

Jürgen Draxler

# Private Equity Exit

Strategie und Vertragsgestaltung



SpringerWienNewYork



Jürgen Draxler

# Private Equity EXIT– Strategie und Vertragsgestaltung

SpringerWienNewYork

Dr. Jürgen Draxler  
Institut für Zivil- und Unternehmensrecht,  
Wirtschaftsuniversität Wien, Wien, Österreich

*Gedruckt mit der Unterstützung des  
Bundesministeriums für Wissenschaft und Forschung in Wien.*

**BM.W.F<sup>a</sup>**

Das Werk ist urheberrechtlich geschützt.  
Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdruckes, der Entnahme von Abbildungen, der Funksendung, der Wiedergabe auf photomechanischem oder ähnlichem Wege und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten.

© 2010 Springer-Verlag/Wien  
Printed in Germany

SpringerWienNewYork ist ein Unternehmen von  
Springer Science + Business Media  
springer.at

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Buch berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürfen.

Satz: Jung Crossmedia Publishing GmbH, 35633 Lahnau, Deutschland  
Druck: Strauss GmbH, 69509 Mörlenbach, Deutschland

Gedruckt auf säurefreiem, chlorfrei gebleichtem Papier – TCF  
SPIN: 12739462

Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek  
Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

ISBN 978-3-211-99688-1 SpringerWienNewYork

## Vorwort

---

Auch und vor allem in Hinblick auf die aktuelle Weltfinanzkrise müssen die Möglichkeiten von private equity Finanzierungen näher ins Blickfeld rücken. Unternehmen stehen vor der derzeit schwierigen Aufgabe, die Voraussetzungen für Kreditvergaben erfüllen zu können. Großbanken hingegen streiten vehement den Umstand ab, dass es eine Kreditklemme gibt. Fakt ist, viele Unternehmen benötigen dringend Kapital, um ihren betrieblichen Fortbestand zu sichern bzw geplante Expansionsschritte setzen zu können.

Daher *darf nicht* übersehen werden, dass es neben Fremdkapital von Kreditgebern auch die Möglichkeit der Finanzierung durch privates Eigenkapital gibt. Dieses Eigenkapital geht nicht nur mit einem erheblichen Mehrwert für die Unternehmen einher (Management-Unterstützung, knowhow-Bereitstellung, etc), es muss auch nicht mit einer laufenden Verzinsung an den Kreditgeber zurückbezahlt werden. Der Eigenkapitalgeber übernimmt das Risiko des Ausfalles, beteiligt sich am Unternehmen und möchte nach bestimmter Zeit wieder aus dem Unternehmen aussteigen – natürlich gewinnbringend.

Wenn derzeit viele Stimmen meinen, in Zeiten wie diesen wird es nicht möglich sein, solche «Risikokapitalgeber» für österreichische Unternehmen zu finden, so muss dem entgegengetreten werden.

Der Haken an der Sache: Es fehlen geeignete gesetzliche Rahmenbedingungen. Damit ist zu befürchten, dass Kapital künftig ins Ausland abfließt, wo diese Rahmenbedingungen erfüllt sind<sup>1</sup>.

Der Praxisbezug dieser Arbeit ist daher derzeit hoch wie selten zuvor und es soll in einem der prominentesten Bereiche der Eigenkapitalfinanzierung versucht werden, Möglichkeiten und Risiken aufzuzeigen und damit der Versuch gelingen, Zugang und Verständnis in einem offensichtlich immer wichtiger werdenden Wirtschaftsbereich zu gewinnen.

Mein Dank gilt zunächst Herrn Mag. Reinhard Jernej, Global Equity Partners Beteiligungs-Management AG und Herrn Mag. Martin Walka, Hannover Finanz Austria GmbH, welche durch ihre Mitarbeit bei der Bereitstellung von Recherchematerialien und ihre zahlreichen inhaltlichen und vor allem pra-

---

<sup>1</sup> Jürgen Marchart (Geschäftsführer AVCO), Wirtschaftsblatt v. 05.02.2009, 12.

xisbezogenen Anregungen maßgeblich bei der Entstehung dieses Werkes beigetragen haben. Aufgrund dieser Kooperation auf Branchenebene war es erst möglich, gegenständliche Arbeit in sinnvollem Zusammenhang mit der Praxis setzen zu können.

Mein besonderer Dank gilt nicht zuletzt meiner Familie, welche mit viel Geduld und Verständnis das Werden dieses Werkes von Anfang an begleitet hat und ohne deren Unterstützung und Liebe so vieles nicht möglich wäre.

*«Risiko ist die Bugwelle des Erfolges.»*

Carl Amery

# Inhaltsverzeichnis

---

Vorwort .....	V
Abkürzungsverzeichnis .....	XI
Literaturverzeichnis .....	XVII

<b>I. Einführung</b> .....	<b>1</b>
<b>A. Private Equity</b> .....	<b>1</b>
1. Definition .....	1
2. Marktstruktur .....	5
3. Private Equity in Österreich .....	8
<b>B. Exit</b> .....	<b>9</b>

<b>II. Rechtsformen von Zielgesellschaften</b> .....	<b>13</b>
<b>A. Gesellschaftsformen in Österreich</b> .....	<b>13</b>
1. Offene Gesellschaft .....	14
2. Kommanditgesellschaft .....	19
3. Stille Gesellschaft .....	23
4. Gesellschaft mit beschränkter Haftung .....	26
5. Aktiengesellschaft .....	29
6. Societas Europaea .....	32
7. Societas Privata Europaea .....	32
<b>B. Gesellschaftsformen in der Schweiz</b> .....	<b>34</b>
1. Kollektivgesellschaft .....	34
2. Kommanditgesellschaft .....	39
3. Stille Gesellschaft .....	41
4. Aktiengesellschaft .....	44
5. Kommanditaktiengesellschaft .....	47
6. Gesellschaft mit beschränkter Haftung .....	48
<b>C. Mezzaninkapital</b> .....	<b>52</b>
1. Partiarisches Darlehen .....	55
2. Genussrechte .....	56
3. Schuldverschreibungen .....	56
4. Mezzaninkredit .....	58
<b>D. Rechtsformänderung zur Mobilisierung der Anteile</b> .....	<b>58</b>
1. Umwandlung .....	59
2. Verschmelzung .....	60
3. Spaltung .....	62

4. Einbringung	64
E. Fazit	65

### III. Rechtsformen von Finanzintermediären 67

A. Gesellschaftsformen in Österreich	69
1. Aktiengesellschaft	69
2. Gesellschaft mit beschränkter Haftung	70
3. GmbH & Co KG	71
4. Investitionsgesellschaft	72
5. Investmentfonds	75
6. Beteiligungsfonds	77
B. Gesellschaftsformen in der Schweiz	78
1. Gesellschaftsformen des Kollektivanlagengesetzes	78
2. Kommanditaktiengesellschaft	84
3. Stiftung	87
C. Weitere gebräuchliche Gesellschaftsformen innerhalb der EU	89
1. Limited (Vereinigtes Königreich)	90
2. SICAR (Luxemburg)	92

### IV. Exitstrategien 95

A. Buy Back	97
1. Rückwerb der Anteile durch die Altgesellschafter	98
2. Erwerb eigener Anteile durch die Gesellschaft	99
B. Ausstieg durch Kapitalherabsetzung	101
1. Ordentliche Kapitalherabsetzung	103
2. Vereinfachte Kapitalherabsetzung	105
3. Einziehung von Geschäftsanteilen	105
C. Leveraged Buy Out	107
D. Trade Sale	109
E. Secondary Purchase	111
F. Börseingang	112
G. Liquidation	115
H. Rekapitalisierung	116
I. Reverse Takeover	117
J. Share Deal/Asset Deal	120

### V. Vertragsgestaltung 121

A. Veräußerungspflichten (Exit Obligations)	121
B. Vorkaufsrechte (Right of First Refusal)	122
C. Leaver Klauseln	124
D. Mitveräußerungsrechte (Take Along Rights)	131
E. Mitveräußerungspflichten (Drag Along Rights)	133
F. Russian Roulette Clause	137
G. Liquidations-/Veräußerungspräferenzen	142
H. Material Adverse Change Clause	146
I. Registration Right	154
1. Kotierungsrecht gegenüber der Gesellschaft	156



2.	Kotierungsrecht gegenüber den Aktionären .....	159
J.	Lock Up Clause .....	161
K.	Kündigungsbestimmungen .....	166
L.	Haftungsausschluss bei Unternehmensübernahme .....	168
	<b>Schlussbemerkung</b>	171

## Abkürzungsverzeichnis

---

aA	anderer Ansicht
ABGB	Allgemeines Bürgerliches Gesetzbuch
Abs	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
Anh	Anhang
Anm	Anmerkung
AR	Aufsichtsrat
arg	argumento
Art	Artikel
AS	Aktenseite
ATX	Austrian Traded Index
AVCO	Austrian Venture Capital Organisation
BBl	Bundesblatt
Bd	Band
BeteilFG	Beteiligungsfondsgesetz
BB	Betriebs-Berater
BG	Bundesgesetz
BGB	(deutsches) Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI	Bundesgesetzblatt
BGH	(deutscher) Bundesgerichtshof
BGHZ	Sammlung der Entscheidungen des (deutschen) Bundesgerichts- hofes in Zivilsachen
BlgNr	Beilagen Nummer
BMF	Bundesministerium für Finanzen
BörseG	Börsegesetz
BPV	(schweizer) Bundesamt für Privatversicherungen
bsp	Beispiel
bspw	beispielsweise
bzw	beziehungsweise
CA	Companies Act
DB	Der Betrieb – Wochenschrift für Betriebswirtschaft, Steuerrecht, Wirtschaftsrecht, Arbeitsrecht
ds	das sind

DStR	Deutsches Steuerrecht – Wochenschrift & umfassende Datenbank für Steuerberater, Steuerrecht, Wirtschaftsrecht, Betriebswirtschaft, Beruf
dt	deutsch
EO	Exekutionsordnung
ErläutRV	Erläuternde Bemerkungen zur Regierungsvorlage
EStG	Einkommensteuergesetz
etc	et cetera
EBK	schweizer Eidgenössische Bankenkommission
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EVCA	European Venture Capital Association
f	und der/die folgende
ff	und der/die folgenden
FB	Finanz-Betrieb
FINMA	(schweizer) Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FJ	Finanzjournal – Fachmagazin für Steuerrecht
FMA	Finanzmarktaufsichtsbehörde
FN	Fußnote
FS	Festschrift
GBU	GmbH-Bulletin
gem	gemäß
GesbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
GesKR	Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht
GesRÄG 2007	Gesellschaftsrechtsänderungsgesetz 2007
GesRZ	Der Gesellschafter – Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht
GewO	Gewerbeordnung
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz über Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GP	Gesetzgebungsperiode
GV	Generalversammlung
GZ	Geschäftszahl
HaRÄG 2005	Handelsrechtsänderungsgesetz 2005
HGB	Handelsgesetzbuch
hM	herrschende Meinung
hL	herrschende Lehre
HRRegV	(schweizer) Handelsregisterverordnung
Hrsg	Herausgeber
HV	Hauptversammlung
idF	in der Fassung
idR	in diesem Rahmen
iFv	in Form von
IGG	Investmentgesellschaften-Gesetz
iHv	in Höhe von
insb	insbesondere
InvFG	Investmentfondsgesetz
IPO	Initial Public Offering
IRR	Internal Rate of Return
iRv	im Rahmen von

iSv	im Sinne von
iVm	in Verbindung mit
JBl	Juristische Blätter
Jud	Judikatur
KAG	(schweizer) Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen
KES	Kapitalertragsteuer
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	(schweizer) Kommanditgesellschaft auf Aktien
KkK	(schweizer) Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen
KKV	(schweizer) Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen
KMG	Kapitalmarktgesetz
KMU	Klein- und Mittelunternehmen
KoLG	(schweizer) Kollektivgesellschaft
KommG	(schweizer) Kommanditgesellschaft
krit	kritisch/-e/-er
Kst GwG	(schweizer) Kontrollstelle für die Bekämpfung der Geldwäscherei
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LBO	Leveraged Buy Out
Ltd	(englische) Limited Company
MAC	Material Adverse Change
MAE	Material Adverse Effect
MBI	Management Buy In
MBO	Management Buy Out
mE	meines Erachtens
ME	Ministerialentwurf
MiFiG	Mittelstandsfinanzierungsgesellschaften-Gesetz
mind	mindestens
Mio	Million(-en)
mwN	mit weiteren Nachweisen
N	Nummer
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr	Nummer
NVCA	National Venture Capital Association (USA)
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
ÖBA	Bankarchiv – Zeitschrift für das gesamte Bank- und Börsenwesen
OEG	Offene Erwerbsgesellschaft
OG	Offene Gesellschaft
OGH	Oberster Gerichtshof
OHG	Offene Handelsgesellschaft
ÖJZ	Österreichische Juristenzeitung
OLG	Oberlandesgericht
OR	(schweizer) Obligationenrecht
öst.	österreichisch(-es)
p.a.	per anno
PE	Private Equity
PSG	Privatstiftungsgesetz
RdW	Das Recht der Wirtschaft
RIW	Recht der internationalen Wirtschaft
RF-UGB	Reformkommentar zum Unternehmergezetzbuch

RiL	Richtlinie
Rn	Randnummer
ROI	Return On Investment
Rs	Rechtssache bei europäischen Gerichten
Rsp	Rechtsprechung
RV	Regierungsvorlage
Rz	Randziffer
S	Seite
s	siehe
SE	Societas Europaea
SEG	Statut der Europäischen Gesellschaft
SICAR	Société d'Investissement en Capital à Risque
SICAV	Société d'Investissement en Capital à Variable
SJZ	Schweizerische Juristen-Zeitung
Slg	Sammlung
Slg	Sammlung der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofes und des Europäischen Gerichtshofes I. Instanz
sog	sogenannt, -e, -er, -es
SpaltG	Spaltungsgesetz
SPE	Societas Privata Europaea
SPV	Special Purpose Vehicle
SSHW	Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht
StG	(schweizer) Bundesgesetz über Stempelabgaben
stGes	stille Gesellschaft
SWI	Steuer- und Wirtschaft International
SIX	Swiss Exchange AG, Firma der Schweizer Börse
SWX	Swiss Exchange AG (seit September 2008: SIX Swiss Exchange AG), Firma der Schweizer Börse
SZ	Entscheidungen des österreichischen Obersten Gerichtshofes in Zivilsachen
SZW/RSDA	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht/ Revue suisse de droit des affaires et du marché financier
taxlex	Zeitschrift für Steuer und Beratung
Tz	Textzahl
ua	unter anderem
ÜbG	Übernahmegesetz
ÜbRÄG 2006	Übernahmerechts-Änderungsgesetz 2006
UGB	Unternehmernehmensgesetzbuch
UmgrStG	Umgründungssteuergesetz
UmwG	Umwandlungsgesetz
UN-KaufR	UN-Kaufrecht (auch CISG), Übereinkommen der Vereinten Nationen über Verträge über den internationalen Warenkauf
URÄG 2008	Unternehmensrechts-Änderungsgesetz 2008
uU	unter Umständen
VC	Venture Capital
VStG	(schweizer) Verrechnungssteuergesetz
vgl	vergleiche
VO	Verordnung
VO	Vorstand

Z	Zahl, Ziffer
zB	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZGB	(schweizer) Zivilgesetzbuch
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozessordnung

## Literaturverzeichnis

---

- Aicher Josef/Kalss Susanne/Oppitz Martin* (Hrsg.), Grundfragen des neuen Börserechts, Wien 1998
- Apathy Peter/ Iro Gert/Koziol Helmut*, Österreichisches Bankvertragsrecht Band VI, 2. Auflage, Wien 2007
- Bachl Robert*, Einführung in die Unternehmensbewertung, Wien 2007
- Baker & McKenzie* Zürich (Hrsg.), Recht der kollektiven Kapitalanlagen, Zürich 2007
- Bertl Romuald/Mandl Dieter/Mandl Gerwald/Ruppe Hand Georg* (Hrsg.), Kauf und Verkauf von Unternehmungen, Wien 1993
- Bertl Romuald/Mandl Dieter/Mandl Gerwald/Ruppe Hand Georg* (Hrsg.), GmbH oder GmbH & Co KG?, Wien 2000
- Betsch Oskar/Groh Alexander P./Schmidt Kay*, Gründungs- und Wachstumsfinanzierung innovativer Unternehmen, München-Wien 2000
- Bischof Matthias/Eberhartinger Eva* (Hrsg.), Hybride Finanzierungsinstrumente, Wien 2005
- Blättchen Wolfgang/Wegen Gerhard* (Hrsg.), Übernahme börsennotierter Unternehmen, Stuttgart 2003
- Büren Roland von/Hasler Daniel*, Ein Novum im schweizer Gesellschaftsrecht: Die Anlagegesellschaft mit variablem Grundkapital, in FS Peter Nobel, Bern 2005, 57
- Bydlinksi Peter*, Veräußerung und Erwerb von GmbH-Geschäftsanteilen; zugleich ein Beitrag zur Notariatsaktpflicht, Wien 1991
- Diller Christian*, Private Equity: Rendite, Risiko und Markteinflussfaktoren, Bad Soden 2007
- Diregger Christoph/Kalss Susanne/Winner Martin*, Das österreichische Übernahmerecht, 2. Auflage, Wien 2007
- Doralt Maria*, Management Buy Out, Wien 2001
- Doralt Peter/Nowotny Christian/Kalss Susanne* (Hrsg.), Kommentar zum Aktiengesetz, Band II, Wien 2003
- Doralt Werner/Ruppe Hans Georg*, Grundriss des österreichischen Steuerrechts, Band 1, 9. Auflage, Wien 2007
- Duffner Stefan*, Principal-Agent Problems in Venture Capital Finance, WWZ/Department of Finance University of Basel, Working Paper No. 11/03 (2003)
- Duursma Dieter/Duursma-Kepplinger Henriette-Christine/Roth Marianne*, Handbuch zum Gesellschaftsrecht, Wien 2007
- Eberle Gerhard*, Business Inkubation und erfolgreiche Exit-Strategien, Konzepte für eine praxisorientierte Umsetzung, Hamburg 2004
- Eller Roland/Heinrich Markus/Perrot René/Reif Markus* (Hrsg.), Handbuch Derivativer Instrumente, 3. Auflage, Stuttgart 2005

