



works

## Newsletter Kapitalmarkt- und Bankrecht Issue 7|2018

Die Themen dieses Newsletters:

1. [Muss die Krankheit eines Vorstands ad-hoc veröffentlicht werden?](#)
2. [Lösen virtuelle Aktien\(optionen\) Directors' Dealings-Pflicht aus?](#)
3. [Kapitalerhöhung der börsennotierten AG – Directors' Dealings als Mienenfeld für Führungskräfte](#)
4. [Die Wiener Börse plant neue Marktsegmente – Eine ideale Gelegenheit für einen „Börsegang light“](#)

---

### 1. Muss die Krankheit einer Führungskraft ad-hoc veröffentlicht werden?

Schwere Erkrankungen sind für sich schon tragisch genug. Treffen sie aber wichtige Entscheidungsträger einer börsennotierten Gesellschaft stellt sich auch noch die Frage, ob der Markt über die Krankheit informiert werden muss. Bei längerer oder gar dauerhafter Verhinderung einer wichtigen Führungskraft kann es sich nämlich um eine (die Gesellschaft unmittelbar betreffende) Insiderinformation handeln. Kommt man zu diesem Ergebnis stellt sich die Frage, ob neben der Abwesenheit der Führungskraft auch die Krankheit selbst zu veröffentlichen ist.

Die Kursrelevanz einer diesbezüglichen Insiderinformation richtet sich zwar primär nach den erwarteten Auswirkungen der Krankheit auf die Arbeits- und Leistungsfähigkeit der erkrankten Person. In der Lehre wird aber etwa auch vertreten, die Krankheit sei grundsätzlich für sich genommen publizitätspflichtig, damit der Markt die Auswirkungen zutreffend einschätzen könne. Dass es hierbei zu einem Konflikt der Ad-hoc-Pflicht mit dem allgemeinen Persönlichkeitsrecht (Art 7, 8 Grundrechtecharta) des Erkrankten kommt, liegt auf der Hand. Angaben über den Gesundheitszustand einer Person sind besonders sensible personenbezogene Daten (Gesundheitsdaten gehören auch zu den „besonderen Kategorien personenbezogener Daten“ gemäß Art 9 DSGVO, für die ein noch einmal deutlich höheres Schutzniveau gilt als für andere personenbezogene Daten).

Eine Veröffentlichung der Krankheit einer Führungskraft durch die Gesellschaft ist zweifelsfrei ein Eingriff in den Schutzbereich des Persönlichkeitsrechts. Ohne Zustimmung des Betroffenen ist ein solcher Eingriff nur gerechtfertigt, wenn er (i) auf einer gesetzlichen Grundlage beruht, (ii) den Wesensgehalt des Persönlichkeitsrechts achtet, (iii) erforderlich und verhältnismäßig ist und (iv) einem von der Union anerkannten Gemeinwohlziel oder dem Schutz der Rechte und Freiheiten anderer dient (Art 52 Abs 2 Grundrechtecharta).



# works

Die (gesetzliche) Ad-hoc-Pflicht trägt zur Kapitalmarkteffizienz bei, fördert also das Interesse der Gesellschaft an funktionsfähigen Kapitalmärkten und schützt Grundrechte (etwa das Eigentumsrecht) anderer Marktteilnehmer. Ein strikter Vorrang des allgemeinen Persönlichkeitsrechts vor der Ad-hoc-Pflicht scheint daher schwer argumentierbar und es hat wohl eine Interessenabwägung im Einzelfall stattzufinden (siehe dazu im Detail etwa *Klöhn* in *Klöhn*, MAR-Kommentar Art 17 Rz 382).

Eben zitiertes Autor arbeitet in seinem brandneuen Werk zur Marktmissbrauchsverordnung hierfür grobe Leitlinien heraus. Das allgemeine Persönlichkeitsrecht soll etwa umso stärker betroffen sein, je „persönlichkeitsrelevanter“ die zu veröffentlichende Information ist. Die Stellung des Betroffenen im Unternehmen soll ebenso eine Rolle spielen (bei herausragender Stellung eher Veröffentlichungspflicht der Krankheit) wie die Höhe der Kursrelevanz (die freilich regelmäßig auch von der Stellung des Betroffenen abhängen wird). Das Interesse an der Information soll zudem umso höher sein, je mehr Gerüchte über die Krankheit kursieren. Zuletzt soll sogar bedeutsam sein, ob und inwieweit der Betroffene zur Entstehung selbst beigetragen hat.

All dies ist zum einen für die Praxis nicht allzu hilfreich. Mir persönlich kommt dabei außerdem die menschliche Komponente etwas zu kurz. Zwar wird eine nicht bloß vorübergehende Abwesenheit einer zentralen Figur im Unternehmen (etwa des Vorstandsvorsitzenden) häufig ad-hoc bekannt zu geben sein. Die Information des Marktes über die Krankheit selbst hat jedoch im Regelfall hinter dem Persönlichkeitsrecht des Betroffenen zurückzustehen. Dies entspricht auch dem Vorgehen in den (zum Glück nicht zu häufig aufgetretenen) Fällen der letzten Jahre. In der österreichischen Aktiengesellschaft ist in solchen Fällen übrigens in aller Regel der (für Vorstandsagenden zuständige) Aufsichtsrat in der Verantwortung.

