



## Newsletter Kapitalmarkt- und Bankrecht Issue 4|2020

Die Themen dieses Newsletters:

1. [Erneute JUVE-Auszeichnung für Müller Partner](#)
2. [Product Governance nach MiFID II/WAG 2018 in der Praxis](#)
3. [Aufschub von Ad-hoc-Meldungen im gestreckten Sachverhalt: Vorsicht, mehrfache Beschlussfassung!](#)
4. [Die jüngsten Änderungen des Corporate Governance Kodex](#)
5. [Hauptversammlungen in Zeiten von Corona](#)

---

### 1. Erneute JUVE-Auszeichnung für Müller Partner

Wir freuen uns außerordentlich, dass das bekannte Branchenmagazin JUVE uns auch in diesem Jahr wieder im jüngst erschienenen Ranking für Kapitalmarktrecht empfiehlt (siehe auch [hier](#)). Dies hat für uns deswegen besonderen Wert, weil JUVE-Empfehlungen auf umfassenden Recherchen inklusive Gesprächen mit Mandanten und Mitbewerbern beruhen.

Wir gehen damit hoch motiviert in die Zukunft. Kernbereiche unserer Tätigkeit werden weiterhin sein:

1. Kapitalmarktfinanzierungen (IPO, Kapitalerhöhungen, Anleiheemissionen);
2. Kapitalmarkt-Compliance (Börsegesetz, Marktmissbrauchsverordnung);
3. Aktienrecht (Vorbereitung von Kapitalmaßnahmen, Hauptversammlungsbegleitung, Corporate Governance).

Zudem haben wir uns zuletzt nicht nur personell deutlich verstärkt, sondern auch zusätzliches Know-how für Gründungen, Umgründungen und Unternehmenskäufe gewonnen.

Allen Mandanten unter unseren Lesern danken wir für die bisherige gute Zusammenarbeit und freuen uns, wenn Sie auch zukünftig auf uns vertrauen! Denjenigen Newsletter-Lesern, die bislang noch nicht mit uns arbeiten, haben wir hoffentlich ein weiteres gutes Argument für künftige Mandatsvergaben geliefert!

*Ihre Müller Partner Kapitalmarktpraxis*



# works

## 2. Product Governance nach MiFID II/WAG 2018 in der Praxis

Eine wesentliche Neuerung durch die MiFID II-Umsetzung im Wertpapieraufsichtsrecht war die Einführung der Product Governance. Damit ist bekanntlich erstmals im Wertpapieraufsichtsrecht im Rahmen eines Produktfreigabeverfahrens der Hersteller (=Konzepteur) verpflichtet, einen bestimmten Zielmarkt von Endkunden festzulegen, für den das Produkt bestimmt ist. Nachstehend wird diese komplexe Materie kurz systematisch dargestellt. Im Anschluss erläutern wir einige jüngere praxisrelevante Entwicklungen.

Durch die Product Governance-Bestimmungen soll der gesamte Lebenszyklus von Finanzinstrumenten reflektiert werden und die bereits von der MiFID I bekannten Geeignetheits- und Angemessenheitsprüfungen durch Vorschalten der neu geforderten Zielmarktdefinition ergänzt werden. Das Ganze bezweckt natürlich einen verbesserten Anlegerschutz. Der Trend einer (noch) umfassenderen Regulierung des Lebenszyklus hat seinen Ursprung bekanntlich in Erfahrungen durch die Finanzkrise. Komplexe Produkte, wie Verbriefungen und Hebelprodukte, haben maßgeblich zur Entstehung und Ausweitung dieser Krise beigetragen, weil sie verpackt in weiteren strukturierten Produkten sowohl an professionelle Kunden, als auch an Privatanleger vertrieben wurden. Dabei wussten offenbar vielfach weder die Konzepture, noch der Vertrieb und schon gar nicht die Anleger genau, wie die Produkte funktionieren und sich möglicherweise entwickeln könnten.