- EVCA Yearbook (1998): A Survey of Private Equity & Venture Capital in Europe», Zaventem, Belgium: European Private Equity & Venture Capital Association
- Fenn George W./Liang Nellie/Prowse Stephen, The Private Equity Market: An Overview, Boston 1997
- Forstmoser Peter/Meier-Hayoz Arthur/Nobel Peter, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 2006
- Fraberger Friedrich/Baumann Andreas/Plott Christoph/Waitz-Ramsauer Kornelia (Hrsg.), Handbuch Konzernsteuerrecht, Wien 2008
- Franke Günter/Hax Herbert, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 5. Auflage, Berlin-Heidelberg-New York 2004
- French Derek/Mayson Stephen W./Ryan Christopher, Company Law, 25. Auflage, 2008–2009 Edition, Oxford 2008
- Frick Jürg, Private Equity im Schweizer Recht, Dissertation, Zürich 2009
- Gellis Max/Feil Erich, Kommentar zum GmbH-Gesetz, 6. Auflage, Wien 2006
- Geymayer Ralf/Tröthan Nikola, Die optimale Rechtsform Unternehmensgründung nach dem UGB, Wien 2006
- Glatzel Christoph, Börsliche Desinvestitionen mittels Equity Carve-Out, Spin-Off und Tracking Stock, Dissertation, Lohmar-Köln 2003
- Göglér Christoph, Asset-Backed-Securities – Darstellung der US-amerikanischen Praxis, rechtliche Rahmenbedingungen für die Übertragung des Konzeptes auf die Bundesrepublik Deutschland sowie Beurteilung aus Sicht der Beteiligten, Frankfurt 1996
- Grisebach Rolf, Innovationsfinanzierung durch Venture Capital, München 1989
- Groner Roger, Private Equity – Recht, Bern 2007
- Grunewald Barbara/Schlitt Michael, Einführung in das Kapitalmarktrecht, München 2007
- Grüninger Harold, Die Unternehmensstiftung in der Schweiz: Zulässigkeit – Eignung – Besteuerung, Basel/Frankfurt am Main 1984
- Hartmann Stefan, Englische Limited (Ltd.) für Deutschland, Berlin 2005
- Hasenböhler Franz (Hrsg.), Recht der kollektiven Kapitalanlagen, Zürich 2007
- Hausheer Heinz/Aebi-Müller Regina E., Das Personenrecht des Schweizerischen Zivilgesetzbuches, Bern 2005
- Häger Michael/Elkemann-Reusch Manfred, Mezzanine Finanzierungsinstrumente, 2. Auflage, Berlin 2007
- Heidkamp Britta, Die Rechte der Aktionäre beim Börsengang von Tochtergesellschaften, Dissertation, Aachen 2003
- Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Watter Rolf (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II, 2. Auflage, Basel 2002
- Hopt Klaus J./Reuter Dieter, Stiftungsrecht in Europa, Köln 2001
- Huber Peter (Hrsg.), Übernahmegesetz Kommentar, Wien 2007
- Jabornegg Peter/Strasser Rudolf (Hrsg.), Kommentar zum Aktiengesetz, 4. Auflage, Wien 2002
- Jauernig Othmar (Hrsg.), BGB, 12. Auflage, München 2007
- Jeneba-Hirtl Emilie, Management Buy-out, Wien 2005
- Jesch Thomas A., Private-Equity-Beteiligungen, Wiesbaden 2004
- Jugel Stefan (Hrsg.), Private Equity Investments, Wiesbaden 2003
- Kalss Susanne, Anlegerinteressen, Wien 2001
- Kalss Susanne, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung, Wien 1997
- Kalss Susanne/Nowotny Christian/Schauer Martin, Österreichisches Gesellschaftsrecht, Wien 2008



- Kalss Susanne/Oppitz Martin/Zollner Johannes*, Kapitalmarktrecht, Band I (System), Wien 2005
- Kalss Susanne/Rüffler Friedrich*, Satzungsgestaltung in der GmbH – Möglichkeiten und Grenzen, Wien 2005
- Kaserer Christoph/Diller Christian*, Investitionen in Private Equity – Grundlagen, Ertragsprofile und Erfolgsfaktoren, München 2007
- Kastner Walther/Doralt Peter/Nowotny Christian*, Grundriss des österreichischen Gesellschaftsrechts, 5. Auflage, Wien 1990
- Klang Heinrich/Gschnitzer Franz* (Hrsg.) *bearbeitet von Bydlinski Franz*, §§ 1045–1089, Band 4, 2. Halbband, 2. Auflage, Wien 1978
- Kodek Georg E./Nowotny Christian/Umfahrer Michael* (Hrsg.), Firmenbuchgesetz, Wien 2005
- Kofler Georg/Polster-Grüll Barbara* (Hrsg.) *Private Equity & Venture Capital*, Wien 2003
- Kollmann Tobias* (Hrsg.), *E-Venture-Management*, Wiesbaden 2003
- Koppensteiner Hans-Georg/Rüffler Friedrich*, GmbH Gesetz Kommentar, 3. Auflage, Wien 2007
- Koziol Helmut/Bydlinski Peter/Bollenberger Raimund*, Kurzkomentar zum AGBG, 2. Auflage, Wien-New York 2007
- Koziol Helmut/Welser Rudolf* (Hrsg.) *bearbeitet von Kletečka Andreas*, Band I, 13. Auflage, Wien 2006
- Koziol Helmut/Welser Rudolf* (Hrsg.) *bearbeitet von Welser Rudolf*, Band II, 13. Auflage, Wien 2007
- Kreji Heinz*, Gesellschaftsrecht, Band I, Wien 2005
- Kreji Heinz*, Unternehmensrecht, 4. Auflage, Wien 2008
- Kreji Heinz* (Hrsg.), Reformkommentar zum UGB, Wien 2007
- Kropff Bruno/Semler Johannes* (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 3. Auflage, München 2008
- Langefeld-Wirth Klaus*, Joint Ventures im internationalen Wirtschaftsverkehr, Heidelberg 1990
- Leitinger Roland/Strobbach Hannes/Schöfer Peter/Hummer Markus*, Venture Capital und Börsegänge, Wien 2002
- Lenoir Wolfgang in Jügel Stefan* (Hrsg.), *Private Equity Investments*, Wiesbaden 2003
- Leopold Günter/Frommann Holger/Kühr Thomas*, *Private Equity – Venture Capital*, 2. Auflage, München 2003
- Leopold Günter/Frommann Holger/Kühr Thomas*, *Private Equity – Venture Capital*, 2. Auflage, München 2003
- Lerner Josh/Hardymon Felda/Leamon Ann*, *Venture Capital and Private Equity – A Casebook: Volume III*, New York 2005
- Ley Ursula/Schulte Norbert*, *Joint-Venture-Gesellschaften*, Köln 2003
- Luschin Wolfgang/Warzecha Michael/Salcher Georg*, *Der Gang an die Börse*, Wien 2004
- Meier-Hayoz Arthur/Forstmoser Peter*, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, 10. Auflage, Bern 2007
- Meier-Schatz Christian J.*, *Kooperations- und Joint-Venture-Verträge*, Bern-Stuttgart-Wien 1994
- Müller Richard C.*, *Die Investmentgesellschaft*, erschienen in *Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht*, *Peter Forstmoser* (Hrsg.), Band 208, Zürich 2001
- Oertle Matthias*, *Das Gemeinschaftsunternehmen (Joint Venture) im schweizerischen Recht*, Dissertation, Zürich 1990

- Oppenländer Frank/Trölitzzsch Thomas*, Praxishandbuch der GmbH-Geschäftsführung, München 2004
- Pearce Rupert/Barnes Simon*, Raising Venture Capital, Chichester 2006
- Peneder Michael/Wieser Robert*, Der österreichische Markt für Private Equity und Venture Capital, Studie des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung im Auftrag der AVCO, Wien 2002
- Prändl Felix/Geppert Stefan/Göth Philip* (Hrsg.), Corporate Governance Kodex, Wien 2003
- Prester Melanie*, Exit-Strategien deutscher Venture Capital Gesellschaften, Münster-Hamburg-Berlin-London 2002
- Rabl Christian*, Die Gefahrtragung beim Kauf, Wien 2002
- Rechberger Walter H./Simotta Daphne-Ariane*, Grundriss der österreichischen Zivilprozessrechts, 6. Auflage, Wien 2003
- Reich-Rohrwig Johannes*, Grundsatzfragen der Kapitalerhaltung bei der AG, GmbH sowie GmbH & Co KG, Wien 2004
- Reich-Rohrwig Johannes*, Societas Europaea – SE, Wien 2006
- Reinhardt Christoph*, Die Kommanditaktiengesellschaft im schweizerischen Recht, Dissertation 1971
- Roth Günter H.*, Wertpapierrecht, 2. Auflage, Wien 1999
- Roth Günter H./Fitz Hanns*, Unternehmensrecht, 2. Auflage, Wien 2006
- Rummel Alexander von*, Institutioneller Gläubigerschutz im Recht der kleinen Kapitalgesellschaft, Tübingen 2008
- Rummel Peter* (Hrsg.), Kommentar zum ABGB, 3. Auflage, Wien 2000
- Salis-Lütolf, Ulysses von*, Private Equity Finanzierungsverträge, Zürich-Basel-Genf 2002
- Saurer Ulrich*, Leveraged Management Buy-Out, Wien 1995
- Schefczyk Michael*, Finanzieren mit Venture Capital und Private Equity, 2. Auflage, Stuttgart 2006
- Schefczyk Michael*, Erfolgsstrategien deutscher Venture-Capital-Gesellschaften, 3. Auflage, Stuttgart 2004
- Schefczyk Michael*, Finanzieren mit Venture Capital, Stuttgart 2000
- Schultze Georg*, Der spin-off als Konzernspaltungsform, Frankfurt am Main 1998
- Schulze/Dörner/Ebert* (Hrsg.), Handkommentar zum BGB, 5. Auflage, Baden-Baden 2007
- Schummer Gerhard*, Personengesellschaften, Orac Rechtsskriptum, 6. Auflage, Wien 2006
- Silberberger Michael/Buhl Oliver*, Die britische Limited in Österreich und Deutschland, Wien 2004
- Springer Walter*, Factbook Vermögensveranlagung in Österreich, Wien 2003
- Stadler Wilfried*, Die neue Unternehmensfinanzierung, Frankfurt am Main 2004
- Stadler Wilfried* (Hrsg.), Venture Capital und Private Equity, Köln 2001
- Straube Manfred* (Hrsg.), Kommentar zum Handelsgesetzbuch, 1. Band, 3. Auflage, Wien 2003
- Trezzini Lorenzo*, Finanzierungsstrukturierung im Venture Capital, Diss. Zürich/St. Gallen 2005
- Tschäni Rudolf* (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich 2004
- Wagner Jürgen*, Gesellschaftsrecht in der Schweiz und in Liechtenstein, 1. Auflage, München 1995
- Rolf Watter* (Hrsg.), Rechtsfragen beim Börsengang von Unternehmen, Zürich 2002
- Weber Rolf H.* (Hrsg.), Neuere Entwicklungen im Kapitalmarktrecht, Zürich 2000
- Weber Rolf H.*, Aufbruch zu neuer juristischer Person: Investmentgesellschaft mit variablem Kapital, in FS Michael Riemer, Bern 2007
- Weitnauer Wolfgang* (Hrsg.), Management Buy-Out, München 2003

- Weitnauer Wolfgang, Handbuch Venture Capital, 3. Auflage, München 2007  
 Werner Horst S., Mezzanine-Kapital, 2. Auflage, Köln 2007  
 Wittibschlager Martina, Einführung in das schweizer Recht, München 2000  
 Zbinden Daniel, Börsenrechtliche Aspekte eines Initial Public Offering (IPO) in der Schweiz, Dissertation Universität St. Gallen, Bamberg 2003  
 Ziegert Nicholas, Der Venture Capital-Beteiligungsvertrag (VCB), Berlin 2005

#### **Zeitschriften:**

- AVCO White Paper, Bessere Rahmenbedingungen für Beteiligungskapital in Österreich (2002)  
 Barthelemeß Stephan/Braun Yvonne, Zulässigkeit schuldrechtlicher Verfügungsbeschränkungen über Aktien zugunsten der Aktiengesellschaft, AG 2000, 172  
 Bascha Andreas/Walz Uwe, Convertible securities and optimal exit decisions in venture capital finance, Journal of Corporate Finance, 2001, 285  
 Beilstein Werner/Maritz Christian, Die Kommanditaktiengesellschaft – Eine zu Unrecht verkannte Gesellschaftsform, Der Schweizer Treuhänder 4/2006, 278  
 Berger Klaus Peter, Fremdkapitalnahe Mezzanine-Finanzierungen, Zeitschrift für Bank und Bankwirtschaft 2/08, 92  
 Bösl Konrad, Gestaltungsformen und Grenzen eines indirekten Börsengangs, Finanz Betrieb 2003, 297  
 Bollenberger Raimund, Rechtsgeschäftliche Vorsorgeklauseln für den Insolvenzfall, ÖBA 2006, 879  
 Bottazzi Laura/Da Rin Marco, Venture Capital in Europe and the financing of innovative companies, Economic Policy, April 2002, CEPR, CES, MSH, vol. 17(34), 229  
 Börner Christoph J./Geldmacher Detlef, Exit am Ende?, Finanz Betrieb 2001, 695  
 Brandner Peter/Jud Thomas/Kofler Georg/Polster-Grüll Barbara, Private Equity und Venture Capital: Anforderungen an eine neue Fondsstruktur für den österreichischen Risikokapitalmarkt, ÖBA 2007, 365  
 Courvoisier Matthias/Schmitz Ronnie, Grenzfälle kollektiver Kapitalanlagen, SZW/RSDA 2006, 407  
 Cumming Douglas J./MacIntosh Jeffrey G., Venture Capital Exits in Canada and the United States, University of Toronto Law Journal, Vol. 53, 2003, 101  
 Dommes Sabine/Eckert Georg/Lembeck Desiree/Metzler Vanessa, Die englische Private Company Limited in Österreich – gesellschaftsrechtliche Fragen, SWI 2005, 477  
 Dommes Sabine/Eckert Georg/Lembeck Desiree/Metzler Vanessa, Die englische Private Company Limited in Österreich – steuerrechtliche Fragen, SWI 2005, 537  
 Dörig Adrian, Das neue schweizerische Kollektivanlagengesetz, RIW 2007, 169  
 Drinkuth Henrik, Hinauskündigungsregeln unter dem Damoklesschwert der Rechtsprechung, NJW 2006, 410  
 Eilers Stephan, Gefährliche Halbwahrheiten – eine differenzierte Betrachtung von Finanzinvestoren tut Not, AG 2006, 792  
 Fenn George W./Liang Nellie/Prowse Stephen D., The Economics of the Private Equity Market, Economic Review Federal Reserve Bank of Dallas, 3<sup>rd</sup> Quarter 1998, 21  
 Friesenbichler Reinhard, Streubesitz und Anlageerfolg, ÖBA 2006, 346  
 Gelter Martin, Rechnungslegungspflicht der englischen *limited* mit Sitz in Österreich, RdW 2005, 134  
 Gompers Paul A./Lerner Josh, The Venture Capital Revolution, Journal of Economic Perspectives Vol. 15, No. 2, 145

- Grau Peter-Michael/Marschner Ernst/Stefaner Markus*, Investmentgesellschaften: Neues steuerliches Sonderregime für Private Equity und Venture Capital in Begutachtung, eine Analyse des Ministerialentwurfs zum Kapitalmarktstärkungs- und Innovationsgesetz 2008, FJ 2008 304
- Habersack Mathias*, Private public partnership: Gemeinschaftsunternehmen zwischen Privaten und der öffentlichen Hand, ZGR 1996, 544
- Hanslik Günther/Grossmayer Clemens*, MAC-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen, ecolex 2007, 829
- Hasenauer Clemens/Birkner Albert*, Verzicht auf Bedingungen im Übernahmerecht, ecolex 2005, 215
- Hausmaninger Christian/Splechtna Christof*, Marktschutzvereinbarungen – Ausgestaltung und Rechtsfolgen, ÖBA 2002, 37
- Heidinger Gerald/Heidinger Markus*, Kapitalherabsetzung nach Kapitalberichtigung als «Teilliquidation»? , ecolex 1993, 477
- Hennrichs Joachim*, «Basel II» und das Gesellschaftsrecht, ZGR 5/2006, 563
- Herbst Christian*, Bedingungen und Rücktrittsvorbehalte in Übernahmeangeboten, JBl 2003, 693
- Ho Jean-Claude Alexandre*, Die SPE in spe, Betriebs-Berater 2008, M16
- Hohaus Benedikt/Inhester Michael*, Rahmenbedingungen von Management-Beteiligungen, DStR 2003, 1765
- Huber Peter/Zandler Dieter*, Exit Regelungen in Private Equity-Transaktionen, ecolex 2007, 832
- Immenga Ulrich*, Vertragliche Vinkulierung von Aktien?, AG 1992, 79
- Junker Michael*, Der Sondervorteil im Sinne des § 26 AktG, ZHR 159 (1995), 207
- Kästle Florian/Heuterkes Katja*, Leaver-Klauseln in Verträgen über Management-Beteiligungen im Lichte der neuesten OLG-Rechtsprechung, NZG 2005, 289
- Korfmeyer Jochem*, Die Bedeutung von lock-up agreements bei Aktienemissionen, Finanz Betrieb 1999, 205
- Krejci Heinz*, Zehn Fragen zum Kommissionsvorschlag für eine Societas Privata Europaea, NZ 2008, 362
- Kußmaul Heinz/Pfirkmann Armin/Tcherveniachki Vassil*, Leveraged Buyout am Beispiel der Friedrich Grohe AG, Der Betrieb 2005, 2533
- Lange Christoph*, «Material Adverse Effect» und «Material Adverse Change»-Klauseln in amerikanischen Unternehmenskaufverträgen, NZG 2005, 454
- Lindinger Christoph*, Über Zulässigkeit und Beendbarkeit bestimmter Genussrechte, JBl 2003, 724
- Maidl Johannes/Kreifels Rainer*, Beteiligungsverträge und ergänzende Vereinbarungen, NZG 2003, 1091
- Mair Simon*, Die neue Europäische Privatgesellschaft, ecolex 2008, 700
- Martinius Philip/Stubert Julia*, Venture-Capital-Verträge und das Verbot der Hinauskündigung, Betriebs-Berater 2006, 1977
- Maul Silja/Röhrich Victoria*, Die Europäische Privatgesellschaft – Überblick über eine neue supranationale Rechtsform, Betriebs-Berater 2008, 1574
- Migglausch Robert*, Private Equity – «Neugestaltung» steuerbegünstigter Beteiligungsfinanzierung!, ecolex 2007, 966
- Nowotny Christian*, Kleine Reformschritte im Wirtschaftsrecht, RdW 2000, 650
- Nowotny Christian*, Zur Organisationsverfassung der Europäischen Aktiengesellschaft, GesRZ Sonderheft 2004, 39
- Otto Hans-Jochen*, Vertragliche Beschränkungen zugunsten der AG, AG 1991, 369