*Gernot Wilfling*

## **2. Lösen virtuelle Aktien(optionen) Directors' Dealings-Pflicht aus?**

Im Rahmen von Vergütungspaketen für Vorstandsmitglieder börsennotierter Gesellschaften sind erfolgsabhängige Vergütungen eher die Regel als die Ausnahme. Wird eine solche Vergütung in Form von (realen) Aktien oder Aktienoptionen gewährt, steht außer Frage, dass es zu einer Directors' Dealings-Meldepflicht des begünstigten Vorstandsmitglieds kommt (die Frage nach dem „Wann?“ bzw. „Wie oft?“ ist dagegen gar nicht so einfach zu beantworten, siehe dazu im Detail *Wilfling*, Praxishandbuch Börserecht, S 231 f).

Neben „echten“ Aktienoptionsprogrammen kommen auch (aktienrechtlich deutlich weniger anspruchsvolle) virtuelle Aktienpläne in Frage. Geschäfte unter solchen Plänen beziehen sich nicht



# works

auf reale, sondern auf virtuelle Aktien. Wird ein Recht zur Teilnahme an der Wertsteigerung virtueller Aktien eingeräumt, spricht man von „Stock Appreciation Rights“, werden virtuelle Aktien direkt überlassen, von „Phantom Stocks“. Solche Instrumente fallen nun in den allgemeinen Anwendungsbereich der MAR (siehe Art 2). Anhang I Abschnitt C der MiFID II, auf den die MAR betreffend der Definition „**Finanzinstrumente**“ verweist, umfasst nämlich auch „*Derivatkontrakte in Bezug auf Wertpapiere, die **bar abgerechnet werden können***“ (dies ist eine Neuerung im Vergleich zur MiFID I). Der Preis virtueller Aktien hängt von einem Wertpapier, nämlich der realen börsennotierten Aktie, ab (womit ein entsprechender Bezug hergestellt scheint).

Was bedeutet dies nun für eine allfällige Directors' Dealings-Pflicht von virtuellen Beteiligungsmodellen? Meldepflichtig sind ja bekanntlich Geschäfte in Aktien und Schuldtitel eines Emittenten und „*damit verbundene Derivate oder andere damit **verbundene Finanzinstrumente***“. Nachdem nunmehr seit Anwendbarkeit der MiFID II-Definition (Anfang 2018) wie gezeigt ganz allgemein ein erweiterter Finanzinstrumente-Begriff gilt, scheint es nicht ausgeschlossen, dass virtuelle Aktien(optionen) nunmehr auch der Directors' Dealings-Meldepflicht unterliegen könnten. Die BaFIN tritt dem (mit Stand 1.2.2018) allerdings nach wie vor entschlossen entgegen: „*Nicht der Meldepflicht unterliegen in Geld abgerechnete Instrumente, die weder handel- noch abtretbar sind und die dazu dienen, einen performanceabhängigen Vergütungsanspruch zu berechnen (bspw sog. Phantom Stocks, Stock Appreciation Rights, Restricted Stock Units, etc)*“ (siehe [FAQ zu Eigengeschäften von Führungskräften nach Art. 19 der Marktmissbrauchsverordnung \(EU\) Nr. 596/2014, S 8](#)). Die neuere Literatur scheint dem (freilich idR ohne genauere Begründung) zu folgen. Wir raten Emittenten, die virtuelle Vergütungsprogramme haben, ungeachtet dessen zur Vorsicht, zumal uns eine vergleichbare Aussage der FMA zur Rechtslage seit Anfang 2018 nicht bekannt ist.

Gernot Wilfling

### **3. Kapitalerhöhung der börsennotierten AG – Directors' Dealings als Mienenfeld für Führungskräfte**

Erhöht eine börsennotierte Gesellschaft ihr Kapital, sind über die Vorschriften betreffend ein öffentliches Angebot von Wertpapieren bzw deren Zulassung zum Handel (Prospektpflicht etc) hinaus auch zahlreiche Bestimmungen der Börseregulierung zu beachten. Die Beteiligungspublizität hat man dabei meist noch am Radar (dass sich bei großen, öffentlichen Aktienangeboten die Beteiligungsverhältnisse in einer AG ändern können, liegt nicht besonders fern). Weniger Beachtung findet unserer Wahrnehmung nach die Directors' Dealings-Pflicht der Führungskräfte. Dabei lauern hier besondere Gefahren!