Die Komplexität des neuen MiFID II-Regulierungsansatzes zeigen bereits die Rechtsgrundlagen der Product Governance. Das Product Governance-Verfahren ist in Art 9 Abs 3, Art 24 Abs 2 und Art 16 Abs 3 MiFID II geregelt. Ergänzt werden diese Vorgaben durch Art 10 f delRL 2017/593 und die ESMA-Leitlinien zu den Produktüberwachungsanforderungen der MiFID II. Die korrespondierenden österreichischen Regelungen finden sich in §§ 30, 31, 47 Abs 2 WAG 2018. Zusätzlich beantworten auch die aktuellen „Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics“ der ESMA vom 18.02.2020 eine Frage zum Themenkomplex Product Governance. Gut ergänzend zur Auslegung auch von österreichischen Marktteilnehmern herangezogen werden kann zudem der BT 5 des Rundschreibens 05/2018 (WA) – Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion und weitere Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten (MaComp) der deutschen BaFin.

§ 47 Abs 2 iVm § 30 WAG fordert die Einführung eines formalisierten Produktprüfungs- und -genehmigungsprozesses, der im Ergebnis zu einer Festlegung jenes (abstrakten) Kundenkreises führen soll, für dessen Bedürfnisse das jeweilige Finanzinstrument geeignet erscheint (positiver Zielmarkt), sowie etwaiger Kundengruppen, für die dies nicht der Fall ist (negativer Zielmarkt). Bei dieser Zielmarkt-Definition sollten laut ESMA-Leitlinien folgende Kategorien verwendet werden:



# works

- Kundentyp, auf den das Produkt abzielt;
- Kenntnisse und Erfahrungen;
- finanzielle Situation, va im Hinblick auf Verlusttragfähigkeit;
- Risikotoleranz und Kompatibilität des Risiko-Ertrags-Profiles des Produkts mit dem Zielmarkt;
- Ziele und Bedürfnisse des Kunden.

Während die meisten der genannten Kategorien einfach abbildbar sind, sind die Risikotoleranz und die Kompatibilität des Risiko-Ertrags-Profiles des Produkts mit dem Zielmarkt oftmals schwierig zu beurteilen. Dazu muss nicht nur der Kunde, sondern auch das Produkt beurteilt und in die Risikotoleranz mit einbezogen werden. Es sind also eine Erstellung des Risikoprofils des Kunden und sodann eine Erstellung der Risikoklasse der Finanzinstrumente (etwa SRI [Summary Risk Indicator] der PRIIPs) erforderlich. Sodann ist das Risikoprofil des Kunden mit der Risikoklasse des Finanzinstruments abzugleichen. Die genannten Kategorien können örtlich ergänzend zu Geeignetheits- und Angemessenheitsprüfungen abgebildet werden. Nach erstmaligem Festlegen ist die Aktualität der Zielmarktbestimmung laufend zu überwachen.

Die MiFID II will auch eine bessere Abstimmung zwischen Konzepteur und Vertreiber erreichen. Dabei wird der Vertreiber in die Pflicht genommen. Er muss über wirksame Vorkehrungen verfügen, um von den betreffenden Konzepturen ausreichende Informationen zu bekommen (§ 30 Abs 2 Satz 2 WAG 2018). Zudem müssen Vertreiber den Konzepturen Informationen über Verkäufe und Überprüfungen zukommen lassen (§ 31 Abs 13 WAG 2018). Vorgelagert muss aber auch der Konzepteur dem Vertreiber Informationen aus dem Produktfreigabeverfahren zur Verfügung stellen.