- Picot Gerhard/Duggal Raoul*, Unternehmenskauf: Schutz vor wesentlich nachteiligen Veränderungen der Grundlagen der Transaktion durch sog. MAC-Klauseln, *Der Betrieb* 2003, 2635
- Posautz Gerald/Six Martin*, MiFiG-Gesetz 2007: Die geplanten Änderungen, *taxlex* 2008, 17
- Reich-Rohrwig Johannes*, Sanierung durch vereinfachte Kapitalherabsetzung und Erhöhung, *GesRZ* 2001, 69
- Saria Gerhard*, Schranken beim Erwerb eigener Aktien nach § 71 I Nr. 8 AktG, *NZG* 2000, 458
- Saria Gerhard*, Zum Entwurf eines Aktienrückerwerbsgesetzes, *ÖJZ* 1999, 673
- Schadbach Kai*, Die englische Ltd. im Vergleich mit der GmbH, *Venture Capital Magazin* 2005, 46
- Schäffler Frank*, Leveraged Buy Out, *Betriebs-Berater Special* 9/2006, 1
- Schenk Lukas/Linder Florian*, Anwendung der Wohlverhaltensregeln bei Veranlagungen, *ecolex* 2008, 4
- Schmitt Dirk/Lohr Harald*, Equity Carve-outs am deutschen Kapitalmarkt, *ÖBA* 2008, 261
- Schulte Norbert/Sieger Jürgen J.*, «Russian Roulette» und «Texan Shoot Out» – Zur Gestaltung von radikalen Ausstiegsklauseln in Gesellschaftsverträgen von Joint-Venture-Gesellschaften (GmbH und GmbH & Co. KG), *NZG* 2005, 24f
- Spinnler Peter*, Die neue Rechtsform der SICAV im KAG und die Interessenwahrnehmung der Anleger als Aktionäre, *GesKR* 1/2007, 79
- Starita Mario*, The SICAR: a New Luxembourg Vehicle for Private Equity and Venture Capital Investments, *Intertax* 2006, 418
- Stefaner Markus*, Mittelstandsfinanzierungsgesellschaften neu – Vergebene Chance zur Stärkung von KMU, *FJ* 2008, 88
- Talos Thomas/Knoll Martin*, Neue Impulse für den Unternehmensstandort Österreich, *ZFR* 2008, 177
- Torggler Ulrich*, §§ 38 f UGB: Unternehmenserwerb de lege lata et ferenda, *JBl* 2008 137
- Weitnauer Wolfgang*, Der Beteiligungsvertrag, *NZG* 2001, 1065
- Zehetner Jörg/Zehetner Ulf*, Die Limited: Eine Alternative zur GmbH? (Teil II), *GBU* 2008/11/12

**Internet:**

- AVCO, Bessere Rahmenbedingungen für Beteiligungskapital in Österreich, White Paper (2002) abrufbar unter  
[http://www.avco.at/upload/medialibrary/16835\\_0\\_AVCO%20White%20Paper.pdf](http://www.avco.at/upload/medialibrary/16835_0_AVCO%20White%20Paper.pdf)
- Vorschlag für eine Verordnung des Rates über das Statut der Europäischen Privatgesellschaft, KOM(2008) 396, abrufbar unter  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/epc/proposal\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/epc/proposal_de.pdf)
- Companies Act 2006 abrufbar unter  
<http://www.statutelaw.gov.uk>

# I. Einführung

---

## A. Private Equity

### 1. Definition

Die Gründung, Expansion oder Umstrukturierung eines Unternehmens erfordert einen besonderen Kapitalbedarf, der oftmals nicht über traditionelle Finanzierungsquellen gedeckt werden kann. Mit Eigenkapital in Form von private equity und venture capital (PE/VC) kann diese Finanzierungslücke verringert werden. Ein funktionierender PE/VC-Markt ist entscheidend für Innovations- und Wachstumsfinanzierungen und gleichzeitig eine der wichtigsten Quellen für Börseneinführungen.

*Lerner*<sup>1</sup> definiert Private Equity Organisationen, die das eigentliche PE/VC-Kapital verwalten, als Gesellschaften, die sich auf venture capital, leveraged buy out's, Mezzaninfinanzierungen, start up Finanzierungen und andere Investitionen spezialisiert haben. Typischerweise werden venture capital und leveraged buy out's als Kernaspekte von private equity Aktivitäten und private equity und venture capital Unternehmen regelmäßig als «Finanzsponsoren» angesehen. Diese Finanzierungsformen erfolgen in der breiten Masse bei nicht börsennotierten Unternehmen. Diese Organisationen stellen Beteiligungskapital zur Verfügung, das in Unternehmen investiert wird, um dort Entwicklungen zu bewirken, zB Wachstum und Markterfolg, Neuorientierung, Umstrukturierung oder Förderung und Vermarktung von Innovationen<sup>2</sup>.

Aus der Praxis heraus zeigt sich, dass der Ausdruck «venture capital» üblicherweise mit der Finanzierung von jungen, frisch gegründeten Unternehmen, sogenannten «start up's», wie auch mit der Wachstumsfinanzierung für Unternehmen, die noch in der Anfangsphase ihrer Unternehmensentwicklung stehen, verbunden wird. Für den Begriff «venture capital» gibt es bei der Übersetzung ins Deutsche eine Vielzahl von Synonymen: Risikokapital, Wag-

---

1 *Josh Lerner/Felda Hardyman/Ann Leamon*, Venture Capital and Private Equity – A Casebook<sup>3</sup> (2005) 1.

2 *Günter Leopold/Holger Frommann/Thomas Kühr*, Private Equity – Venture Capital<sup>2</sup> (2003) 3.

niskapital, Wachstumskapital oder Beteiligungskapital. *Gompers/Lerner*<sup>3</sup> definieren den Sukkus von venture capital als «*unabhängiges, professionell verwaltetes und zweckgewidmetes Kapital, das für den Einsatz als Eigenkapital oder damit verbundenen Investitionen von Wachstumsunternehmen, die nicht an einer Börse notieren, bereit gehalten wird.*» Die Bedeutung von «private equity» erschließt sich oftmals in der Finanzierung von etablierten Unternehmen, meist in Form von leveraged buy out's. Da venture capital somit mit viel mehr Risiko behaftet ist, werden oftmals Minderheitsbeteiligungen angestrebt. Im Gegensatz dazu ist der Hauptbeweggrund für eine private equity Finanzierung ein Beteiligungsausmaß von mindestens 40 %, da hier ein großes Mitsprache- und Mitwirkungsrecht angestrebt wird<sup>4</sup>.

*Fenn, Liang* und *Prowse*<sup>5</sup> verbinden die Definition von private equity mit der Kernaktivität eines typischen Finanzsponsors, der einen möglichst großen Unternehmensanteil erwerben und eine aktive Rolle bei der Kontrolle und Beratung des Unternehmens spielen möchte.

Der Terminus «private equity Markt» in einem weiteren Sinn umfasst aber auch Bereiche wie den des «angel capital». Dabei handelt es sich um Investitionen in kleine, im Eigentum von nur wenigen Gesellschaftern gehaltene Unternehmen. Jene business angels sind jedoch vermögend und haben Erfahrung in der Unternehmensführung in derselben Branche. «Angel capitalists» können einen lang andauernden Gesellschafterstatus verfolgen und aktiv bei der Unternehmensführung Teil haben, sie sind aber typischerweise nicht so engagiert wie professionelle Manager. Im Unterschied zur Investitionsform der Finanzintermediäre als zwischengeschaltene Institutionen (welche Form die weitaus größere Bedeutung hat) investieren angel capitalists direkt in ein Zielunternehmen. Solche angel investments<sup>6</sup> werden etwa gern von Anwälten oder Wirtschaftstreuhändern angeregt, also Personen, die eher zufällig von solchen Möglichkeiten erfahren und derartige Deals nicht hauptberuflich erwirken<sup>7</sup>.

Im Gegensatz dazu handelt es sich bei fund-of-funds um Beteiligungsgesellschaften, die Kapital von (zumeist) institutionellen Investoren akquirieren und in andere Beteiligungsgesellschaften investieren. Sie sind somit Intermediäre zwischen Investoren und Beteiligungsgesellschaften, ähnlich wie Dachfonds im Investmentfondsbereich. Sie sind nicht auf die Unternehmensanalyse, sondern auf die Fondsanalyse spezialisiert. Der Vorteil dieses Konzeptes

---

3 *Paul A. Gompers/Josh Lerner*, The Venture Capital Revolution, Journal of Economic Perspectives Vol. 15, No. 2, 145 (145 ff).

4 *Christian Diller*, Private Equity: Rendite, Risiko und Markteinflussfaktoren (2007) 13.

5 *George W. Fenn/Nellie Liang/Stephen Prowse*, The Private Equity Market: An Overview (1997), 2.

6 Vgl dazu etwa die Homepage des *Angel Investment Club Oberösterreich* (<http://www.aico.cc/>), welcher wiederum Mitglieder der europaweiten Organisation *European Business Angel Network* (<http://www.eban.org/>) ist.

7 *Fenn/Liang/Prowse*, Overview, 2 f.

für die Investoren liegt in der Möglichkeit, sich über mehrere Fonds mit einem relativ geringen Kapitalanteil zu diversifizieren<sup>8</sup>.

Das Funktionieren und die Prinzipien von private equity und venture capital sind im Allgemeinen dieselben oder zumindest sehr ähnlich. Die Literatur zu diesen Themen verwendet beide Ausdrücke gleichbedeutend. Die «European Private Equity & Venture Capital Association» (EVCA) definiert venture capital als eine Unterform von private equity:

*«Private equity provides equity capital to enterprises not quoted on a stock market. Private equity can be used to develop new products and technologies, to expand working capital, to make acquisitions, or to strengthen a company's balance sheet. It can also resolve ownership and management issues – a succession in family-owned companies, or the buyout or buy in of a business by experienced managers may be achieved using private equity.»*

*Venture capital is, strictly speaking, a subset of private equity and refers to equity investments made for the launch, early development, or expansion of a business. Among different countries, there are variations in what is meant by venture capital and private equity. In Europe, these terms are generally used interchangeably and venture capital thus includes management buyouts and buy ins (MBO's/MBI's). This is in contrast to the US, where MBO's/MBI's are not classified as venture capital.»*

Private equity entwickelte sich ursprünglich als eine Möglichkeit, junge, aufstrebende Unternehmen zu finanzieren, die einen Bedarf an nachhaltigem Eigenkapital haben um Wachstum aufbauen zu können, denen es jedoch an entsprechenden Ressourcen fehlt. Oftmalig ist ein hoher Grad an immateriellen Vermögenswerten vorhanden, jedoch verfügen diese Unternehmen nur über begrenzte materielle Vermögensgegenstände und ihnen steht eine Verlustperiode – gepaart mit einer unsicheren Perspektive – bevor. Aus diesen Gründen ist eine Kreditfinanzierung des Fortbestandes nur bedingt möglich. Ganz ähnlich verhält es sich mit Unternehmen, die sich in Krisensituationen befinden und sich einer Restrukturierung unterziehen müssen. In solchen Hochrisikosituationen kann eine private equity Organisation eine Finanzierung anbieten, die dementsprechend hohe Profite erwartet. Letztere erteilen solcherart Unterstützung regelmäßig erst nach einer grundlegenden due diligence an der konkreten Zielgesellschaft, die sich mit Fragen der Branche, des Businessplans, der rechtlichen Situation und (vor allem bei Investitionen in Technologie- und Industrieunternehmen) des Umweltschutzes befasst. Zusätzlich werden weitreichende Leitungs- und Kontrollrechte am Investment ausbedungen<sup>9</sup>.

8 Michael Peneder/Robert Wieser, Der österreichische Markt für Private Equity und Venture Capital (2002) 39.

9 Laura Bottazzi/Marco Da Rin, Venture Capital in Europe and the financing of innovative companies, Economic Policy, April 2002, CEPR, CES, MSH, vol. 17(34), 229 (231 f).



Normalerweise investieren private equity Investoren im Rahmen ihrer Organisation nicht allein ihr eigenes Vermögen, sondern versuchen den Großteil ihrer liquiden Mittel von institutionellen Anlegern oder high net worth individuals zu erhalten. Insbesondere große institutionelle Investoren wie Pensionsfonds haben oftmals weder die Erfahrung, noch das dazu nötige Personal, um solche investments selbst durchführen zu können und lagern daher diese Dienstleistung (samt der dafür nötigen Kapitalausstattung) an private equity Fonds aus<sup>10</sup>.

Aufgrund der aufgezeigten starken Überschneidung der beiden Begriffe private equity und venture capital sollen sie auch im weiteren Verlauf dieser Arbeit als Synonyme verstanden und verwendet werden<sup>11</sup>, eine detailliertere Differenzierung soll auch bei der Unterscheidung von Mehrheits- bzw Minderheitsbeteiligungen an Zielgesellschaften (wie sie oben als Unterscheidungskriterien angeführt worden sind) nicht erfolgen.

Aus den dargestellten Wesensmerkmalen ergibt sich die Abgrenzung von private equity hauptsächlich gegenüber den folgenden drei alternativen Finanzierungs- bzw Beteiligungsformen<sup>12</sup>:

- *Finanzierungen auf reiner Fremdkapitalbasis*: Private equity ist definitionsgemäß die Bereitstellung von Eigenkapital und daher zunächst von der Finanzierung auf reiner Fremdkapitalbasis durch gesicherte (secured debt) oder ungesicherte (senior debt) Kredite abzugrenzen. PE-Finanzierungen lassen sich dennoch sehr gut durch Fremdkapitalfinanzierungen ergänzen: Die parallele Aufnahme bzw Bereitstellung von Fremdkapital wird vom PE-Investor vielfach bewusst als Instrument eingesetzt, um von der sog. Hebelwirkung<sup>13</sup> (leverage-Effekt) profitieren zu können. Diese Kombination kann sowohl auf Ebene des PE-Investors zum Zweck des Beteiligungserwerbs als auch auf Ebene der Zielgesellschaft zur Unternehmensfinanzierung erfolgen.
- *Mezzanine Finanzierungen*: Dies ist ein Sammelbegriff für jene Finanzierungsinstrumente, die weder dem (ungesicherten) Fremdkapital (senior debt) noch dem Eigenkapital zugeordnet werden können. Vgl dazu weiter unter Punkt 2.3.

---

10 Lerner/Hardymon/Leamon, Casebook<sup>3</sup>, 1 f.

11 Helmut Pernsteiner in Kofler/Polster-Grüll (Hrsg) Private Equity & Venture Capital (2003) 73 f.

12 Martin Weber in Rolf H. Weber (Hrsg), Neuere Entwicklungen im Kapitalmarktrecht (2000) 28 ff mwN.

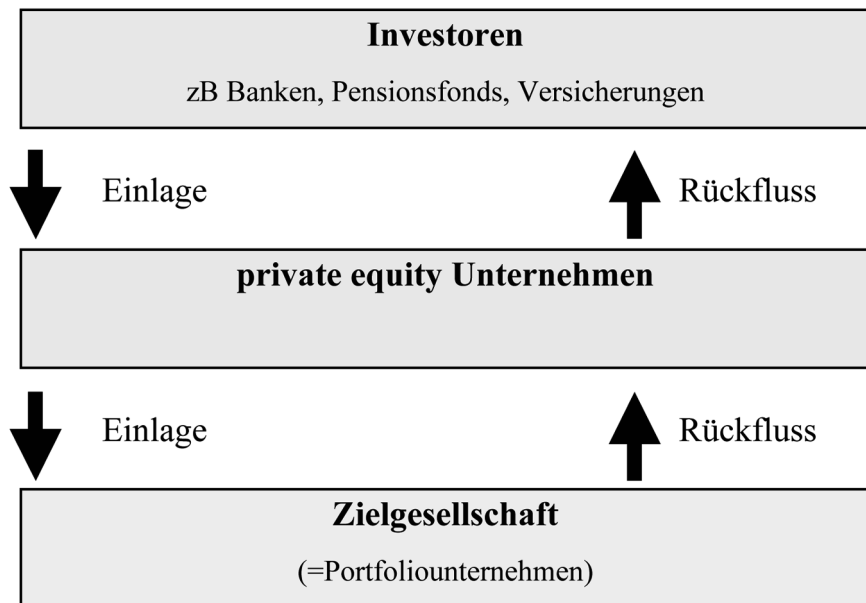
13 Darunter versteht man die Steigerung der Eigenkapitalrentabilität durch die Aufnahme von niedrigverzinslichem Fremdkapital, was so lange möglich ist, wie die Fremdkapitalzinsen niedriger sind als die durchschnittliche Verzinsung des gesamten eingesetzten Kapitals (vgl dazu unter Punkt IV.C).