# works

Klar ist, dass im Fall einer Zeichnung von Aktien durch Führungskräfte im Zuge der Kapitalerhöhung eine Directors' Dealings-Meldepflicht besteht (jedenfalls dann, wenn die Emittentin bereits börsennotiert ist oder zumindest den Zulassungsantrag im Zeitpunkt der Zeichnung bereits gestellt hat). Art 10 Abs 2 lit g) der [Delegierten Verordnung \(EU\) 2016/522](#) lässt hier keine Zweifel offen. Fraglich ist freilich, was genau wann zu melden ist: Die Erteilung des Zeichnungsauftrags selbst? Oder erst, wenn die Führungskraft Kenntnis von der Annahme ihres Zeichnungsauftrags erlangt? Letzteres dürfte der Ansicht der BaFIN entsprechen (siehe [FAQ zu Eigengeschäften von Führungskräften nach Art. 19 der Marktmissbrauchsverordnung \(EU\) Nr. 596/2014, S 9](#)). Und/oder auch der spätere tatsächliche Erwerb (durch Gutbuchung im Wertpapierdepot)?

Besonders spannend wird es aber erst, wenn eine Führungskraft bereits Aktionär ist und im Rahmen der Kapitalerhöhung ein Bezugsangebot durchgeführt wird. Die BaFIN vertritt hier die Ansicht, dass bereits die Gewährung von Bezugsrechten meldepflichtig ist. Nachdem der Begünstigte von der Gewährung zunächst nicht zwingend Kenntnis hat, sieht die deutsche Aufsicht als Datum des Geschäfts den Zeitpunkt der Einbuchung der Bezugsrechte im Depot des Meldepflichtigen an. Der Kauf oder Verkauf von Bezugsrechten bedarf nach Ansicht der deutschen Aufsicht ebenfalls einer Meldung. Gleiches gilt für den Erwerb von Aktien durch die Ausübung von Bezugsrechten. Dabei soll als „Art des Geschäfts“ der Erwerb der Aktien durch Ausübung der Bezugsrechte anzugeben sein. Datum des Geschäfts sei der Zeitpunkt der Entstehung der Aktien durch die Eintragung der Kapitalerhöhung im Firmenbuch (siehe [FAQ zu Eigengeschäften von Führungskräften nach Art. 19 der Marktmissbrauchsverordnung \(EU\) Nr. 596/2014, S 9](#)).

Vor diesem Hintergrund raten wir dazu, bei Kapitalerhöhungen börsennotierter Unternehmen auch dem Thema „Directors' Dealings“ die gebotene Aufmerksamkeit zu widmen.

*Gernot Wilfling*

## **4. Die Wiener Börse plant neue Marktsegmente – Eine ideale Gelegenheit für einen „Börsegang light“**

Als Reaktion auf verschiedene gesetzgeberische Initiativen, die kleinen und mittleren Unternehmen den Zugang zum Kapitalmarkt erleichtern sollen, plant die Wiener Börse eine Neuordnung ihrer Marktsegmente. Der Dritte Markt wird künftig aus den drei Segmenten „direct market“, „direct market plus“ und „global market“ bestehen. Die beiden Erstgenannten sind vor allem für junge Wachstumsunternehmen und etablierte Mittelständler interessant (für weitere Informationen siehe auch <https://www.wienerborse.at/uploads/u/cms/files/emittenten/boersegang/wiener-boerse-direct-market-plus-ihr-einfacher-kapitalmarteinstieg.pdf>).



# works

Im Gegensatz zum Amtlichen Handel hat der Dritte Markt der Wiener Börse zwei entscheidende Vorteile:

1. Die einmaligen Kosten für die Einbeziehung sind deutlich reduziert, weil man nicht zwingend einen von der FMA zu billigenden Kapitalmarktprospekt braucht.
2. Die Folgekosten der Einbeziehung betragen einen Bruchteil, weil nur die Marktmissbrauchsverordnung zu beachten ist; andere Pflichten wie Corporate Governance Kodex, Regelpublizität, Übernahmegesetz und weite Teile des Börsegesetzes gelten dagegen für Emittenten im Dritten Markt nicht.

In Kombination mit jüngsten gesetzgeberischen Änderungen tut sich eine besonders spannende Möglichkeit auf: Unternehmen können die Börseeinbeziehung nun deutlich einfacher mit einem öffentlichen Angebot von Aktien verbinden und so ihre Eigenkapitalbasis deutlich stärken. Bis zu einem Angebotsvolumen von EUR 2 Millionen braucht man dafür in Österreich nun lediglich ein Informationsblatt nach dem Alternativfinanzierungsgesetz, zwischen EUR 2 Millionen und EUR 5 Millionen lediglich einen vereinfachten Prospekt nach KMG (betreffend Details zu den diesbezüglich kürzlich erfolgten Änderungen siehe auch <https://www.wirtschaftsanwaelte.at/kapitalmarktprospekte-erleichterungen-bei-der-wachstumsfinanzierung-in-sicht/>). Erst bei großvolumigeren Angeboten ist ein „echter“ Kapitalmarktprospekt erforderlich.

*Gernot Wilfling*



**Teamleitung**

Mag. Gernot Wilfling  
T +43 1 535 8008, E [g.wilfling@mplaw.at](mailto:g.wilfling@mplaw.at)

Müller Partner Rechtsanwälte GmbH  
Rockgasse 6, 1010 Wien  
[www.mplaw.at](http://www.mplaw.at)