Für die Verpflichteten ist es oft schwierig, diesen Vorgaben vollumfänglich und gleichzeitig möglichst kostengünstig, dh standardisiert, nachzukommen. Dies zeigen auch jüngste Erkenntnisse der BaFin-MiFID-II-Marktuntersuchung. Vereinzelt erscheinen die Ausführungen zu bestimmten Zielmarktkategorien demnach verbesserungswürdig: So werde laut BaFin oft als Anlageziel „Vermögensbildung bzw. Optimierung“ angegeben, obwohl es noch andere vordefinierte Ziele wie etwa die spezifische Altersvorsorge gäbe. Bei einigen Anlageprodukten wäre für die BaFin eine stärkere Differenzierung wünschenswert gewesen. Es solle genau auf den jeweiligen Kunden eingegangen werden, allgemeine Ausführungen bezüglich Geldanlage seien nicht ausreichend. Dies sollten sich auch die österreichischen Rechtsunterworfenen zu Herzen nehmen.

Weiters bemängelt die BaFin insbesondere, dass nur die allerwenigsten Konzepture für ihre Produkte einen negativen Zielmarkt festlegen. In manchen Fällen sei auch nicht ersichtlich, dass Konzepture und Vertriebsunternehmen bei besonders risikoreichen, komplexen oder illiquiden Produkten eine höhere Sorgfalt bei der Durchführung der Product-Governance-Prozesse an den Tag legen würden. Zu beidem sind sie aber aufsichtsrechtlich verpflichtet. Gerade der negative Zielmarkt, der



# works

ja dazu führt, dass Produkte auf diesem nicht vertrieben werden dürfen, ist für Verpflichtete ein Balanceakt zwischen Geschäftsinteressen und Einhaltung des Aufsichtsrechts. Wie die BaFin festgestellt hat, begegnen einige Verpflichtete diesem „Problem“ damit es zu ignorieren. Um Sanktionen durch die Aufsichtsbehörden zu vermeiden, raten wir von einem solchen Vorgehen ab und stattdessen einen konkreten negativen Zielmarkt zu definieren.

*Sebastian Sieder*

### **3. Aufschieben von Ad-hoc-Meldungen im gestreckten Sachverhalt: Vorsicht, mehrfache Beschlussfassung!**

Insiderinformationen sind bekanntlich der Öffentlichkeit unverzüglich bekannt zu geben, wenn sie Emittenten unmittelbar betreffen (Ad-hoc-Pflicht). Dass dies in gestreckten Sachverhalten grundsätzlich auch für einzelne Zwischenschritte gelten kann, ist seit mehreren Jahren unbestritten. Ebenso mittlerweile aufgrund jüngerer Judikatur, dass es dazu nicht zwingend einer hinreichenden Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses bedarf.

Vor diesem Hintergrund haben wir bereits mehrfach berichtet, dass Ad-hoc-Pflicht nach Judikatur und Behördenpraxis im gestreckten Sachverhalt wohl bereits sehr früh eintreten kann und das Instrument des Aufschiebens in solchen Fällen stärker genutzt werden sollte. Aufgeschoben werden können Ad-hoc-Meldungen bekanntlich, wenn berechnete Interessen des Emittenten dies verlangen, keine Irreführung des Anlegerpublikums zu befürchten ist und die Vertraulichkeit gewahrt werden kann (Details hierzu findet man in *Wilfling, Praxishandbuch Börserecht*<sup>2</sup>, ab Seite 233).

Relativ unbestritten ist, dass der Aufschieben einer Ad-hoc-Meldung eines ausdrücklichen Beschlusses bedarf (praktisch üblich ist ein Vorstandsbeschluss, die Entscheidung wäre aber wohl auch delegierbar). Nun geht der Trend aber mehr und mehr dahin, im gestreckten Sachverhalt für jeden einzelnen Zwischenschritt, also sozusagen den weiteren Aufschieben, eine gesonderte Aufschiebentscheidung zu verlangen (diese kann und wird vom Vorstand jedoch meist delegiert, etwa an den Compliance-Verantwortlichen). Im Wortlaut der Marktmissbrauchsverordnung finden sich durchaus Anhaltspunkte dafür, für jeden Zwischenschritt eine gesonderte Entscheidung zu verlangen (ob man dem am Zweck orientiert zwingend folgen muss, lassen wir dahingestellt). Wir raten jedenfalls dazu, dies im Aufschiebungsfall so zu praktizieren.