- *Beteiligungserwerb durch einen strategischen Investor*: Der PE-Investor hat einen zeitlich befristeten Anlagehorizont, getrieben von dem Primat der Realisierung von Wertsteigerungen beim Exit. Der strategische Investor allerdings sucht den Ausbau der eigenen Geschäftstätigkeit und die Nutzung von Synergieeffekten im operativen Geschäft.

## 2. Marktstruktur

Der private equity Markt besteht (neben weiteren Dienstleistern) aus drei Hauptkategorien von Marktteilnehmern, nämlich den Zielgesellschaften, in die Kapital investiert wird, den Finanzintermediären (ds private equity Firmen), welche das von den Investoren bereit zu stellende Geld poolen, verwalten und dem Auftrag gemäß investieren und schließlich den Investoren selbst, welche ihr Geld den private equity Firmen zur Verfügung stellen (letztere werden aufgrund ihrer lediglich indirekten Teilnahme nur der Vollständigkeit halber genannt)<sup>14</sup>.

Das Funktionsprinzip von private equity lässt sich also folgendermaßen darstellen:



**Abb. 1:** Struktur private equity Markt

<sup>14</sup> George W. Fenn/Nellie Liang/Stephen D. Prowse, The Economics of the Private Equity Market, Economic Revue Federal Reserve Bank of Dallas, 3<sup>rd</sup> Quarter 1998, 21 (23 f).

Es unterscheiden sich somit zwei Möglichkeiten: Die direkte oder die indirekte Investition. Bei der direkten Anlage in ein Unternehmen bringt der Investor das Kapital direkt in das Unternehmen ein, ohne einen Intermediär zwischenzuschalten. Diese Art der Finanzierung ist häufig bei sehr jungen Unternehmen in der Form des *business angel's* anzutreffen. Bei der indirekten Anlage in PE wird zwischen dem Investor und dem zu finanzierenden Unternehmen ein Finanzintermediär geschaltet. Der Finanzintermediär übernimmt hier beispielsweise die Finanzierungs-, die Bewertungs- und Selektionsfunktion, die Transaktionsdurchführung oder etwa die Betreuungsfunktion und schließlich die Exitfunktion. Da der PE-Fonds von mehreren Investoren Geld erhält und dieses in mehrere Portfoliounternehmen investiert, verringert sich das Risiko des dahinter stehenden Investors. Allerdings erhält der Fonds für seine Mühewaltung eine prozentuale Beteiligung am Gewinn, einen sog. *carried interest*<sup>15</sup>.

### a) Finanzintermediäre

Private equity Firmen stellen an sich die eigentlichen private equity Akteure dar. Diese sind es nämlich, die im Auftrag von Investoren Ausschau nach lukrativen Kapitalinvestitionen halten und konkret nach Zielgesellschaften suchen. Die Zahl der sich auf diesem Feld etablierenden Unternehmungen wächst rapid und führen die beiden prominentesten private equity Organisationen «National Venture Capital Association» (NVCA) in den USA und «European Private Equity and Venture Capital Association» (EVCA) jeweils Listen ihrer Mitglieder. In Österreich erfolgt dies durch die «Austrian Venture Capital Association» (AVCO).

Für die PE/VC-Finanzierung durch voll haftendes Eigenkapital<sup>16</sup> in Form der indirekten Beteiligung lassen sich projekt- und fondsorientierte Ansätze unterscheiden. Bei den *projektorientierten Ansätzen* werden die Beteiligungsgesellschaften für einzelne Zielgesellschaften gebildet. Die Unternehmen, an denen Beteiligungen erworben werden sollen, stehen dabei in der Regel von vornherein fest und werden für die Finanzintermediäre Gesellschaftsformen gewählt, die eine Weiterleitung von Anfangsverlusten an die Investoren erlauben. Aufgrund dieser Umstände ist bei projektorientierten Ansätzen keine Risikodiversifizierung durch die zwischen geschaltene Institution möglich. Bei *fondsorientierten Ansätzen* wird versucht, das (anfängliche) Ausfallrisiko durch Diversifizierung auf der Ebene des Finanzintermediärs zu verringern. Anders als bei projektorientierten Ansätzen sind hier im Zeitpunkt der Kapitalaquis die möglichen Zielgesellschaften, an denen eine Beteiligung erworben

---

15 Christoph Kaserer/Christian Diller, Investitionen in Private Equity – Grundlagen, Ertragsprofile und Erfolgsfaktoren (2007) 40 f.

16 Das Eigenkapital trägt Konkurs-, Liquiditäts- und Konjunkturrisiken und steht als Haftungsgrundlage zur Verfügung (vgl. Peneder/Wieser, Private Equity, 1).

werden soll, noch unbekannt und man spricht daher in diesem Extremfall von einem «blind pool». Man bedient sich gesellschaftsrechtlicher Strukturen, die ein möglichst flexibles poolen von Geldmitteln zulassen, welche von den Organen der Gesellschaft verwaltet werden. Diese Gelder werden in der Folge in Portfoliounternehmen investiert und die Erträge aus den Beteiligungen in Form von Ausschüttungen wieder an die Investoren zurückgeleitet. Venture capital Fonds verfolgen als institutionelle Investoren ausschließlich das Ziel der Renditemaximierung und unterscheiden sich in diesem Punkt wesentlich von informellen Kapitalgebern (zB Banken). Als Rentabilitätsziel steht weniger die Erzielung laufender Dividenden bzw Zinsen im Vordergrund, sondern die Investition ist viel mehr auf die Erzielung von Kapitalgewinnen bei der Veräußerung erfolgreicher Beteiligungen ausgerichtet<sup>17</sup>.

Parallel zur Finanzierungsfunktion nehmen die Gesellschaften der Finanzintermediäre zur Sicherung und Steigerung des Wertes ihrer Beteiligung und zur Risikominimierung durchweg auch beratende Managementfunktionen wahr. Dies kann in Form von inhaltlicher Beratung bei Fachfragen, prozessualer Unterstützung oder auch laufend durch Einbindung gesellschaftlicher Gremien als auch durch Übernahme operativer Funktionen erfolgen. Die Möglichkeit einer derart aktiven Mitwirkung an der Zielgesellschaft hängt dabei direkt von der Größe und der Professionalität des Finanzintermediärs bzw der dahinterstehenden Investoren ab<sup>18</sup>.

### Charakteristika PE/VC Finanzierung

- 1.) *Eigenkapitalfinanzierung* durch Einsatz von voll haftendem Eigenkapital
- 2.) *Minderheits-/Mehrheitsbeteiligung* an Zielgesellschaft abhängig von Intention des Finanzintermediärs
- 3.) *Zeitlich begrenztes Engagement* mit Focus auf Kapitalgewinne für den Finanzintermediär
- 4.) *Kontroll- und Mitspracherechte* über den kapitalmäßigen Anteil hinaus
- 5.) *Managementfunktion* des Finanzintermediärs bei der Zielgesellschaft

**Abb. 2:** Funktionsprinzip private equity/venture capital Finanzierung

<sup>17</sup> Michael Schefczyk, Finanzieren mit Venture Capital und Private Equity<sup>2</sup> (2006) 12 f., 18.

<sup>18</sup> Schefczyk, Finanzieren<sup>2</sup>, 10.

## b) Zielgesellschaften

Zielgesellschaften (oder auch: Portfoliounternehmen) haben verschiedenste Charakteristiken. Diese variieren signifikant, wenn es um die Größe und den unternehmerischen Entwicklungsgrad geht. Damit einher gehen auch die Bedürfnisse nach weitergehender Kapitalausstattung. Eines haben diese Unternehmen allerdings gemein: Es handelt sich dabei um Firmen, welchen es aufgrund weiterer Umstände nicht möglich ist, sich auf Grundlage des Börsenmarktes oder der Kreditvergabe einer weiteren Finanzierung des Businessplanes zu bedienen. Somit vorrangig (noch) nicht an einer Börse kotieren. Private equity stellt dabei im Vergleich zwar die weitaus teuerste Finanzierungsmöglichkeit dar, ist aber auch oftmals die einzige Option für Zielgesellschaften. Diese «Ausweglosigkeit» resultiert meist aus einer unsicheren Unternehmensprognose und dem damit einher gehenden hohen Risiko, was eine klassische Kreditfinanzierung unmöglich machen kann<sup>19</sup>.

Zielgesellschaften werden regelmäßig in unternehmerische Reifegrade eingeteilt: In start up und early stage Unternehmen, welche Startkapital benötigen (es handelt sich dabei mehr um klassische KMU's, als um kleine und mittelgroße Unternehmen), über bereits bestehende Firmen, welche größenmäßig expandieren möchten, bis hin zu reifen, länger bewährten Unternehmensstrukturen, die umstrukturieren müssen oder einen Eigentümerwechsel anstreben<sup>20</sup>.

Das Finanzierungsinteresse der Zielgesellschaften wird von wesentlichen Eckpunkten getragen, welche mit den Kapitalgebern in Einklang zu bringen sind. Die Kapitalnehmer streben etwa (sofern es der vorliegende Kapitalbedarf zulässt) in aller Regel *Minderheitsbeteiligungen* an. Grund dafür ist eine inhärente Furcht vor dem Verlust der Selbständigkeit bzw Unabhängigkeit. Kapitalnehmer sind weiters überwiegend an einer *unbefristeten Überlassung des Beteiligungskapitals* interessiert und versuchen die Möglichkeit der *Gewinnthesaurierung* zu fixieren<sup>21</sup>.

## 3. Private Equity in Österreich

Der österreichische Markt für PE/VC hat sich aufgrund der dominierenden Fremdfinanzierung erst sehr spät entwickelt und weist trotz des in den vergangenen Jahren erzielten Wachstums im europäischen und internationalen Vergleich erhebliches Aufholpotenzial auf. Grund dafür ist vor allem das mitteleu-

---

19 Weber in Weber (Hrsg), Kapitalmarktrecht, 23 ff; Lerner/Hardymon/Leamon, Casebook<sup>3</sup>, 2 f.

20 Stefan Duffner, Principal-Agent Problems in Venture Capital Finance, WWZ/Department of Finance University of Basel, Working Paper No. 11/03 (2003) 3 ff.

21 Schefczyk, Finanzieren<sup>2</sup>, 22.

ropäische Bankensystem der Universalbanken, das sämtliche Geschäftsbereiche abzudecken versucht. Hingegen haben sich anglo-amerikanische Banken auf bestimmte Bereiche beschränkt und daher war die Zufuhr von Fremdmitteln ein weit kleinerer Geschäftsbereich, als das Organisieren von Eigenmitteln in Form von private equity. Dennoch ist die Bedeutung von vorbörslichem Eigenkapital iSv private equity und venture capital in Österreich aufgrund der dominierenden Unternehmensstruktur (Familienbetriebe) und Unternehmensgröße (KMU) hoch<sup>22</sup>. Diese Gruppe von Unternehmen leidet besonders unter dem stark kreditbasierten österreichischen Finanzmarkt und der notwendigen Bereitstellung von Sicherungen bzw dem Vorweis einer ausreichenden Eigenmittelausstattung<sup>23</sup>.

Bereits seit Ende der achtziger Jahre gibt es in Österreich Initiativen zur Förderung von Risikokapital, insbesondere für technologieintensive Unternehmen, die sich von organisatorischen Maßnahmen im Bereich der Beteiligungsgesellschaften und der Börsen bis hin zu finanziellen Anreizmechanismen durch spezielle Garantie- und Förderinstrumente erstrecken. Eine zentrale organisatorische Maßnahme zur Stimulierung des österreichischen Risikokapitalmarktes war die Schaffung der Mittelstandsfinanzierungsgesellschaft-Alt (MiFiG) im Wege der Steuerreform 1994 mit dem Ziel, durch steuerliche Anreize Eigenkapitalinvestitionen in die österreichische Wirtschaft zu fördern. Sie stellte auch über lange Zeit hinweg die am häufigsten anzutreffende privatrechtliche Organisationsform für PE-Gesellschaften in Österreich dar, sie durfte jedoch aus gemeinschaftsrechtlichen Motiven seit Ende 2007 nicht mehr in der etablierten Form gegründet werden<sup>24</sup>.

## B. Exit

Unter «Exit» ist in diesem Zusammenhang der planmäßige Ausstieg eines Investors aus seinem Investment zu verstehen. Der Ausdruck «Exit» wird in der Fachliteratur wie auch unter Fachleuten als Synonym für den planmäßigen Abschluss eines Investments verwendet, somit für die Veräußerung der Unternehmensanteile der Zielgesellschaft. Durch die Desinvestition fließt Kapital

22 *Gerald Posautz/Martin Six*, MiFiG-Gesetz 2007: Die geplanten Änderungen, taxlex 2008, 17 (17).

23 Vgl AVCO, Bessere Rahmenbedingungen für Beteiligungskapital in Österreich, White Paper (2002) [http://www.avco.at/upload/medialibrary/16835\\_0\\_AVCO%20White%20Paper.pdf](http://www.avco.at/upload/medialibrary/16835_0_AVCO%20White%20Paper.pdf).

24 *Peneder/Wieser*, Private Equity, 3 f; zum einen erschien es aus Sicht des Diskriminierungsverbotes bedenklich, dass die Investitionen vorrangig in österreichische KMU zu erfolgen hatten, zum anderen war die Regelung unter beihilfenrechtlichen Gesichtspunkten bedenklich; vgl dazu unter Punkt III.A.4.

aus dem Investment zuerst an den Finanzintermediär und in weiterer Folge an den Investor zurück.

Die Investitionen sind rein renditenorientiert. Ziel der Investoren ist es daher, mit dem eingesetzten Risikokapital die größtmögliche Wertsteigerung bei der Zielgesellschaft zu erzielen. Für das Gros von Investoren sind daher laufende Erträge (die natürlich einen Teil des abschließend zu betrachtenden Erlöses ausmachen) etwa in Form von Dividendenausschüttungen absolut zweitrangig und der Focus liegt auf dem «added value» des investments<sup>25</sup>.

Es bildet den Abschluss des Beteiligungsverhältnisses und werden erst in der Exit-Phase die für den Erfolg des Investments meist ausschließlich maßgeblichen Wertsteigerungen realisiert<sup>26</sup>. Diese Phase zählt daher zu den wichtigsten im Rahmen eines Beteiligungsprozesses und entscheidet sich hier endgültig, ob sich eine Beteiligung als lohnenswert erwiesen hat oder nicht<sup>27</sup>. Aus diesem Grunde bedarf der Exit einer sorgfältigen Planung und umfassenden Vorbereitung. Ebenso muss aber auch der private equity Markt die Durchführung des für das jeweilige Investment effektivsten Divestmentprozess zulassen<sup>28</sup>.

Ziel dieser Arbeit ist es nicht nur, den Ausstieg des Finanzintermediärs aus der Zielgesellschaft zu beleuchten, sondern in einem weiteren, nicht minder wichtigen Schritt auch zu erörtern, welche Gesellschaftsformen von Finanzintermediären am geeignetsten erscheinen, um den Geldfluss des capital gain<sup>29</sup> einerseits am steuerschonendsten, als auch auf der anderen Seite am kostenschonendsten an den Investor rückführen zu können. Damit sei gemeint, dass auf Ebene der PE-Organisationen nur steuertransparente und steueroptimale Gesellschaftsformen mit geringem Verwaltungsaufwand (neben einem abzuführenden carried interest<sup>30</sup>) auch die geringsten Kosten produzieren. Inter-

---

25 Leopold/Frommann/Kühr, Private Equity<sup>2</sup>, 38.

26 Christina Khinast-Sittenthaler in Kofler/Polster-Grüll (Hrsg) Private Equity, 270.

27 Gerhard Eberle, Business Inkubation und erfolgreiche Exit-Strategien (2004) 10.

28 Peneder/Wieser, Private Equity, 16.

29 Dabei handelt es sich um die Wertsteigerung der Anteile. In der Regel ist darunter der Gesamttransaktionsgewinn nach Abzug von allfälligen Steuern bei der Zielgesellschaft jedoch vor Steuern beim Finanzintermediär zu verstehen. Als Gesamttransaktionsgewinn gilt hierbei der aus der Beteiligung erzielte Gesamtgewinn, d.h. der Exitlös abzüglich des eingesetzten Eigenkapitals (ohne stille Beteiligung) zuzüglich aller während der Laufzeit der Beteiligung tatsächlich zugeflossenen Geldwerte, wie insbesondere Dividenden, Liquidationserlöse, etc. Nicht hinzuzuzählen sind jedoch die Zinsen und variablen Erfolgskomponenten aus einer etwaigen Stillen Beteiligung der Finanzintermediäre und allfälligen sonstigen fremdkapitalähnlichen Finanzierungen der Gesellschafter. Ebenfalls nicht hinzuzuzählen sind Gehälter von Gesellschaftern aus der Zielgesellschaft einschließlich variabler Bestandteile. Der jeweilige IRR wird in diesem Rahmen unter Zugrundelegung des jeweiligen Eigenkapitaleinsatzes berechnet.

30 Bezeichnung für die Gewinnbeteiligung der Managementgesellschaft bzw deren Manager (beides sei in diesem Zusammenhang mit dem Finanzintermediär gleich zu setzen)

national stehen dafür unterschiedliche Lösungen zur Verfügung, welche einer individuellen Würdigung zugeführt werden müssen.

In einem weiteren Schritt soll dann die aus betriebswirtschaftlichen Gründen für die jeweilige Desinvestition als optimalste Lösung herausgearbeitete Exit-Strategie dargestellt und die dabei denkbaren vertraglichen Gestaltungsmöglichkeiten beleuchtet werden.

---

am Erfolg der gewinnbringend investierten finanziellen Mittel aus dem Fonds des Finanzintermediärs.



## II. Rechtsformen von Zielgesellschaften

---

Im Folgenden sollen die Formen von Zielgesellschaften charakterisiert werden, in die investiert werden kann. Es wird dabei der gängigen Einteilung der Gesellschaftsformen von Personengesellschaften und Kapitalgesellschaften gefolgt. Entscheidendes Kriterium für diese Unterscheidung ist, ob nach der gesetzlichen Regelung primär der persönliche Einsatz der Gesellschafter oder die Bereitstellung von Kapitalmitteln im Vordergrund steht. Nachstehende Darstellungen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und es sollen jene Punkte besprochen werden, die für den PE-Investor von vorrangiger Bedeutung sind.

