ausgelöst**. Die Frist für die Meldung beträgt lediglich zwei Handelstage. Das Unterlassen der Meldung und verspätete Meldungen sind mit heftigen Sanktionen bedroht (zur Beteiligungspublizität siehe III.E.1.h unten). 255

B. Börsegang „light“

Seit Jänner 2019 erlaubt § 10 AktG auch für solche AGs Inhaberaktien, deren Aktien in ein MTF einbezogen sind oder deren Satzung zumindest vorsieht, dass eine Einbeziehung in ein MTF beabsichtigt ist. Damit hat der Gesetzgeber den Weg in das (als MTF betriebene) Vienna MTF der Wiener Börse auch für österreichische Unternehmen wiedereröffnet (davor war die **Einbeziehung von Aktien österreichischer AGs in das Vienna MTF** jahrelang faktisch unmöglich). Kaum überraschend, dass infolgedessen das Interesse für das MTF der Wiener Börse wieder deutlich angezogen hat. Aus diesem Anlass soll nun nach dem „echten“ Börsegang im Sinne der Zulassung von Aktien zum Handel an einem geregelten Markt auch die (deutlich einfachere) Einbeziehung von Aktien in ein MTF, sozusagen der Börsegang „light“, im Detail dargestellt. 256

1. Überblick

Die bereits in III.A.1.a dargestellten **Argumente für einen Börsegang** gelten, teilweise in abgeschwächter Form, auch für den Börsegang „light“ (etwa Verbesserung der Eigenkapitalbasis, erleichterter Zugang zu Eigenkapital, erhöhte Aufmerksamkeit von Kunden, Mitarbeitern und der Öffentlichkeit, bessere Möglichkeiten der Mitarbeiterbeteiligung). Emittenten im Vienna MTF wird zwar in der Regel nicht die gleiche Aufmerksamkeit zuteil wie Emittenten im Amtlichen Handel, dafür sind sie aber auch mit deutlich weniger Regulierung konfrontiert. Ab Stellen des Einbeziehungsantrags ist zwar die Marktmissbrauchsverordnung zu beachten, nicht jedoch die weiteren mit einer Börsenotierung sonst verbundenen Sondervorschriften. So gelten etwa weite Teile des Börsegesetzes für MTF-Emittenten nicht (namentlich, mit wenigen Ausnahmen, die in III.D. beschriebenen Zulassungsfolgepflichten). Die Vorgaben betreffend nichtfinanzielle(n) Erklärung/Bericht und Corporate-Governance-Bericht gelten ebenso wenig (es ist auch keine Unterwerfung unter einen Corporate-Governance-Kodex vorgesehen). Weiters führt die Einbeziehung in ein 257

MTF nicht automatisch zur Konzernabschlusspflicht. Besteht eine solche ohnehin aufgrund der Vorgaben des UGB, muss der Konzernabschluss durch die Einbeziehung in ein MTF nicht nach internationalen Rechnungslegungsstandards erfolgen (kein „IFRS-Reporting“ erforderlich). Zuletzt sind auch die „Frauenquote“ für den Aufsichtsrat (siehe dazu III.A.2.a)dd) und die Mitwirkung der Hauptversammlung in Fragen der Vorstandsvergütung (zu diesem „say-on-pay“ siehe III.A.2.c)aa) nicht anwendbar.