Generell sind bei Aufschieben zahlreiche organisatorische Vorkehrungen zu treffen und der Emittent sollte sich jedenfalls eine entsprechende Begründung zurechtlegen. Die FMA informieren muss der Emittent dagegen nach der Rechtslage seit der MAR erst nach der späteren Veröffentlichung der Insiderinformation (falls eine solche nicht erfolgt; erledigt sich der aufschiebungsgegenständliche Sach-



# works

verhalt, etwa weil eine Transaktion nicht weiterverfolgt wird, ist auch keine Information der FMA erforderlich).

Die Ad-hoc-Pflicht im gestreckten Sachverhalt und der Aufschub der Veröffentlichung haben sich in den letzten Jahren zu rechtlich überaus anspruchsvollen Materien entwickelt. Wir stehen für Unterstützung hierbei jederzeit gern zur Verfügung.

*Gernot Wilfling*

## **4. Die jüngsten Änderungen des Corporate Governance Kodex**

Der Arbeitskreis für Corporate Governance hat kürzlich eine neue Fassung des für börsennotierte Aktiengesellschaften relevanten Österreichischen Corporate Governance Kodex („ÖCGK“) herausgegeben. Alle Neuerungen fallen unter die Regelkategorie 1 – Legal Requirement – und geben zwingend einzuhaltende gesetzliche Normen wieder. Im Wesentlichen wurden dabei die aufgrund der zweiten Aktionärsrechterichtlinie seit Sommer 2019 im Aktiengesetz enthaltenen Vorgaben zur Vergütungspolitik und zum Vergütungsbericht für den Vorstand und den Aufsichtsrat der börsennotierten AG auch im ÖCGK aufgenommen. Vergütungspolitiken sind bekanntlich mit der laufenden Hauptversammlungssaison erstmals der Hauptversammlung zur (empfehlenden) Beschlussfassung vorzulegen, Vergütungsberichte dann ab 2021. Wir haben hierzu auch in unserem [Newsletter Kapitalmarkt- und Bankrecht Issue 2|2019](#) bereits berichtet.

*Valentina Treichl*

## **5. Hauptversammlungen in Zeiten von Corona**

Durch die COVID-19 bedingten Beschränkungen, die bekanntlich auch ein Veranstaltungs- und Versammlungsverbot enthalten, können Gesellschafterzusammenkünfte derzeit bekanntlich nicht in ihrer gewohnten Form durchgeführt werden. Daher sieht das Gesellschaftsrechtliche COVID-19-Gesetz vor, dass (unter anderem) Hauptversammlungen von Aktiengesellschaften auch ohne physische Anwesenheit der Aktionäre durchgeführt und Beschlüsse auch auf andere Weise gefasst werden können. Die Bundesministerin für Justiz hat nun – basierend auf der ihr mit dem COVID-19-Gesetz erteilten Ermächtigung – kürzlich eine Verordnung mit Detailregelungen erlassen. Wir stellen nachfolgend die wesentlichen Bestimmungen und damit verbundene Praxisthemen kurz dar.

Nach der Verordnung ist es für eine sogenannte „virtuelle Hauptversammlung“ ausreichend, wenn eine Teilnahmemöglichkeit der Aktionäre an der Versammlung von jedem Ort aus mittels einer akustischen und optischen Verbindung in Echtzeit besteht. Anders als etwa bei virtuellen Aufsichts-



# works

ratssitzungen ist für Hauptversammlungen also keine Zweiweg-Verbindung erforderlich, was ein bei vielen Teilnehmern sonst bestehendes, großes Problem in der praktischen Handhabung löst.