### A. Gesellschaftsformen in Österreich

Zu den hier zu behandelnden Personengesellschaften zählen die Gesellschaft bürgerlichen Rechts<sup>31</sup> (GesbR), die offene Gesellschaft (OG), die Kommanditgesellschaft (KG) und die stille Gesellschaft (stGes). Zentrales Merkmal dieser Gesellschaftsformen ist eine relativ starke Einbindung des einzelnen Gesellschafters sowohl in den Prozess der internen Willensbildung als auch der Vertretung der Gesellschaft<sup>32</sup>.

Bei Kapitalgesellschaften, also der Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) und der Aktiengesellschaft (AG) bestehen im Vergleich zu den Per-

---

31 Diese Gesellschaftsform wird aufgrund ihres verschwindend geringen Stellenwertes bei PE-Finanzierungen im Rahmen dieser Arbeit nicht behandelt. Ebenso wird die Genossenschaft aufgrund des Verbotes der primären Ausrichtung auf Gewinnerzielung gem § 1 Abs 2 GenG keiner näheren Untersuchung zugeführt, wie auch der Verein, der gem § 1 VerG nur einen ideellen Zweck verfolgen darf. Auch der Privatstiftung ist es nach § 1 Abs 2 PSG untersagt, gewerbsmäßige Tätigkeiten über eine bloße Nebentätigkeit hinaus auszuüben, daher wird diese im Folgenden nicht näher beleuchtet (gem § 1 Abs 2 GewO ist eine Tätigkeit gewerbsmäßig, *«wenn sie selbständig, regelmäßig und in der Absicht betrieben wird, einen Ertrag oder sonstigen wirtschaftlichen Vorteil zu erzielen, gleichgültig für welche Zwecke dieser bestimmt ist»*).

32 Kastner/Doralt/Nowotny, Grundriss des österreichischen Gesellschaftsrechts<sup>5</sup> (1990) 35.

sonengesellschaften keine derart starken Bindungen des einzelnen Gesellschafters an die Gesellschaft<sup>33</sup>.

## 1. Offene Gesellschaft

Die Form der offenen Gesellschaft ist in §§ 105 bis 160 UGB geregelt. Nach ihrem Leitbild sind alle Gesellschafter gleichberechtigt und gleichermaßen aktiv an der Führung der Geschäfte beteiligt. Zugleich haftet jeder Gesellschafter persönlich und unbeschränkt für sämtliche Verbindlichkeiten der Gesellschaft<sup>34</sup>. Hinter der Gründung einer OG<sup>35</sup> steht die grundsätzliche Motivation der Erweiterung der Eigenkapitalbasis durch die Zusammenlegung der Kapitaleinlage mehrerer Personen<sup>36</sup>. Aufgrund dieses vergrößerten Haftungspools wird einerseits eine höhere Kreditwürdigkeit des Unternehmens geschaffen, andererseits steigt aber auch das vom einzelnen Gesellschafter aufgrund der unbeschränkbaren Haftung übernommene Risiko.

Das eben geschilderte Leitbild der OG ändert freilich nichts daran, dass auch die gesetzlichen Vorgaben für die OG – wie generell im Recht der Personengesellschaften – nicht zwingend sind. Eine abweichende Vereinbarung der Gesellschafter im Gesellschaftsvertrag genießt Vorrang. Das Recht ist also insofern dispositiv<sup>37</sup>. Der dispositive Charakter des Rechts der Personengesellschaften findet aber dort seine Grenze, wo die Gesellschaft in ihrer Außensphäre mit Dritten in rechtsgeschäftlichen Kontakt tritt, also insbesondere in den Bereichen Vertretung und Haftung<sup>38</sup>.

Wie bei allen Personengesellschaften bedarf es zur Gründung einer OG eines formfreien Gesellschaftsvertrages mindestens zweier Gesellschafter<sup>39</sup>. Gesellschafter einer OG können natürliche Personen, juristische Personen (zB GmbH, AG), Personengesellschaften (zB OG, KG), nicht jedoch etwa eine Privatstiftung, eine GesbR oder eine stille Gesellschaft sein<sup>40</sup>.

---

33 Kastner/Doralt/Nowotny, Grundriss<sup>5</sup>, 36.

34 Vgl §§ 105, 128 UGB.

35 Vor dem 1.1.2007 entstandene Offene Handelsgesellschaften (OHG) und Offene Erwerbsgesellschaften (OEG) gelten gemäß § 907 Abs 2 UGB ab 1.1.2007 als Offene Gesellschaft.

36 Vgl dazu etwa die Regelung in § 130 Abs 1 UGB über die Haftung eintretender Gesellschafter für Altverbindlichkeiten der Gesellschaft.

37 Vgl § 108 UGB: «Das Rechtsverhältnis der Gesellschafter untereinander richtet sich zunächst nach dem Gesellschaftsvertrage; die Vorschriften der «§§ 109 bis 122» finden nur insoweit Anwendung, als nicht durch den Gesellschaftsvertrag ein anderes bestimmt ist.»

38 Günter H. Roth/Hanns Fitz, Unternehmensrecht<sup>2</sup> (2006) Rz 299.

39 Ralf Geymayer/Nikola Tröthan, Die optimale Rechtsform (2006) 11.

40 Dieter Duursma/Henriette-Christine Duursma-Kepplinger/Marianne Roth, Handbuch zum Gesellschaftsrecht (2007) Rz 262 f.

Nach § 125 Abs 1 UGB ist jeder Gesellschafter einzelvertretungsbefugt, abweichende vertragliche Regelungen sind möglich. Dritte können nicht organ-schaftliche Vertreter sein, wohl aber kann ihnen durch Vertrag Vertretungs-macht etwa im Rahmen einer Prokuraerteilung eingeräumt werden.

Die OG ist rechtsfähig und daher Eigentümerin des Gesellschaftsvermö-gens<sup>41</sup>. Das Gesellschaftsvermögen besteht im Wesentlichen aus den Einlagen der Gesellschafter und den Ergebnissen der Geschäftstätigkeit<sup>42</sup>. Die Betei-ligung des Gesellschafters an der Gesellschaft bedeutet also nicht, dass das Ver-mögen der Gesellschaft dem Gesellschafter «gehört». Der einzelne Gesell-schafter kann daher nicht über seinen Anteil des Gesellschaftsvermögens frei verfügen. Die Trennung zwischen Gesellschaftsvermögen und Vermögen des Gesellschafters führt dazu, dass ein Gläubiger des Gesellschafters nicht auf das Gesellschaftsvermögen zugreifen kann und ebenso der Konkurs eines Ge-sellschafters das Gesellschaftsvermögen unberührt lässt<sup>43</sup>.

Zur Verwirklichung des Gesellschaftszwecks verpflichten sich die Gesell-schafter zur Leistung von Beiträgen. Beiträge im weiteren Sinn sind alle Lei-stungen, die zur Erreichung des Gesellschaftszwecks förderlich sind: Wie ein-gangs bereits erwähnt, kann allein schon der Beitritt eines Gesellschafters mit der damit verbundenen persönlichen Haftung zB die Kreditwürdigkeit erhöh-en oder auch mitgebrachte Geschäftsbeziehungen oder knowhow als Beitrag gewertet werden<sup>44</sup>. Unter Beiträgen im engeren Sinn werden dagegen Vermö-genswerte jeglicher Art verstanden, die von den Gesellschaftern geleistet wer-den und in das Gesellschaftsvermögen übergehen sollen. Das Gesetz verwen-det hiefür das Wort «Einlagen»<sup>45</sup>.

Leistet der Gesellschafter eine Einlage, so erhält er als Gegenleistung eine Beteiligung an der Gesellschaft<sup>46</sup>, den sogenannten «Kapitalanteil». Der Aus-druck findet im Gesetz zwar Verwendung, wird dort jedoch nicht definiert<sup>47</sup>. Nach hL ist der Kapitalanteil eine rechnerische Bezugsgröße, die den Wert der wirtschaftlichen Beteiligung eines Gesellschafters an der Gesellschaft im Verhältnis zu denjenigen der anderen Gesellschafter zum Ausdruck bringt<sup>48</sup>.

41 Vgl § 105 UGB.

42 *Geymayer/Tröthan*, Rechtsform, 13.

43 *Roth/Fitz*, Unternehmensrecht<sup>2</sup>, Rz 257, 260.

44 *Duursma/Duursma-Kepplinger/Roth*, Handbuch, Rz 353.

45 Vgl § 109 Abs 1 UGB; Gegenstand der Einlage können Bar- oder Sachleistungen sein (Bareinlage, Sacheinlage). Sacheinlagen sind nach Maßstab des § 202 UGB zu bewerten.

46 Daraus folgt, dass reine Arbeitsgesellschafter keinen Kapitalanteil besitzen, diese aber dennoch der OG angehören können. Eine ziffernmäßige Bewertung der Arbeitsleistung und gesellschafts-vertragliche Zuordnung eines Kapitalanteiles ist möglich (vgl *Duursma/Duursma-Kepplinger/Roth*, Handbuch, Rz 384 ff), jedoch gem § 121 Abs 1 UGB nicht zwingend.

47 Vgl § 109 Abs 1 UGB.

48 *Roth/Fitz*, Unternehmensrecht<sup>2</sup>, Rz 308.

Die Bedeutung des Kapitalanteils liegt etwa vor allem darin, dass er die Basis für die Zuweisung von Gewinnen und Verlusten und des Liquidationserlöses an die Gesellschafter bildet<sup>49</sup>.

Die Gewinn- und Verlustverteilung wird in § 121 UGB bestimmt. Die Gewinn- und Verlustverteilung betrifft allein das Verhältnis der Gesellschafter untereinander (Innenverhältnis). Die gesetzlichen Regeln sind daher wie bei allen Personengesellschaften wiederum dispositiv und abweichende Regelungen im Gesellschaftsvertrag haben Vorrang. In manchen Fällen zieht sich das Gesetz von vornherein darauf zurück, bloß eine «angemessene» Verteilung zu normieren<sup>50</sup>, was im Grunde eine dringende Aufforderung an die Gesellschafter ist, im Gesellschaftsvertrag eine konkrete Regelung zu treffen, weil bei Fehlen einer solchen Vereinbarung die Verteilung auf eine Ermessenentscheidung durch einen Richter hinausläuft. Eigene Regelungen durch die Gründer der Gesellschaft sind daher nahezu Standard<sup>51</sup>. Das Gesetz<sup>52</sup> sieht vor, dass der Gewinn oder der Verlust eines Geschäftsjahres den Gesellschaftern im Verhältnis ihrer Beteiligungen, welche sich, sofern nichts Anderes vereinbart, nach dem Verhältnis der vereinbarten Kapitalanteile bestimmen, zugewiesen wird.

Die Haftung der Gesellschafter gegenüber den Gesellschaftsgläubigern ist grundsätzlich<sup>53</sup>:

- Unmittelbar: jeder Gesellschaftsgläubiger kann seinen Anspruch direkt gegen den Gesellschafter geltend machen. Der Gesellschafter ist nicht nur der Gesellschaft gegenüber verpflichtet, für die Schulden der Gesellschaft zu haften, sondern auch direkt gegenüber dem Gesellschaftsgläubiger.
- Primär: Ohne vorher die Gesellschaft in Anspruch nehmen zu müssen.
- Unbeschränkt: Ohne betragliches Limit.
- Unbeschränkbar: Kann nicht durch Gesellschaftsvertrag oder sonstige Vereinbarung unter den Gesellschaftern zu Lasten der Gesellschaftsgläubiger eingeschränkt werden.
- Persönlich: Mit dem gesamten Privatvermögen des Gesellschafters.
- Solidarisch: Für die volle Höhe der Verbindlichkeit.

Die Haftung der Gesellschafter für Verbindlichkeiten der Gesellschaft betrifft das Außenverhältnis und die gesetzlichen Regelungen sind daher zwingend, abweichende Vereinbarungen eines Gesellschafters mit einem Gläubiger blei-

---

49 *Duursma/Duursma-Kepplinger/Roth*, Handbuch, Rz 350.

50 Vgl § 121 Abs 1 UGB.

51 *Roth/Fitz*, Unternehmensrecht<sup>2</sup>, Rz 313.

52 Vgl § 121 Abs 2 UGB; § 121 Abs 3 UGB: «*Enthält der Gesellschaftsvertrag eine von Abs 2 abweichende Bestimmung nur über den Anteil am Gewinn oder über den Anteil am Verlust, so gilt sie im Zweifel für Gewinn und Verlust.*»

53 *Kastner/Doralt/Nowotny*, Grundriss<sup>5</sup>, 113.

ben aber möglich<sup>54</sup>. Einer gesellschaftsvertraglichen Vereinbarung einer Haftung der Gesellschafter im Innenverhältnis steht nichts entgegen, dh die Haftung kann im Innenverhältnis für einzelne Gesellschafter durchaus mit einem Höchstbetrag beschränkt sein<sup>55</sup>.

Im Fall des Ausscheidens eines Gesellschafters aus einer OG haftet dieser im Rahmen des § 160 Abs 1 UGB im Außenverhältnis ohne betragsmäßige Beschränkung für bis dahin entstandene Verbindlichkeiten weiter. Die Norm beinhaltet eine Fristenregelung, nach der Ansprüche gegen den Ausgeschiedenen nur geltend gemacht werden können, sofern diese vor Ablauf von fünf Jahren nach dem Ausscheiden fällig sind. Ansprüche daraus verjähren nach drei Jahren. In Summe haftet der Ausgeschiedene im Außenverhältnis mithin acht Jahre lang<sup>56</sup>.

Grundsätzlich ist für den Bestand der OG das personale Element, dh die Zusammensetzung ihres Gesellschafterkreises, von wesentlicher Bedeutung. Gesellschafter können nicht nach freiem Ermessen durch andere ersetzt, Gesellschaftsanteile nicht beliebig übertragen werden. Den gesetzlichen Anordnungen des UGB zufolge hat der Wegfall eines Gesellschafters die Auflösung der Gesellschaft und damit die Abwicklung der Gesellschaft zur Konsequenz<sup>57</sup>. Dennoch kann ein für den PE-Bereich relevanter Gesellschafterwechsel auf folgende drei Sachverhalte gründen:

- (1) Ein neuer Gesellschafter tritt in die Gesellschaft ein, ohne dass ein anderer Gesellschafter ausscheidet;
- (2) Ein Gesellschafter tritt freiwillig/zwangsweise aus der Gesellschaft aus, ohne dass ein neuer Gesellschafter eintritt;
- (3) Ein Gesellschafter scheidet aus der Gesellschaft aus und ein neuer Gesellschafter tritt an dessen Stelle ein<sup>58</sup>.

Aus Sicht dieser Arbeit sind für den PE-Investor vor allem die Punkte (2) und (3) von Bedeutung, wobei Augenmerk auf die Stellung des aus der OG ausscheidenden Gesellschafters gelegt wird.

Um bei Variante (2) die Auflösung der Gesellschaft zu verhindern, bietet sich die Möglichkeit eines Fortsetzungsbeschlusses der Gesellschafter bzw

<sup>54</sup> *Heinz Krejci*, Gesellschaftsrecht I (2005) 285.

<sup>55</sup> *Duursma/Duursma-Kepplinger/Roth*, Handbuch, Rz 345.

<sup>56</sup> *Roth/Fitz*, Unternehmensrecht<sup>2</sup>, Rz 363; gesellschaftsintern hat der Ausscheidende gem § 137 Abs 3 UGB Anspruch auf Befreiung von den Gesellschaftsverbindlichkeiten.

<sup>57</sup> *Roth/Fitz*, Unternehmensrecht<sup>2</sup>, Rz 353; es können aber verschiedene Gründe zur Beendigung eines Gesellschaftsverhältnisses führen: Neben dem Ausscheiden eines Gesellschafters ist die Auflösung der Gesellschaft denkbar, wobei im Rahmen dieser Arbeit nicht auf die Auflösung eingegangen werden soll.

<sup>58</sup> Die verwandte Möglichkeit der Veränderung des Gesellschafterkreises aufgrund der Erbfolge ist für diese Arbeit nicht von Relevanz und es wird daher auch nicht darauf eingegangen.

Fortsetzungsklausel im Gesellschaftsvertrag an. Letzteres ist in der aktuellen Vertragspraxis auch schon längst Gang und Gäbe. Beides ermöglicht die Austrittskündigung und damit den Fortbestand der Gesellschaft<sup>59</sup>.

Hinsichtlich Variante (3) bietet § 124 Abs 1 UGB die Möglichkeit der Übertragung des Gesellschaftsanteils mit Zustimmung sämtlicher übriger Gesellschafter, soweit im Gesellschaftsvertrag nichts anderes bestimmt ist.

Der ausscheidende Gesellschafter hat einen schuldrechtlichen Anspruch auf Auszahlung des Auseinandersetzungsguthabens gem § 137 UGB. Dieser ist ein Geldanspruch in der Höhe, die dem anteiligen Wert des Gesellschaftsvermögens nach Abzug der Passiva entspricht. Der ausscheidende Gesellschafter soll also so gestellt werden, wie wenn die Gesellschaft aufgelöst worden wäre. Allerdings mit dem Unterschied, dass statt eines hypothetischen Liquidationserlöses der (meist höhere) Vermögenswert der lebenden Gesellschaft anzusetzen ist. Das gängigste Bewertungsverfahren hierfür ist das Ertragswertverfahren, bei dem auch ein etwaiger Mehrwert («good-will», «stille Reserven») bzw Minderwert (negative Zukunftsprognosen) berücksichtigt wird. Davon abweichende Bewertungsmethoden, die eventuell einfacher durchzuführen sind und auf schnell erzielbaren Kennzahlen basieren, sind zulässig, sofern es dadurch nicht zu einer Benachteiligung des Gesellschafters kommt oder ihn in der Freiheit einschränkt, sich zu einer Kündigung zu entschließen<sup>60</sup>.