- 258** Für interne Überlegungen und Entscheidungsprozesse iZm einem Börsegang „light“ gilt im Wesentlichen das bereits zum echten Börsegang Gesagte (siehe III.A.1.b). Beraterseitig ist aber häufig nicht eine Investmentbank zu finden, sondern spezialisierte Finanzberater. Insgesamt sind die **vertraglichen Beziehungen beim Börsegang „light“** deutlich weniger komplex. Der Emittent mandatiert seine Berater und eine Bank, welche die Zahlstellenfunktion übernimmt. Kommt es im Zuge der Einbeziehung der Aktien in das Vienna MTF der Wiener Börse auch zu einem Aktienangebot, kommen die diesbezüglichen Verträge mit den Investoren in der Regel direkt mit dem Emittenten (Zeichnungsvertrag, wenn Kapitalerhöhung) oder mit dem/den Altaktionär(en) (wenn diese im Zuge des Börsegangs Aktien verkaufen) zustande.
- 259** Inländische Emittenten, die eine Zulassung ihrer Aktien zum Handel im Vienna MTF der Wiener Börse anstreben, haben hinsichtlich des Marktsegments im Wesentlichen die Auswahl zwischen **zwei Marktsegmenten**, dem *direct market* und dem *direct market plus*. Die diesbezügliche Unterscheidung ist nicht im Börsengesetz vorgegeben, sondern fußt auf einer Entscheidung der Wiener Börse. Überhaupt ist das Vienna MTF privatrechtlich organisiert, die Einbeziehung erfolgt also nicht mittels eines Hoheitsakts (also nicht per Bescheid), sondern lediglich durch eine entsprechende Vereinbarung mit der Wiener Börse.
- 260** Demnach richten sich auch die Anforderungen an Emittenten nach den **Vorgaben der Wiener Börse**. Diese sind generell gering. Für den *direct market* besteht über die vorgenannte Anwendbarkeit der MAR hinaus lediglich das Erfordernis, dass es eine „ausreichende Zahl an verschiedenen Aktionären“ gibt (die Börse wünscht sich meines Wissens mindestens 20 Aktionäre). Wer in den *direct market plus* will, muss darüber hinaus zumindest ein Jahr bestehen. Außerdem sind Jahresabschlüsse binnen fünf Monaten ab Ende des Geschäftsjahres und Zwischenberichte (keine echten Zwischenabschlüsse) binnen drei Monaten nach Ende des Halbjahres zu veröffentlichen. Weiters haben *Direct-market-plus*-Emittenten zwei Monate vor Abschluss eines Geschäftsjahres einen Unternehmenskalender für das nächste Geschäftsjahr zu veröffentlichen und müssen im ersten Jahr nach der Einbeziehung ihrer Aktien einen Capital Market Coach haben. Meines Wissens plant die Wiener Börse, weitere Voraussetzungen für den *direct market plus* zu schaffen, wobei auch eine Mindest-Marktkapitalisierung im Raum stehen soll.

2. Rechtliche Vorkehrungen

Wie der echte Börsegang erfordert auch der Börsegang „light“ häufig **rechtliche Vorkehrungen**. Zunächst muss der Emittent natürlich eine AG sein. Ist das noch nicht der Fall, muss umgewandelt/umgegründet werden. Zwar nicht rechtlich zwingend, aber doch häufig gewünscht ist, im Zuge dessen das Aktienkapital möglichst anzuheben, um eine größere Anzahl an Aktien für die Börseeinbeziehung zur Verfügung zu haben. Die Aktien müssen (im Fall einer österreichischen AG) auf Inhaber lauten und in einer oder mehreren Sammelurkunden verbrieft werden. Die Sammelurkunde ist bei der OeKB als Wertpapiersammelbank zu hinterlegen (§ 10 Abs 2 AktG). **261**

Nicht zwingend, aber empfehlenswert ist, vor dem Börsegang die **Satzung zu durchforsten** und zu überlegen, ob und welche Flexibilität den Verwaltungsorganen im Hinblick auf spätere Kapitalmaßnahmen eingeräumt werden soll. Denkbar wären etwa ein genehmigtes Kapital (§§ 169 ff AktG), ein bedingtes Kapital (§§ 159 ff AktG) oder ein genehmigtes bedingtes Kapital (§ 159 Abs 3 AktG). Zusätzlich könnte auch eine Ermächtigung zur Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen erteilt werden. Überlegenswert sind – vor allem bei Aufgabe der Stimmenmehrheit durch den/die derzeitigen Aktionär(e) – auch Entsendungsrechte in den Aufsichtsrat. Solche Rechte können bei bloßen MTF-Emittenten bis zur Hälfte der Sitze im Aufsichtsrat vorgesehen werden, sind also in höherem Ausmaß möglich als bei Geregelte-Markt-Emittenten (zu Entsendungsrechten und zum Aufsichtsrat allgemein siehe auch bereits III.A.2.a)dd und III.A.2.b)dd). **262**

Die Einbeziehung von Aktien in ein MTF führt nicht dazu, dass eine AG als börsennotiert iSd AktG gilt. Für Vienna-MTF-Emittenten gelten daher die **Sondervorschriften im AktG für börsennotierte AGs nicht** (betreffend diese Sondervorschriften siehe insb III.A.2.c). Dies ist jedoch mE eher Nach- als Vorteil, insb weil die Möglichkeit eines zweckfreien Rückerwerbs eigener Aktien dadurch nicht besteht. **263**