Für Technikmuffel und -verweigerer geht die Verordnung noch weiter: Maximal die Hälfte der Teilnehmer kann mit der Hauptversammlung nur akustisch (also etwa über Telefon) verbunden sein. Dies laut Verordnungstext, wenn betroffene Teilnehmer nicht über die technischen Mittel für eine akustische und optische Verbindung verfügen oder solche Mittel nicht verwenden können oder wollen. Die Bestimmung ist uE ein „kann“ – die Gesellschaft ist nicht verpflichtet, eine bloß akustische Teilnahme zu ermöglichen.

Betreffend die Ausübung der Aktionärsrechte ist uE zu unterscheiden: Das Auskunftsrecht könnte der Aktionär wohl auch selbst direkt bei der Gesellschaft ausüben können müssen (strittig). Es ist aber jedenfalls nicht zwingend, dass er sich tatsächlich zu Wort melden kann. Es reicht jedenfalls, eine Möglichkeit zur Verfügung zu stellen, damit der Aktionär während der Hauptversammlungen Fragen direkt an die Gesellschaft richten kann (praktisch wird dies über eine E-Mail-Adresse erfolgen). Der Versammlungsleiter verliest die erhaltenen Fragen der Aktionäre (oder lässt sie verlesen).

Betreffend die anderen Aktionärsrechte geht die Verordnung noch deutlich weiter. Von den verschiedenen vorgesehenen Möglichkeiten dürfte sich die besondere Stimmrechtsvertretung in der Praxis börsennotierter Gesellschaften durchsetzen. Aktionäre müssen hierbei für die Stellung von Beschlussanträgen, die Stimmabgabe und die Erhebung von Widersprüchen einen von (mindestens) vier von der Gesellschaft vorgegebenen besonderen Stimmrechtsvertretern auswählen und diesem eine Vollmacht erteilen. Die Stimmrechtsvertreter müssen generell geeignet und von der Gesellschaft unabhängig sein. Zudem müssen zumindest zwei Stimmrechtsvertreter entweder Rechtsanwalt oder Notar sein. Die Aktionäre können in solchen COVID-Hauptversammlungen also die genannten Rechte weder selbst ausüben, noch ihren Vertreter frei wählen. Es muss jedoch vorgekehrt werden, dass Aktionäre ihre Instruktionen an Stimmrechtsvertreter auch während der Versammlung bis zu einem bestimmten Zeitpunkt noch abändern (z.B. einen weiteren Beschlussantrag stellen) können (wird in der Praxis wohl per E-Mail an eine spezielle Adresse des Stimmrechtsvertreters erfolgen). Damit soll sichergestellt sein, dass Aktionäre auf den Verlauf der Hauptversammlung reagieren können.

Für die Abstimmung könnte von den Gesellschaften übrigens alternativ auch eine spezielle Abstimmungssoftware für Fernabstimmung zum Einsatz kommen und/oder eine Briefwahl ermöglicht werden (jeweils auch ohne dazu von der Satzung ermächtigt zu sein). Praktische Bedeutung erlangt dies unserer Wahrnehmung nach nicht; auch weil mit der vorstehend beschriebenen Stimmrechtsvertretung ein für die Gesellschaften praktikabler (und einfacherer) Weg zur Verfügung steht.

# works

Sehr praxisrelevant ist dagegen die Gestaltung der Dokumente für die virtuelle Hauptversammlung. Neben der Adaptierung der Einladungstexte, der Aktionärsinformation und der Stimmrechtsformulare sind auch im Sitzungsspiegel viele Anpassungen vorzunehmen, um einen reibungslosen Ablauf zu gewährleisten.

Wir beraten nicht nur im Hinblick auf Details zur Durchführung von COVID-19-Hauptversammlungen, sondern übernehmen auch für mehrere Gesellschaften die Funktion eines Stimmrechtsvertreters. Sollten auch Sie diesbezüglich Bedarf haben, freuen wir uns über Ihre Anfrage!

*Gernot Wilfling / Sebastian Sieder*



**Teamleitung**

RA Mag. Gernot Wilfling

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

Müller Partner Rechtsanwälte GmbH

Rockhgasse 6, 1010 Wien

[www.mplaw.at](http://www.mplaw.at)