Aus Sicht des PE-Investors sind sohin vor allem die Haftungsregelungen problematisch. Die Gläubiger sind weitgehend durch die (im Außenverhältnis) unbeschränkte Haftung der Gesellschafter geschützt. Die Haftung des Investors kann nicht auf seine Einlage beschränkt werden<sup>61</sup>. Dadurch würde der Investor auch sämtliche Verbindlichkeiten der Gesellschaft mit erwerben und insofern eine Schicksalsgemeinschaft mit den übrigen Gesellschaftern eingehen. Daher auch der relativ an der Masse der eingetragenen Gesellschaftsformen kleine Kreis von etwa 2.000 OG's in Österreich<sup>62</sup>. Weiters ist bei den Kapitaleinlagen einzelner Gesellschafter eine Vereinbarung zwischen den Gesellschaftern erforderlich, wie diese Kapitaleinlagen bei der Gewinnverteilung zu berücksichtigen sind. Auch die Aufnahme neuer Gesellschafter ist problema-

---

59 *Roth/Fitz*, Unternehmensrecht<sup>2</sup>, Rz 354f; § 141 Abs 1 UGB regelt den Fortsetzungsbeschluss; Die Fortsetzungsklausel war in § 138 HGB normiert und wurde aufgrund vom Gesetzgeber gesehener Selbstverständlichkeit im UGB keiner Regelung zugeführt.

60 *Roth/Fitz*, Unternehmensrecht<sup>2</sup>, Rz 359f; Bewertungen zu Buchwerten können im Extremfall unter die Sittenwidrigkeit des § 879 ABGB fallen. Bsp: Die Gesellschaft wurde vor Jahrzehnten gegründet und hat damals ein Grundstück erworben, das immer noch zu den historischen Anschaffungskosten in der Bilanz steht, aber heute einen Wert hat, der das Zifache des ursprünglichen Kaufpreises ausmacht.

61 Vgl § 128 UGB.

62 Stand 25.03.2009; *Matthias Oertle*, Das Gemeinschaftsunternehmen (Joint Venture) im schweizerischen Recht (1990) 36.

tisch, da diese im Allgemeinen eine unbeschränkte Haftung nur akzeptieren, wenn sie in der Geschäftsführung mitwirken. Dies setzt nicht nur eine entsprechende Qualifikation und Bereitschaft voraus, sondern auch ein gutes Einvernehmen mit den übrigen Gesellschaftern<sup>63</sup>. Daraus wird verständlich, warum die OG für einen PE-Investor ungeeignet erscheint.

Vor allem der Exit gestaltet sich in Hinblick auf die Haftungsthematik sehr schwierig, da beim Austritt aus dem Gesellschafterkreis sich zwangsläufig die Haftungsmasse verringert und insofern ein Wertverlust bzw eine Verminderung der Kreditwürdigkeit des Unternehmens eintritt. Vor allem aber in Hinblick auf §§ 105, 130 UGB<sup>64</sup> müsste der PE-Investor beim Exit versuchen, «ein Unternehmen mit unbeschränktem Risiko» zu veräußern. Es liegt daher auf der Hand, warum sich PE-Investoren in aller Regel nur in haftungsbegrenzenden Rechtsformen beteiligen, also zB nicht Gesellschaftsanteile an einer OG erwerben oder, wie sich im folgenden Kapitel zeigt, Komplementärstellung an einer KG eingehen. Das Risiko der Beteiligung muss auf die geleistete Kapitaleinlage bzw den Kaufpreis für den Anteilserwerb beschränkt bleiben, allenfalls um betraglich festgelegte Zusagen der Teilnahme an weiteren Finanzierungsrunden erhöht<sup>65</sup>.

## 2. Kommanditgesellschaft

Die KG<sup>66</sup> orientiert sich grundsätzlich an den Normen der offenen Gesellschaft<sup>67</sup> und wird in den §§ 161 bis 177 UGB näher geregelt. Sie unterscheidet sich von der offenen Gesellschaft in einem zentralen Punkt. Während die OG von dem Leitbild ausgeht, dass alle Gesellschafter gleichberechtigt sind und gleichermaßen aktiv an der Führung der Geschäfte teilnehmen, gibt es bei der KG zwei unterschiedliche Arten von Gesellschaftern. Jede KG muss in ihrem Gesellschafterkreis über mindestens einen Komplementär und einen Kommanditisten verfügen, denen verschiedene Rollen zufallen. Dieses Merkmal ist zwingend, anderenfalls es sich um eine OG handeln würde<sup>68</sup>.

63 Günter Franke/Herbert Hax, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt<sup>5</sup> (2004) 549.

64 Vgl § 105 UGB: «... bei keinem der Gesellschafter die Haftung gegenüber den Gesellschaftsgläubigern beschränkt ist ...».

65 Leopold/Frommann/Kühr, Private Equity<sup>2</sup>, 140.

66 Vor dem 1.1.2007 entstandene Kommanditerwerbsgesellschaften (KEG) gelten gemäß § 907 Abs 2 UGB ab 1.1.2007 als Kommanditgesellschaften.

67 § 161 Abs 2 UGB erklärt das Recht der OG subsidiär (also soweit im Zweiten Abschnitt des UGB nichts anderes normiert wird) für anwendbar. §§ 161 bis 177 UGB befassen sich nur mit der Sonderstellung des Kommanditisten.

68 Schörghofer in Kalss/Nowotny/Schauer (Hrsg), Österreichisches Gesellschaftsrecht (2008) Rn 2/701.

Die Rolle des Komplementärs ist deckungsgleich mit jener eines Gesellschafters in einer OG. Das heißt, er nimmt aktiv an der Geschäftsführung teil und haftet unbeschränkt für die Verbindlichkeiten der KG<sup>69</sup>. Der Kommanditist hingegen beschränkt sich auf die Rolle als Geldgeber, der für seine Vermögenseinlage einen Gewinnanteil erhält, er aber auch aufgrund des geringeren Risikos von Geschäftsführung und Vertretung<sup>70</sup> ausgeschlossen ist. Seine Haftung beschränkt sich auf den Betrag seiner Kommanditeinlage<sup>71</sup>. Damit ist auch der personalistische Charakter der Gesellschaft hinsichtlich der Kommanditisten abgeschwächt<sup>72</sup>. Bereits nach der historischen Vorstellung des Gesetzgebers soll die Funktion der Kommanditisten im Wesentlichen auf die Rolle eines Investors beschränkt sein<sup>73</sup>.

Hinsichtlich der Beiträge an die KG muss der Kommanditist zwischen *Haftsumme* und *Pflichteinlage* unterscheiden. Die Haftsumme<sup>74</sup> ist jener Betrag, der für die Haftung des Kommanditisten gegenüber den Gesellschaftsgläubigern maßgeblich ist. Dieser Betrag wird in das Firmenbuch eingetragen und der Kommanditist haftet den Gesellschaftsgläubigern unmittelbar, soweit er diese Summe nicht zur Gänze an die Gesellschaft geleistet hat. Eine Mindesthöhe für die Haftsumme schreibt das Gesetz nicht vor. Die Pflichteinlage<sup>75</sup> ist jene Leistung, zu der sich der Kommanditist der Gesellschaft gegenüber verpflichtet hat. Sie geht in das Gesellschaftsvermögen über und kann auch niedriger sein als die Haftsumme. Es handelt sich dabei zwingend um Bareinlagen oder in Geld bewertbare Sacheinlagen und Dienstleistungen<sup>76</sup>.

Die Gewinnverteilung zwischen Komplementären und Kommanditisten wird mangels einer konkreten gesellschaftsvertraglichen Regelung<sup>77</sup> in §§ 167, 121 UGB normiert. Demnach erhalten zunächst die Komplementäre einen ihrer Haftung angemessenen Gewinnanteil zugewiesen. Sodann ist Arbeitsgesellschaften eine etwaige Dienstleistung an die Gesellschaft angemessen zu vergüten und erst der restlich verbleibende Gewinn oder Verlust wird den Gesellschaftern im Verhältnis der Beteiligung (= Kapitalanteil) zugewiesen. Der Kommanditist hat jedoch erst dann ein Recht auf Gewinnausschüttung, soweit seine bedungene Einlage zur Gänze geleistet worden ist<sup>78</sup>.

Bereits angesprochen wurde der bis zur Haftsumme beschränkte Haftungsumfang des Kommanditisten. Weiters ist die Haftung wie auch beim

---

69 *Krejci*, Gesellschaftsrecht I, 363.

70 Vgl §§ 164, 170 UGB.

71 *Geymayer/Tröthan*, Rechtsform, 21.

72 *Roth/Fitz*, Unternehmensrecht<sup>2</sup>, Rz 392.

73 *Gerhard Schummer*, Personengesellschaften<sup>6</sup> (2006) 58.

74 Vgl §§ 161 Abs 1, 172 Abs 1 UGB.

75 Vgl §§ 168, 169 UGB.

76 *Duursma/Duursma-Kepplinger/Roth*, Handbuch, Rz 1233.

77 Vgl hierzu Ausführungen zur OG unter Punkt II.A.1.

78 Vgl § 168 Abs 1 UGB.



Komplementär persönlich, unmittelbar, primär und solidarisch. Die unmittelbare Haftung ist allerdings ausgeschlossen, soweit der Kommanditist seine Einlage bereits an die Gesellschaft geleistet hat<sup>79</sup>.

Hinsichtlich des Austretens eines Kommanditisten gelten dieselben Regelungen wie bei der OG<sup>80</sup>, dh auch er kann freiwillig oder zwangsweise aus der KG ausscheiden. Es bestehen auch keine Besonderheiten gegenüber der Übertragung der Mitgliedschaft bei einer OG. Zu beachten ist jedoch, dass, falls der letzte Kommanditist ausscheidet und noch zwei Komplementäre vorhanden sind, die Gesellschaft als OG fortbesteht<sup>81</sup>.

Der in eine Gesellschaft eintretende Kommanditist haftet in Entsprechung der obigen Ausführungen grundsätzlich nur bis zur Höhe der Haftsumme. Den ausscheidenden Kommanditist trifft dieselbe Nachhaftung gem § 160 UGB von bis zu acht Jahren für bereits bis zu seinem Ausscheiden entstandene Verbindlichkeiten<sup>82</sup>.

Wichtig im Zusammenhang des Ausscheidens ist die Auszahlung von Abfindungsbeträgen an die Kommanditisten. Werden diese nämlich nicht aus dem Privatvermögen der übrigen Gesellschafter, sondern aus dem Gesellschaftsvermögen geleistet, so stellt dies wie oben erwähnt eine Einlagenrückgewähr dar, die die Haftung wieder aufleben lässt<sup>83</sup>. Dies hat somit zur Folge, dass der Kommanditist im Falle der Ausbezahlung eines Abfindungsbetrages aus dem Gesellschaftsvermögen heraus<sup>84</sup>, welcher Betrag über den Wert der ursprünglichen Haftsumme hinausgeht (bei vorangegangener Unternehmenswertsteigerung immanent), für die Haftsumme und die weitergehende Mehrernte aus Gründen der Einlagenrückgewähr haftet<sup>85</sup>. Bei Veräußerung des Kommanditanteiles an einen etwaigen Erwerber stellt sich diese Problematik nicht<sup>86</sup>.

Die für die Beteiligungsfinanzierung bei der OG aufgezeigten Problemstellungen sind aufgrund der beschränkten Haftung des Kommanditisten nun-

79 Vgl § 171 Abs UGB; die unmittelbare Haftung lebt allerdings gem § 172 Abs 3 UGB wieder auf, soweit dem Kommanditisten die Einlage zurückbezahlt wird oder er Gewinnanteile entnimmt, obwohl frühere Verlustzuweisungen noch nicht durch spätere Gewinne ausgeglichen wurden.

80 Vgl hierzu Ausführung zur OG unter Punkt II.A.1.

81 *Kastner/Doralt/Nowotny*, Grundriss<sup>5</sup>, 157.

82 *Koppensteiner* in *Straube*, HGB I<sup>3</sup> (2003) § 172 Rz 9.

83 *Schörghofer* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht, Rn 2/890.

84 Welches sich wie bei der OG nach dem Ertragswertverfahren berechnen lässt.

85 Die Haftung besteht auch bei einer bloßen Abfindung zu Buchwerten, die gesellschaftsvertraglich durchaus vereinbart werden könnte, jedoch für den Bereich der PE-Finanzierung unpraktikabel erscheint (*Krejci* in *Krejci*, RK UGB § 172 Rz 2 mwN); vgl dazu weiter *Koppensteiner* in *Straube*, HGB I<sup>3</sup> § 172 Rz 9.

86 *Duursma/Duursma-Kepplinger/Roth*, Handbuch, Rz 1344, 1376.

mehr hinfällig. Vor allem in Hinblick darauf, dass PE-Investoren als reine Geldgeber agieren und Investitionen durch Bareinlagen tätigen, in weiterer Folge auch diese Einlagen in gesellschaftsvertraglich festgesetzter Höhe entweder auf einmal oder im Rahmen einer milestone-financing-policy leisten, kann in der Regel davon ausgegangen werden, dass die Pflichteinlage voll geleistet wird und daher eine Nachhaftung des PE-Investors ausgeschlossen werden kann. Aus haftungsrechtlicher Sicht spricht daher nichts gegen ein PE-Investment in eine KG über einen Kommanditanteil. Das Ausscheiden einer KG und die einhergehende Abfindung aus Gesellschaftsmitteln könnte problematisch sein. Hauptkritikpunkt könnte unter Umständen die fehlende Möglichkeit der Einflussnahme auf die Geschäftsführung sein<sup>87</sup>. Die Mischform der GmbH & Co. KG bietet sich hier an<sup>88</sup>. All diese Vorteile erklären auch die hohe Zahl von etwa 13.500 KG's in Österreich<sup>89</sup>.

#### a) GmbH & Co KG

Die GmbH & Co KG ist eine Kommanditgesellschaft, bei der keine natürliche Person als Komplementär die volle Haftung übernimmt, sondern der (idR einzige) Komplementär eine GmbH ist, die nur bis zur Höhe ihres eigenen Vermögens haftet. Diese Begrenzung der Komplementärhaftung ist der wesentliche Vorteil dieser Gesellschaftsform. An dieser GmbH sind typischerweise dieselben Personen beteiligt, die auch als Kommanditisten der KG auftreten. Weitere Vorteile sind die große Flexibilität der Finanzierung durch einfache Änderung des Kommanditkapitals, die Möglichkeit der Fremdorganschaft sowie die weitreichende Vertragsfreiheit im Innenverhältnis. Im Vergleich zu einer reinen Personengesellschaft erfordert die GmbH & Co KG eine komplexere Vertragsgestaltung, da die Regelungen der KG und der GmbH einander anzupassen sind<sup>90</sup>. Im Ergebnis erreicht man durch die Zwischenschaltung der GmbH (die außer ihrer Stellung als Komplementärin und damit Geschäftsführerin meist keinerlei Funktion hat) eine Gestaltung, die steuerrechtlich als Personengesellschaft behandelt wird, ohne dass die Gesellschafter das Risiko einer unbeschränkten Haftung auf sich nehmen müssen<sup>91</sup>.

---

87 Soweit gesellschaftsrechtlich nichts anderes normiert ist, kann der Kommanditist gem § 164 UGB lediglich auf Fragen der außergewöhnlichen Geschäftsführung Einfluss nehmen.

88 Vgl dazu unter Punkt II.A.2.a).

89 Stand per 25.03.2009.

90 Wolfgang Weitnauer in Tobias Kollmann (Hrsg), E-Venture-Management (2003) 378.

91 Geymayer/Tröthan, Rechtsform, 33 f.

## b) Publikums-KG

Bei der Publikums-KG liegt die Besonderheit darin, dass die Gesellschaft für die Aufnahme einer größeren Zahl von Kommanditisten konzipiert ist, die häufig über professionelle Vertriebskanäle angeworben werden und als reine Finanzinvestoren untereinander keine sonstigen Beziehungen pflegen. Hier fehlt es also an der für Personengesellschaften sonst typischen persönlichen Bindung der Gesellschafter untereinander. Wirtschaftlich ist die Stellung der Kommanditisten stark an jene von Aktionären angenähert; ihre Rechtsstellung beruht freilich nicht auf dem strengen Aktienrecht, sondern auf dem weitgehend auf Vertragsfreiheit bauenden Recht der KG<sup>92</sup>.

Die Kommanditisten sind lediglich Anlagegesellschafter, die sich zur Risikofinanzierung unterschiedlicher Projekte beteiligen und daher nur einen geringen Einfluss auf die Organisation nehmen können (bzw. wollen). Die Beitrittswilligen finden meist einen von den Initiatoren verfassten Gesellschaftsvertrag vor, auf dessen Ausgestaltung sie keinen Einfluss mehr nehmen können. Als Komplementär fungiert häufig eine GmbH (daher oft als GmbH & Co KG konstruiert), die meistens nach dem Gesellschaftsvertrag autonom berechtigt ist, neue Kommanditisten aufzunehmen. Der Eintritt und das Ausscheiden von Kommanditisten ist problemlos möglich. Der Anreiz zur Wahl solcher Konstruktionen ist auch hier oft steuerlicher Natur<sup>93</sup>.

## 3. Stille Gesellschaft

Die stille Gesellschaft<sup>94</sup> ist ein alternatives Finanzierungsinstrument, bei der sich ein stimmrechtsloser Gesellschafter (dieser kann jedwede Form rechtsfähiger Gebilde und natürlicher Personen einnehmen) gegen Anteil am Gewinn an der geschäftlichen Tätigkeit des Hauptgesellschafters beteiligt. Stille Gesellschafter haften in der Höhe ihrer Kapitaleinlage, sie sind aber von der Geschäftsführung ausgeschlossen. Nach außen tritt allein der Hauptgesellschafter auf und er allein wird aus der Geschäftstätigkeit berechtigt oder verpflichtet. Ein Einstieg eines Investors in eine bestehende stille Gesellschaft ist somit nicht möglich.