Das Einrichten einer (schlanken) Emittenten-Compliance zur Einhaltung der Vorgaben der MAR (siehe dazu III.D.2.) ist auch für MTF-Emittenten ratsam und aufgrund von § 119 Abs 4 BörseG und aktienrechtlichen Organisationspflichten wohl auch aus rechtlicher Sicht geboten. **264**

3. Entscheidungsbefugte Organe

Die Einbeziehung von Aktien in das Vienna MTF der Wiener Börse ist grundsätzlich Verwaltungsmaßnahme und **bedarf als solche keiner Zustimmung der Hauptversammlung**. Dies ohne die Rückendeckung zumindest der Mehrheit der Aktionäre zu veranlassen ist aber freilich zum einen nicht ratsam. Zum anderen wird es aufgrund der eingangs beschriebenen rechtlichen Vorkehrungen häufig **265**

dennoch in irgendeinem Stadium einer Gesellschafterzustimmung (meist sogar mit qualifizierter Mehrheit) bedürfen, etwa aufgrund der Notwendigkeit einer Umgründung, Satzungsänderung (Umstellung von Namens- auf Inhaberaktien) oder eines allenfalls erforderlichen Kapitalerhöhungsbeschlusses.

4. Angebotsstruktur

266 In aller Regel geht ein Börsegang „light“ mit irgendeiner Art von **Öffnung des Aktionärskreises** einher (die wenigen bestehenden „echten“ Publikums-AGs, die ihre Aktien durch Einbeziehung in ein MTF lediglich für ihre bestehenden Aktionäre faktisch besser handelbar machen wollen, ausgenommen). Dies ist häufig schon zur Herstellung der eingangs erwähnten Streuung erforderlich. Regelmäßig werden Aktienangebote iZm einem Börsegang „light“ aber auch wirtschaftlich sinnvoll sein (Eigenkapitalfinanzierung, Teilverkauf des Unternehmens etc). Bei Aktienangeboten kann man grob wie folgt unterscheiden:

267 a) Private Placement

Darunter versteht man ein Aktienangebot, welches außerhalb der Prospektpflicht gemäß Prospektverordnung stattfindet, idR gestützt auf Art 1 Abs 4 lit b Prospektverordnung.¹⁰⁷ Wer von dieser Prospektausnahme Gebrauch machen will, darf sich pro EU-Mitgliedstaat an **nicht mehr als 149 potenzielle Anleger** wenden. Dabei kommt es auf die Zahl der angesprochenen Personen an, nicht etwa auf die Zahl der tatsächlichen Zeichner. Wichtig ist, im Rahmen des Private Placements organisatorische Vorkehrungen zu treffen, um eine Verbreitung der Information betreffend das Angebot über den (eingeschränkten) Kreis an Adressaten hinaus zu vermeiden.

268 Bei dieser Art von Aktienangebot kommt es entweder zum Verkauf bestehender Aktien durch die Altaktionäre oder zur Zeichnung junger Aktien im Zuge einer Kapitalerhöhung. Häufig sind spezialisierte Finanzberater involviert, die eine Art „**Friends-&-family-Finanzierungsrunde**“ unter Rückgriff auf ihr Netzwerk organisieren, an welche dann zeitnah die Einbeziehung in das Vienna MTF folgt.

269 b) Öffentliches Angebot

Aufgrund jüngerer Änderungen bei der Prospektpflicht sind **öffentliche Aktienangebote** mit einem Angebotsvolumen bis (weniger) 2 Millionen € (über einen Zwölf-Monats-Zeitraum) in Österreich nun unter dem AltFG möglich (siehe § 12 Abs 1 KMG und § 3 AltFG; Informationsblatt für Anleger statt Kapitalmarktprospekt). Außerdem sind nationale Angebot zwischen 2 Millionen € und (weniger)

¹⁰⁷ Prospektfrei anbieten kann man freilich auch auf andere Weise, etwa indem man sich nur an qualifizierte Anleger richtet (Art 1 Abs 4 lit a Prospektverordnung) oder ein Mindestzeichnungsvolumen von 100.000 € vorsieht (Art 1 Abs 4 lit c Prospektverordnung). Zur Ausnahme für kleinvolumigere öffentliche Angebote siehe sogleich.

5 Millionen € (über einen Zwölf-Monats-Zeitraum) auf Basis eines vereinfachten Prospekts (§ 5 Abs 3 KMG) möglich. Erst bei höheren Volumina ist ein „echter“ Kapitalmarktprospekt erforderlich.