Die Geschäftsführung obliegt grundsätzlich allein dem Unternehmensinhaber. Im Gesellschaftsvertrag können dem stillen Gesellschafter jedoch Geschäftsführerbefugnisse oder auch Widerspruchsrechte eingeräumt werden. Da der stille Gesellschafter nach außen nicht auftritt, stehen diesem auch keine Vertretungsbefugnisse zu, außer der Hauptgesellschafter erteilt dem Stillen

---

<sup>92</sup> Roth/Fitz, Unternehmensrecht<sup>2</sup>, Rz 426 ff.

<sup>93</sup> Schummer, Personengesellschaften<sup>6</sup>, 71.

<sup>94</sup> Vgl. §§ 179 bis 188 UGB.

Prokura oder Handlungsvollmacht<sup>95</sup>. Diese ausgesprochene Passivität des Stillen lässt Verwechslungen zu einem bloßen Darlehensvertrag zu. Dennoch stehen dem stillen Gesellschafter gem § 183 UGB gleiche Kontrollrechte wie einem Kommanditisten zu und es ist zu maßgeblichen Änderungen des Unternehmens die Zustimmung des Stillen einzuholen. Es kann dem Stillen aber gesellschaftsvertraglich auch die gesamte Geschäftsführung übertragen werden<sup>96</sup>.

In gewisser Weise ist die wirtschaftliche Stellung des stillen Gesellschafters mit der eines Kommanditisten vergleichbar. Der wesentliche Unterschied zum Kommanditisten besteht darin, dass die Kapitalbeteiligung des Kommanditisten nach außen durch Firmenbucheintragung in Erscheinung tritt und die stille Gesellschaft daher als «reine Innengesellschaft» bezeichnet wird.

Gesellschaftsrechtlich ist die stille Gesellschaft in §§ 178 bis 188 UGB geregelt. Wie auch beim Kommanditisten ist die Rolle des stillen Gesellschafters die eines Investors, der sich an einer Personen- oder Kapitalgesellschaft beteiligt. Die zu tätigenden Einlagen (nach überwiegender Ansicht können auch Dienstleistungen als Einlage erbracht werden<sup>97</sup>) gehen in das Vermögen des Inhabers des Unternehmens über. Während also der Kommanditist am Vermögen der Gesellschaft unmittelbar beteiligt ist, steht das Vermögen im Falle der stillen Gesellschaft im Alleineigentum des Unternehmers, sodass die stille Gesellschaft selbst gar kein Vermögen hat<sup>98</sup>.

Hinsichtlich der Gewinn- und Verlustverteilung verlässt sich das Gesetz in erster Linie darauf, dass die Vertragspartner die Verteilung von Gewinn und Verlust im Gesellschaftsvertrag regeln. Für den Fall, dass eine Regelung fehlt, gilt gem § 181 Abs 1 UGB «*in den Umständen nach angemessener Anteil*» als vereinbart.

Der stille Gesellschafter haftet nicht für die Verbindlichkeiten des Inhabers des Unternehmens. Allein dieser wird aus den in dem Betrieb des Unternehmens geschlossenen Geschäften berechtigt und verpflichtet<sup>99</sup>. Zwischen den Gläubigern des Geschäftsinhabers und dem Stillen besteht keine Rechtsbeziehung (reine Innengesellschaft)<sup>100</sup>. Der Stille trägt nur das wirtschaftliche Risiko des gänzlichen Verlustes seiner Einlage, wenn diese durch zugewiesene Verluste aufgezehrt ist<sup>101</sup>.

---

95 Geymayer/Tröthan, Rechtsform, 24.

96 Nowotny in Kalss/Nowotny/Schauer, Gesellschaftsrecht, Rn 2/959 ff.

97 Vgl dazu unter Punkt II.A.2.

98 Duursma/Duursma-Kepplinger/Roth, Handbuch, Rz 1476 f.

99 Vgl § 179 Abs 2 UGB.

100 Steht die Einlagenleistung jedoch noch aus, so hat der Unternehmensträger gegenüber dem Stillen einen Zahlungsanspruch. Gläubiger des Unternehmensträgers können im Zuge eines Drittschuldner-exekutionsverfahrens diesen Anspruch pfänden und sich überweisen lassen (vgl Krejci, Gesellschaftsrecht I, 443).

101 Schummer, Personengesellschaften<sup>6</sup>, 76.

Nicht zuletzt dann, wenn ein Stiller aus der Gesellschaft ausscheidet, muss grundsätzlich die Struktur der stillen Gesellschaft hinterfragt werden. Die beiden möglichen Formen sind die typische und die atypische stille Gesellschaft<sup>102</sup>.

- Der Stille hat einen obligatorischen Abfindungsanspruch, dessen Höhe sich bei der typischen stillen Gesellschaft aus dem Nominalbetrag der Einlage, vermindert um Verluste und vermehrt um allfällige nicht behobene Gewinnanteile, berechnet. Der stille Gesellschafter nimmt hier nicht an den stillen Reserven und am Firmenwert teil, daher erfolgt auch keine Bewertung des Unternehmens nach der Ertragswertmethode<sup>103</sup>.
- Es kann von dieser Methode aber auch abgewichen und dem Stillen im Gesellschaftsvertrag ein Abfindungsanspruch gewährt werden, der auch die stillen Reserven und den Firmenwert einbezieht. In diesem Fall spricht man von einer atypischen stillen Beteiligung. Diese kann als abgeschwächte Form einer Kommanditbeteiligung angesehen werden. Von Vorteil ist weiters, dass es bei der Abfindung des stillen Gesellschafters nicht wie bei einer Kommanditbeteiligung zu einem Aufleben der Außenhaftung im Rahmen von Eigenkapitalrückgewähr kommt<sup>104</sup>.

Der stille Gesellschafter verfolgt den Aspekt der absoluten Risikobegrenzung, ermöglicht sie doch eine Kapitalbeteiligung ohne unmittelbare Haftung und ohne Offenlegung<sup>105</sup>. Für private Investoren ist dieses Finanzierungsinstrument in seiner gesetzlichen Grundausführung – womöglich wegen der fehlenden Mitbestimmungsmöglichkeiten und damit verbundener principal-agent-Probleme – wenig attraktiv. Es kann dadurch die Einflussnahme auf unternehmerische Entscheidungen ausgeschlossen werden<sup>106</sup>. Durch gezielte gesellschaftsvertragliche Regelungen lässt sich allerdings eine taugliche und vor allem diskrete Finanzierungsform aufbauen. Ansonsten erscheint diese Investitionsmöglichkeit ausschließlich in Ausgestaltung einer atypischen stillen Gesellschaft als attraktiv, denn nur in dieser Form kann ein PE-Investor an Wertsteigerungen des Unternehmens partizipieren.

102 Diese Unterscheidung stammt ursprünglich aus dem Steuerrecht und ist mittlerweile im Gesellschaftsrecht fest etabliert (vgl. *Duursma/Duursma-Kepplinger/Roth*, Handbuch, Rz 1394).

103 *Duursma/Duursma-Kepplinger/Roth*, Handbuch, Rz 1533.

104 *Krejci*, Gesellschaftsrecht I, 437; vgl. dazu unter Punkt II.A.2.

105 *Duursma/Duursma-Kepplinger/Roth*, Handbuch, Rz 1418.

106 *Peneder/Wieser*, Private Equity, 51.

#### 4. Gesellschaft mit beschränkter Haftung

Im Gegensatz zu den Personengesellschaften steht bei den Kapitalgesellschaften nicht der persönliche Einsatz der Gesellschafter, sondern die Kapitalbeteiligung im Vordergrund, was sich in der zwingend vorgeschriebenen Aufbringung des in Aktien bzw Geschäftsanteile zerlegten Grund- bzw Stammkapitals zeigt. Anders als Personengesellschaften können Kapitalgesellschaften auch nur durch eine einzige Person gegründet werden und als solche weiter bestehen. Weiters sind Kapitalgesellschaften juristische Personen und können als solche Träger von Rechten und Pflichten sein. Für die Gesellschaft handeln ihre Organe, wobei im Unterschied zu den Personengesellschaften im Kapitalgesellschaftsrecht das Prinzip der Fremdorganschaft gilt. Den Geschäftsführern können dabei gem § 20 Abs 1 GmbHG durch Beschluss der Gesellschafter Weisungen erteilt und diese somit beeinflusst werden.

Als juristische Personen folgen die Kapitalgesellschaften dem Trennungsprinzip – die Gesellschaft und die Gesellschafter sind juristisch voneinander getrennt zu beurteilende Rechtssubjekte. Dies zeigt sich vor allem bei den Verbindlichkeiten der Kapitalgesellschaft: Schulden der GmbH bzw AG können von den Gläubigern nur gegen diese geltend gemacht werden, die Gesellschafter haften für die Verbindlichkeiten der Kapitalgesellschaft grundsätzlich nicht. Umgekehrt haftet auch die Gesellschaft nicht für die Verbindlichkeiten ihrer Gesellschafter<sup>107</sup>.

Die gesetzlichen Vorschriften für die Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) sind im GmbH-Gesetz geregelt. Die Gesellschafter sind durch ihre Stammeinlage am Stammkapital<sup>108</sup> und damit an der Gesellschaft beteiligt. Die Leistung der Stammeinlage ist die Hauptverpflichtung der Gesellschafter und das Stammkapital der GmbH beträgt mindestens € 35.000,–<sup>109</sup>. Der Geschäftsanteil des einzelnen Gesellschafters richtet sich nach der Höhe der jeweiligen Stammeinlage, welche im Gesellschaftsvertrag geregelt ist<sup>110</sup>. Jeder Gesellschafter ist verpflichtet, die von ihm übernommene Zahlungsverpflichtung auch zu erfüllen, etwaige Einschränkungen diesbezüglich sind unzulässig und daher nichtig<sup>111</sup>. Der dahinter stehende Grundgedanke ist jener, eine juristische Person (also auch die Aktiengesellschaft) durch Bildung eines eigenständigen Haftungsfonds mit Eigenvermögen auszustatten, welches sie kreditwürdig macht und die Interessen der Gläubiger zu schützen verspricht<sup>112</sup>.

---

107 *Roth/Fitz*, Unternehmensrecht<sup>2</sup>, Rz 492.

108 Das Stammkapital ist die Summe der Stammeinlagen der Gesellschafter.

109 Vgl § 6 Abs 1 GmbHG.

110 Vgl § 6 Abs 2 GmbHG.

111 Vgl § 63 Abs 1 GmbHG.

112 *Roth/Fitz*, Unternehmensrecht<sup>2</sup>, Rz 496.

Die Haftung der Gesellschafter ist daher auch im Allgemeinen auf ihre jeweilige Einlage beschränkt<sup>113</sup>. Nur in Ausnahmefällen kann das Trennungsprinzip im Wege der Durchgriffshaftung durchbrochen werden. Gesellschafter haften dann für Verbindlichkeiten der Kapitalgesellschaft, wenn das Grund- bzw Stammkapital klar unzureichend für den geplanten und realisierten Geschäftsumfang ist oder etwa zwischen Gesellschafter- und Gesellschaftsvermögen keine buchmäßige Trennung mehr möglich ist (Sphärenvermischung). Aber auch allgemein, so Rechtsformmissbrauch angenommen wird<sup>114</sup>.

Über den Geschäftsanteil hat der Gesellschafter Anspruch auf den Bilanzgewinn. Die Verteilung erfolgt mangels abweichender Regelungen im Gesellschaftsvertrag nach dem Verhältnis der tatsächlich eingezahlten Stammeinlagen<sup>115</sup>. Auf gleiche Weise bemisst sich im Zweifel der Anspruch des Gesellschafters am Liquidationserlös<sup>116</sup>.

Der Geschäftsanteil ist grundsätzlich übertragbar<sup>117</sup>. Der Erwerb der Gesellschafterstellung kann durch Kapitalerhöhung<sup>118</sup> oder durch Übertragung von einem ausscheidenden Gesellschafter auf den eintretenden erfolgen. Die Übertragbarkeit unter Lebenden ist jedoch an erhöhte Formvorschriften gebunden (Notariatsaktpflicht<sup>119</sup>) und dadurch, dass der Geschäftsanteil an einer GmbH nicht wertpapiermäßig verbrieft<sup>120</sup> werden kann, im Vergleich zur Aktiengesellschaft erschwert (Immobilisierung<sup>121</sup>). Weiters wird in Gesellschaftsverträgen häufig eine Vinkulierung<sup>122</sup> der Gesellschaftsanteile vorgesehen, so dass die Anteile nicht ohne Zustimmung der Gesellschaft übertragen werden können. Formpflichtig sind auch Vereinbarungen, die den Gesellschafter zur künftigen Übertragung seines Geschäftsanteiles verpflichten, wie etwa Vor- oder Wiederkaufsrechte, Optionsrechte und Aufgriffsrechte<sup>123</sup>.

Will ein Gesellschafter aus der GmbH gegen den Willen der Mitgesellschafter ausscheiden, ist dies nur möglich, wenn der Gesellschaftsvertrag eine entsprechende Kündigungsregelung vorsieht. Das GmbHG selbst sieht keine

113 Vgl § 61 Abs 2 GmbHG.

114 *Duursma/Duursma-Kepplinger/Roth*, Handbuch, Rz 2216 f, 3471.

115 Vgl § 82 Abs 2 GmbHG.

116 Vgl § 91 Abs 3 GmbHG.

117 Vgl § 76 Abs 1 GmbHG.

118 Diese Form des Erwerbs der Gesellschafterstellung ist besonders für PE-Investoren relevant.

119 Vgl § 76 Abs 2 GmbHG.

120 Vgl § 75 Abs 3 GmbHG.

121 Hintergrund ist der Schutz des Erwerbers bzw Veräußerers vor Übereilung und der Publizität iSd sicheren Feststellbarkeit der Identität des jeweiligen Gesellschafters für die Gesellschaft (vgl *Duursma/Duursma-Kepplinger/Roth*, Handbuch, Rz 2519).

122 Vgl § 77 GmbHG.

123 *Nowotny in Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht, Rn 4/308.

Kündigungsmöglichkeit vor<sup>124</sup>. Auch der Ausschluss<sup>125</sup> eines Gesellschafters ist nicht geregelt: Da die Gesellschaft keine eigenen Anteile erwerben kann, ist entweder die Durchführung einer Kapitalherabsetzung oder aber die Bereitschaft eines anderen Gesellschafters zur Übernahme der Anteile des Ausscheidenden Voraussetzung (eine Abtretungsverpflichtung kann ebenfalls bereits der Gesellschaftsvertrag vorsehen). Für beide Fälle ist eine gesellschaftsvertragliche Regelung in Form einer Austrittsklausel notwendig, die etwa wichtige Gründe als Voraussetzung für eine (Hinaus-)Kündigung und angemessene Abfindungshöhe normiert<sup>126</sup>. Ist der Gesellschafter jedoch mit der Erfüllung seiner Einlagepflicht säumig, so kann er von der Gesellschaft ausgeschlossen werden. Es erfolgt eine Kaduzierung des Gesellschaftsanteils unter Verlust sämtlicher Rechte aus dem Geschäftsanteil sowie aller hierauf geleisteten Einzahlungen<sup>127</sup>.

Im Fall der Übertragung des Geschäftsanteils haftet der ausscheidende Gesellschafter vom Tag der Anmeldung des Erwerbes im Firmenbuch fünf Jahre für rückständige Einlagen<sup>128</sup>. Gleiches gilt für den Ausscheidenden in Bezug auf noch offene Nachschusspflichten, die Haftung hierfür ist nicht zeitlich begrenzt<sup>129</sup>. Den Erwerber treffen diese Haftungsverpflichtungen ebenso zur ungeteilten Hand<sup>130</sup>.

Grundsätzlich ist festzuhalten, dass es an einem funktionsfähigen Markt für GmbH-Anteile fehlt<sup>131</sup>. Die relativ flexibel ausgestaltbare Gesellschaftsform mit ihrer einfach zu überblickenden Organisationsstruktur erscheint dennoch für die Beteiligungsfinanzierung durch einen PE-Investor sehr tauglich<sup>132</sup>. Bei der GmbH kommt es infolge der Haftungsbeschränkung bei den Gesellschaftern in Verbindung mit der gesetzlich ermöglichten Fremddorganschaft noch

---

124 *Geymayer/Tröthan*, Rechtsform, 33.

125 Das Gesellschafterausschlussgesetz normiert unabhängig davon die Möglichkeit des Ausschlusses von Minderheitsgesellschaftern bei Kapitalgesellschaften (sog. «Squeeze-Out») unter Übertragung der Anteile der übrigen Gesellschafter auf den Mehrheitseigentümer (Beteiligung von mind. 90%) nach Leistung einer angemessenen Barabfindung.

126 *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG<sup>3</sup> (2007) Anh 71 Rn 27; wie eine Bewertung vorzunehmen ist, liegt wiederum wie bei den Personengesellschaften in der Hand der Vertragsverfasser. Ohne eine dementsprechende Regelung ist der Verkehrswert des Anteiles anzusetzen (vgl. *Duursma/Duursma-Kepplinger/Roth*, Handbuch, Rz 2682).

127 Vgl. §§ 66, 82 Abs 1 GmbHG; eine Auszahlung von bereits geleisteten Einlagen (wie sie der Gesellschafter bei einer von ihm initiierten Kündigung zum Ziel hat) würde eine verbotene Einlagenrückgewähr und damit eine Verringerung des Stammkapitals zur Folge haben, was daher nicht durchführbar ist.

128 Vgl. § 78 Abs 2 und Abs 3 GmbHG.

129 Vgl. § 73 Abs 2 GmbHG.

130 Vgl. § 78 Abs 2 GmbHG.

131 *Roth/Fitz*, Unternehmensrecht<sup>2</sup>, Rz 519.