Infolgedessen sind iZm dem Börsegang „light“ auch öffentliche Angebote wieder mehr in den Fokus gerückt. Da Emittenten aber häufig nicht über einen entsprechenden Investorenzugang verfügen, um ohne Unterstützung Aktien erfolgreich selbst öffentlich anzubieten, **hat die „Crowd“ hier jüngst an Bedeutung gewonnen.**¹⁰⁸ Derartige Aktienangebote erfolgen idR als Eigenemissionen. Daher kommen Zeichnungsverträge zwischen dem Emittenten einerseits und einer Vielzahl an Kleinanlegern andererseits zustande. Solche Zeichnungsverträge basieren auf Zeichnungsscheinen, für welche die aktienrechtlichen Vorgaben gemäß § 152 AktG einzuhalten sind und welche der Rechtsberater des Emittenten für die Eintragung der Kapitalerhöhung im Firmenbuch benötigt. Die Abwicklung öffentlicher Angebote ist daher rechtlich und faktisch anspruchsvoller als Private Placements. 270

5. Exkurs: Börsegang „light“ vs Crowdfunding

Im Vergleich zu eigenkapitalähnlichen Crowdfinanzierungen wie partiarischen Nachrangdarlehen hat ein Aktienangebot samt folgender Einbeziehung in ein MTF für Emittent und Investoren **gleichermaßen Vorteile.** Der Emittent bekommt „echtes“ Eigenkapital, welches nicht an die Investoren zurückgezahlt werden muss. Ihm bleibt also eine spätere Rückzahlungspflicht, welche bei partiarischen Nachrangdarlehen im Begebungszeitpunkt der Höhe nach oft ungewiss ist, erspart. Der Emittent muss auch keine laufenden Zinszahlungen leisten. Dafür müssen die bestehenden Eigentümer sich freilich verwässern lassen und verlieren – je nach Größenordnung der Verwässerung – mehr oder weniger Einfluss auf den Emittenten. 271

Aus Investorensicht mE das **zentrale Argument** ist die mit der Aktie verbundene echte (und gesetzlich umfassend geregelte) Gesellschafterstellung. Der Aktionär kann etwa einmal jährlich an der Hauptversammlung teilnehmen, sein Stimmrecht ausüben, sich zu Wort melden und Fragen an das Management richten. Er kann außerdem Hauptversammlungsbeschlüsse anfechten (erfolgversprechend ist dies immer dann, wenn sich Vorstand und/oder Aufsichtsrat nicht exakt an gesetzliche Vorgaben halten). Zudem sieht das Aktiengesetz einige Minderheitenrechte vor. Im **Vergleich zur Stellung als partiarischer Nachrangdarlehensgeber** besteht aber ein weiterer, nicht weniger wichtiger Vorteil: Aktionär wird man auf unbestimmte Zeit, hat aber – einen entsprechend liquiden Börsehandel vorausgesetzt – eine jederzeitige Veräußerungsmöglichkeit. Im Gegensatz dazu 272

¹⁰⁸ Siehe dazu etwa das Angebot der Rockets Holding GmbH, welche Emittenten neben Investorenzugang auch das erforderliche Know-how und die technische Infrastruktur zur Verfügung stellt, abrufbar unter <https://www.rocketsholding.com/> (zuletzt eingesehen am 3.10.2019).

besteht bei partiarischen Nachrangdarlehen in der Regel während der Laufzeit keine gesicherte Ausstiegsmöglichkeit. Dafür wird man am Laufzeitende abgeschichtet, egal ob man will oder nicht (zum Teil sehen Crowdfinanzierungen sogar vorzeitige Rückzahlungsmöglichkeiten für Emittenten vor).

- 273** Nicht zuletzt ergibt sich für Privatanleger auch bei der **steuerlichen Behandlung häufig ein deutlicher Vorteil**: Während Dividenden und Veräußerungsgewinne aus Aktien mit 27,5 % (end)besteuert werden, unterliegen laufende Zinsen und Wertsteigerungszinsen aus partiarischen Darlehen (von einer geringen Freigrenze abgesehen) der Steuerprogression. Bei hohen sonstigen Einkünften und/oder hohen Gewinnen aus der Crowdfinanzierung kann die Steuerbelastung für den Investor daher in Richtung 50 % steigen.

6. Einbeziehung der Aktien in das Vienna MTF

- 274** Die Einbeziehung der Aktien in das Vienna MTF der Wiener Börse erfolgt mittels schriftlichem Antrag. Vor der formalen Einreichung eines solchen ist es freilich sinnvoll, mit der Wiener Börse Kontakt aufzunehmen und sich (auch unter Vorlage von Unterlagen zum Emittenten) informell abzustimmen. Dem Zulassungsantrag ist ein Informationsmemorandum anzuschließen. Inhalt und Aufbau sind wie folgt:

- Allgemeine Angaben über den Emittenten:
 - Firma;
 - Unternehmenssitz;
 - Geschäftsanschrift;
 - Telefonnummer;
 - Website;
 - Datum der Gründung;
 - Firmenbuchnummer;
 - Grundkapital bzw Stammkapital;
 - Anzahl und Gattung der Aktien;
 - Eigentümerstruktur (Gesellschafter bzw Aktionäre mit einer Beteiligung über 5 %);
- Unternehmensstruktur:
 - Beschreibung des Emittenten und seiner Beteiligungen;
 - Verwaltungs-, Management- und Aufsichtsorgane;
- Geschäftstätigkeit:
 - historische Entwicklung;
 - Geschäftsfelder;
 - wesentliche Investitionen im laufenden und vergangenen Geschäftsjahr;
- Finanzzahlen (soweit vorhanden der letzten zwei Geschäftsjahre):
 - Umsatz;
 - EBIT;

- EGT (bzw EBT);
- Eigenkapitalquote;
- Verwendungszweck des Emissionserlöses;
- Risikobeschreibung:
 - unternehmensspezifische Risiken;
 - marktspezifische Risiken;
- Business-Pläne der nächsten Jahre (soweit keine Finanzzahlen vorhanden sind).

Weitere Beilagen sind der Jahresabschluss des Emittenten, ein aktueller Firmenbuchauszug und die aktuelle Satzung. Ein Kapitalmarktprospekt, wie er für die Zulassung von Aktien zum Handel in einem geregelten Markt benötigt wird, ist für die Einbeziehung von Aktien in das Vienna MTF nicht erforderlich (ein solches Erfordernis könnte sich allenfalls ergeben, wenn gleichzeitig ein Aktienangebot in erheblichem Umfang stattfindet; siehe dazu auch bereits III.A.4.b).

Über entsprechend vorabgestimmte Einbeziehungsanträge entscheidet die Wiener Börse idR innerhalb weniger Tage nach offizieller Antragstellung. Die Handelsaufnahme (im Handelssystem XETRA T7) erfolgt innerhalb von weiteren zwei Tagen. 275

C. Exkurs: Die Mitarbeiterbeteiligungsstiftung

Börsennotierte AGs und deren Tochtergesellschaften haben in der Regel eine große Zahl an Mitarbeitern. Entsprechend spielt die Beteiligung von Mitarbeitern am Unternehmen bei solchen Gesellschaften eine bedeutendere Rolle als bei kleineren Unternehmen. Die (zahlreichen) verschiedenen Modelle der Mitarbeiterbeteiligung zu beschreiben, würde den Rahmen eines Praxishandbuchs zum Börserecht sicherlich sprengen. Mit der Mitarbeiterbeteiligungsstiftung gemäß § 4d Abs 4 EStG wurde unlängst jedoch eine steuerlich incentivierte Form der Mitarbeiterbeteiligung geschaffen, die speziell auf AGs mit börselisteten Aktien zugeschnitten ist. Die Beteiligung von Mitarbeitern über eine Mitarbeiterbeteiligungsstiftung soll hier daher in der gebotenen Kürze dargestellt werden. Die Ausführungen gelten für AG (und Europäische Aktiengesellschaften) mit börselisteten Aktien gleichermaßen, mangels Listing stellen sich jedoch aufgrund des Fehlens von Börskurs und Handelsplattform zusätzliche Fragen, die hier nicht behandelt werden. 276

1. Überblick

Die Mitarbeiterbeteiligungsstiftung dient als Vehikel für die begünstigte Weitergabe von Aktien an Mitarbeiter. Sie soll die den Mitarbeitern im Rahmen eines Mitarbeiterbeteiligungsplans/-programms zugeteilten Aktien **während der Dauer des Dienstverhältnisses für diese treuhändig verwalten** und verwahren und eine einheitliche Stimmrechtsausübung sicherstellen. Damit be- 277