132 *Weitnauer in Kollmann* (Hrsg.), E-Venture-Management, 379.



eher zu einer personellen Trennung von Gesellschaftern und Geschäftsführern als bei den Personengesellschaften. Dies erleichtert auch die Aufnahme neuer Gesellschafter und damit frischen Kapitals, sofern Altgesellschafter eine Beteiligungsfinanzierung aus ihrem (Privat-)Vermögen nicht durchführen wollen oder können, ohne dabei einen Wechsel der Unternehmensführung riskieren zu müssen<sup>133</sup>. Dieses den Kapitalgesellschaften inhärente Prinzip der Fremdorganschaft stellt einen nicht zu unterschätzenden Vorteil im Vergleich zu Personengesellschaften dar, da eben auch Nichtgesellschafter als geschäftsführende Organe fungieren können. Es gilt jedoch zu berücksichtigen, dass die strengen Formvorschriften bei der Anteilsübertragung relativ hohe Kosten und einen hohen Zeitaufwand (vor allem im Vergleich zu Anteilen an einer AG) zur Folge haben. Insgesamt erklärt sich daher die große Beliebtheit dieser Gesellschaftsform in Österreich mit etwa 115.500 eingetragenen Gesellschaften per 25.03.2009<sup>134</sup>. Größtunternehmen sind allerdings in den Reihen der GmbH noch immer selten; die GmbH eignet sich schlicht wenig für Unternehmen, die am Kapitalmarkt Mittel aufnehmen wollen<sup>135</sup>.

## 5. Aktiengesellschaft

Die Aktiengesellschaft (AG) wird im AG-Gesetz normiert. Die Definition in § 1 AktG besagt: *«Die Aktiengesellschaft ist eine Gesellschaft mit eigener Rechtspersönlichkeit, deren Gesellschafter mit Einlagen auf das in Aktien zerlegte Grundkapital beteiligt sind, ohne persönlich für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft zu haften.»* Jede AG verfügt zwingend über einen Vorstand, einen Aufsichtsrat und die Hauptversammlung. Weiters müssen Abschlussprüfer bestellt werden.

Das Grundkapital der AG ist also in Aktien zerlegt und verbriefte und hat auf einen in Euro bestimmten Nennbetrag von mindestens € 70.000,- zu lauten<sup>136</sup>, der grundsätzlich als fix anzusehen ist<sup>137</sup>. Geschäftsführung und Vertretung erfolgen durch den weisungsfreien Vorstand, für welchen das Prinzip der Drittorganschaft gilt. Kapitalgeber und Leitungsfunktion sind also bei der AG noch deutlicher getrennt, als bei der GmbH, was dem gesetzlichen Leitbild der Publikums-AG entspricht.

Aktiengesellschaften eignen sich insbesondere als Kapitalsammelbecken, da durch die leichte Übertragbarkeit der Aktien und der Börsehandelsfähigkeit an

<sup>133</sup> Franke/Hax, Finanzwirtschaft<sup>5</sup>, 549.

<sup>134</sup> Die GmbH ist die in Österreich häufigste Gesellschaftsform (vgl. Geymayer/Tröthan, Rechtsform, 26).

<sup>135</sup> Nowotny in Kalss/Nowotny/Schauer, Gesellschaftsrecht Rz 4/10.

<sup>136</sup> Vgl. §§ 6, 7 AktG; der Mindestbetrag einer Aktie muss € 1,- betragen.

<sup>137</sup> Änderungen der Höhe des Grundkapitals sind nur durch Kapitalerhöhung oder Kapitalherabsetzung möglich.

einer Veranlagung interessierte Investoren leicht angesprochen werden können. Die Gründung kann jedoch auch durch einen einzigen Gesellschafter erfolgen<sup>138</sup>. Dennoch ist nur ein Bruchteil aller österreichischen Aktiengesellschaften eine (echte) Publikumsgesellschaft, die tatsächlich ausschließlich in Besitz von anlagewilligen Kleinaktionären bzw Streubesitzaktionären steht. Vielmehr ist die österreichische Aktiengesellschaftenlandschaft durch das Vorhandensein von Kernaktionären und einem bloß geringen Streubesitzanteil geprägt. Viele der österreichischen Aktiengesellschaften sind Familiengesellschaften<sup>139</sup>.

Wie bei der GmbH ist auch bei der AG die Leistung der übernommenen Einlage die Hauptverpflichtung des Gesellschafters<sup>140</sup>. Mit der Aktionärsstellung ist der Anspruch auf den sich nach dem Jahresabschluss ergebenden Bilanzgewinn verbunden (Dividende), soweit dieser nicht gesellschaftsrechtlich ausgeschlossen ist<sup>141</sup>. Mangels Regelung im Gesellschaftsvertrag wird dieser nach den Anteilen am Grundkapital bestimmt<sup>142</sup>. Ebenso wird nach Liquidation der Gesellschaft das Vermögen unter den Aktionären nach Maßgabe des jeweiligen Anteils am Grundkapital verteilt<sup>143</sup>.

Der Erwerb der Gesellschafterstellung kann durch Kapitalerhöhung<sup>144</sup> oder durch Übertragung von einem ausscheidenden Gesellschafter an einen neuen Aktionär erfolgen. Bei letzterer Variante sind (lediglich) die einschlägigen Vorschriften des Wertpapierrechts zu beachten. Es kommt dabei nicht zu einem Rechtsakt zwischen der AG und dem Erwerber, sondern lediglich zwischen bisherigem und künftigem Gesellschaftsmitglied. Es erfolgt daher auch keine Eintragung der Aktionäre ins Firmenbuch. Ansonsten unterliegt die Übertragung keinen besonderen Formvorschriften, ausgenommen der Fall der Übertragung von vinkulierten Namensaktien, bei denen die Zustimmung der Gesellschaft erforderlich ist. Insbesondere bedarf es im Unterschied zur GmbH zur Übertragung keines Notariatsaktes<sup>145</sup>. Das wichtigste Charakteristikum der Aktie ist somit ihre Verkehrsfähigkeit<sup>146</sup>.

Auch der Aktionär kann wie der GmbH-Gesellschafter seine Mitgliedschaft nicht aufkündigen. Das darauf bauende Ziel des Aktionärs der Rückzahlung seiner Einlage ist nicht durchsetzbar. Dies würde nämlich eine verbo-

---

138 Vgl § 2 Abs 2 AktG.

139 Geymayer/Tröthan, Rechtsform, 34 f; Roth/Fitz, Unternehmensrecht<sup>2</sup>, Rz 538; Kastner/Doralt/Nowotny, Grundriss<sup>5</sup>, 178 ff.

140 Vgl § 49 AktG.

141 Vgl § 54 AktG.

142 Vgl § 53 Abs 1 AktG.

143 Vgl § 212 Abs 1, 2 AktG.

144 Diese Form des Erwerbs der Gesellschafterstellung ist besonders für PE-Investoren relevant.

145 Kalss in Kalss/Nowotny/Schauer, Gesellschaftsrecht, Rn 3/100.

146 Roth/Fitz, Unternehmensrecht<sup>2</sup>, Rz 513.

tene Einlagenrückgewähr und damit eine Herabsetzung des Grundkapitals zur Folge haben<sup>147</sup>. Es bietet sich aber der Weg der Aktienamortisation mit demselben Ergebnis an<sup>148</sup>. Die Kaduzierung ist jedenfalls möglich<sup>149</sup>.

Die Haftung des Aktionärs wurde bereits unter Punkt 2.1.4. angesprochen<sup>150</sup>. Er haftet nicht für Verbindlichkeiten der Gesellschaft<sup>151</sup>. Eine gesetzliche subsidiäre Haftung von Aktionären für Aktieneinlagen anderer Aktionäre und für Einlagenrückgewähr an andere Aktionäre besteht – anders als im GmbH-Recht – nicht<sup>152</sup>.

Der Vorteil der AG liegt in der Möglichkeit des einfachen Zugangs zum Kapitalmarkt. Die AG ist – anders als die GmbH – börsefähig. Aktien sind, vor allem da ihre Übertragung keiner notariellen Form bedarf, sehr viel funktibler als GmbH-Geschäftsanteile. In Österreich existieren etwa 2.000 Aktiengesellschaften<sup>153</sup>. Auch die AG ermöglicht eine jederzeit veräußerbare, anonyme mitgliedschaftliche Beteiligung ohne Haftungsrisiko. Sie ist jedoch auf Grund ihrer strengen Organisationsstruktur und der zahlreichen Bestimmungen des Aktienrechts zum Schutz von Aktionären und Gläubigern weitaus komplizierter und unflexibler und erfordert einen höheren Verwaltungsaufwand als die GmbH. Die Aktionäre haben auch keinen unmittelbaren Einfluss auf den Vorstand, dem sie – anders als bei der GmbH – auch keine Weisungen erteilen können. Die Kontrolle des Vorstands obliegt vielmehr dem zwingend einzurichtenden Aufsichtsrat<sup>154</sup>. Die relativ hohen laufenden Kosten umfassen etwa im Rahmen der regelmäßig stattfindenden Aufsichtsratssitzungen die Aufsichtsratsvergütungen, Notar-, Rechtsanwalts-, Steuerberatungskosten und Gebühren nach dem Gebührenabgabengesetz.

147 Vgl § 52 AktG; *Duursma/Duursma-Kepplinger/Roth*, Handbuch, Rz 3863; *Roth/Fitz*, Unternehmensrecht<sup>2</sup>, Rz 286.

148 Die Aktieneinziehung nach §§ 192 bis 194 AktG stellt das zentrale Instrument dar, um bestimmte, einzelne Mitgliedschaften zu beseitigen. Es handelt sich dabei um eine Form der ordentlichen Kapitalherabsetzung, die etwa durch Rückzahlung von Einlagen an die Aktionäre im Rahmen eines Käuferwerbs der Aktien durch die AG erfolgen kann (*Peter Jabornegg/Rudolf Strasser* (Hrsg), Kommentar zum Aktiengesetz<sup>4</sup>, § 192 Rz 1 ff.; *Duursma/Duursma-Kepplinger/Roth*, Handbuch, Rz 3666; *Kalss in Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht, Rn 3/896 f).

149 Vgl § 58 Abs 1 AktG, vgl dazu weiter FN 129.

150 Vgl hierzu die Ausführungen unter Punkt II.A.4.

151 Vgl § 48 AktG.

152 *Johannes Reich-Rohrwig in Bertl/Mandl/Mandl/Ruppe* (Hrsg), Kauf und Verkauf von Unternehmungen (1993) 120.

153 Stand per 25.03.2009.

154 *Weitnauer in Kollmann* (Hrsg), E-Venture-Management, 380.

## 6. Societas Europaea

Seit 2004 gibt es die Europäische Aktiengesellschaft (SE). Sie hätte eine für Europa einheitlich ausgestaltete Gesellschaft werden sollen, was jedoch nach über 30-jähriger Entstehungsgeschichte nicht verwirklicht werden konnte. Aufgrund der relativ komplizierten Normgebung<sup>155</sup> sei nur auf die zwei wichtigsten Unterschiede zur österreichischen Form der Aktiengesellschaft hingewiesen: Dem höheren Mindestkapital<sup>156</sup> von € 120.000,- und der im österreichischen Recht erstmaligen Möglichkeit der freien Auswahl der Unternehmensführung nach monistischem oder dualistischem System. Letzteres orientiert sich nach dem österreichischen Aktienrecht (Vorstand und Aufsichtsrat), wobei das monistische System (auch: board-System) lediglich einen Verwaltungsrat vorsieht, der für Geschäftsführung und Aufsicht zugleich zuständig ist<sup>157</sup>. Die praktische Bedeutung der SE in Österreich ist noch gering, bisher wurden lediglich 11 Gesellschaften in das Firmenbuch eingetragen<sup>158</sup>.

Die Ergebnisse der Prüfung zur Tauglichkeit einer PE-Investition der Aktiengesellschaft unter Punkt 2.1.5. gelten hier ebenso.

## 7. Societas Privata Europaea

Die Europäische Kommission präsentierte am 25.6.2008 einen Verordnungsentwurf<sup>159</sup> für die Schaffung einer vor allem für Klein- und Mittelbetriebe gedachten Europäischen Privatgesellschaft (Societas Privata Europaea; SPE). Der Entwurf dürfte aufgrund des geringen Mindestkapitals von € 1,- und der einfachen Gründungsmöglichkeit für KMU sehr attraktiv werden<sup>160</sup>.

Ihrem Charakter nach ist sie eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung (sie verfügt etwa über eigene Rechtspersönlichkeit<sup>161</sup> und kann selbständig Rechte und Vermögen erwerben), weicht aber in vielen Punkten vom österreichischen Modell ab. Im Anhang zu dem Verordnungsentwurf wird eine Vielzahl von Themenbereichen aufgeführt, die die Gründer zwingend in der Sat-

---

155 Vgl dazu die unmittelbar anzuwendende Verordnung (EG) 2157/2001 des Rates vom 8.10.2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (Société Européenne; SE) (SE-VO); subsidiär zu den gemeinschaftsrechtlichen Vorschriften (die nur Teilregelungen enthalten) und dem österreichischen Societas Europaea-Gesetz (SEG) gilt gem Art 9 SE-VO die Satzung sowie nationales Aktienrecht.

156 Vgl Art 4 Abs 2 SE-VO.

157 Roth/Fitz, Unternehmensrecht<sup>2</sup>, Rz 662 ff.

158 Stand 04.08.2008.

159 Vorschlag für eine Verordnung des Rates über das Statut der Europäischen Privatgesellschaft, KOM(2008) 396, abrufbar unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/epc/proposal\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/epc/proposal_de.pdf).

160 Simon Mair, Die neue Europäische Privatgesellschaft, ecolex 2008, 700 (700 f).

161 Vgl Art. 3 Abs 1 lit. c VO-E.

zung der SPE zu regeln haben, ohne dass ihnen jedoch ein bestimmter Regelungsinhalt vorgegeben wird, etwa Gewinnbeteiligung, Führungsstruktur und Vertretung. Allerdings ist vorgesehen, dass die Anteile an einer SPE weder öffentlich angeboten noch öffentlich gehandelt werden dürfen<sup>162</sup>, hinsichtlich gesellschaftsvertraglicher Regelungen der Übertragung von Anteilen wird aber große Gestaltungsfreiheit der Anteilseigner bereit gestellt. Den Gesellschaftsgläubigern haftet folglich nur das Gesellschaftsvermögen<sup>163</sup>, wobei das von den Gesellschaftern eingegangene unternehmerische Risiko auf den Betrag des Geschäftsanteils begrenzt ist. Offenbar ist es auch nicht vom europäischen Gesetzgeber intendiert, Gesellschafterpublizität herzustellen und es soll dies durch ein unternehmensintern geführtes Verzeichnis von Anlegern gewährleistet werden.

Die Geschäftsanteile sind also nicht wie AG-Anteile über eine Börse handelbar, jedoch sind sie grundsätzlich frei übertragbar<sup>164</sup>. Die Bedingungen der Übertragung sind frei festzusetzen. Anders als bei der Veräußerung des Geschäftsanteils einer österreichischen GmbH, bei der der Abtretungsvertrag der notariellen Beurkundung bedarf, reicht für Vereinbarungen zur Übertragung eines SPE-Anteils die Schriftform aus<sup>165</sup>. Der Verordnungsentwurf sieht auch die Möglichkeit eines Ausscheidens<sup>166</sup> oder Ausschlusses<sup>167</sup> eines Gesellschafters vor.

In Österreich kommt die SPE als Alternative zur GmbH in Betracht<sup>168</sup>. Insbesondere im Bereich der Kapitalaufbringung sind weitaus geringere Anforderungen gestellt<sup>169</sup>. Dem PE-Investor kommen die liberale Regelung der Gesellschaftsstruktur und Veräußerbarkeit der Anteile sicherlich entgegen, allerdings müssen die gesellschaftsvertraglichen Regelungen individuell geprüft werden. Die EU plant jedoch keine rasche Umsetzung und es stehen der Expertenbericht (Winter II) sowie die von der EG eingesetzte Expertenkommission zur Weiterentwicklung des europäischen Gesellschaftsrechts einer eigenständigen europäischen Privatgesellschaft zurückhaltend gegenüber<sup>170</sup>.

162 Vgl Art. 3 Abs 1 lit. d VO-E.

163 Vgl Art. 3 Abs 1 lit. b VO-E.

164 Arg e Art. 16 Abs 1 VO-E.

165 Vgl Art 16 Abs 2 VO-E.

166 Vgl Art 18 VO-E.

167 Vgl Art 17 VO-E.

168 Vor allem auch dadurch, dass die Kommission ganz darauf verzichtet hat, der SPE eine grenzüberschreitende Tätigkeit bzw Anteilseigner aus verschiedenen Mitgliedsstaaten abzuverlangen (*Jean-Claude Alexandre Ho*, Die SPE in spe, Betriebs-Berater 2008, M16).

169 *Silja Maul/Victoria Röhricht*, Die Europäische Privatgesellschaft – Überblick über eine neue supranationale Rechtsform, Betriebs-Berater 2008, 1574 (1578 f).

170 *Nowotny* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht, Rz 4/7.

Vom Konzept her ist die SPE nicht so zu verstehen, dass die EU als supranationaler Gesetzgeber eine europaweit einheitliche Rechtsform schaffen wollte, sondern Unternehmen die Möglichkeit bietet, unternehmensintern eine europaweit in allen Mitgliedstaaten einheitliche Gesellschaftsform zu bilden. Durch starke Liberalisierung der Gesellschaftsnormen soll es möglich sein, mit einem einmal erarbeiteten Gesellschaftsstatut europaweit Fuß fassen zu können. Dieser anglo-amerikanische Ansatz hat allerdings auch zur Folge, dass es kein sozusagen dispositivrechtliches nationales/europäisches Fangnetz bietet und es müssten in einem in Frage kommenden Gesellschaftsvertrag umfangreichste privatrechtliche Eventualitäten berücksichtigt werden, was bereits bei der selbständig zu bildenden Struktur von Willensbildungs- oder Aufsichtsorganen seinen Anfang nimmt<sup>171</sup>. Der derzeit in Begutachtung liegende Vorschlag scheint dabei mE nicht annehmbar und birgt gemeinsam mit der großen Flexibilität ein unabschätzbar hohes rechtliches Risiko.

## B. Gesellschaftsformen in der Schweiz

Auch im schweizer Gesellschaftsrecht wird zwischen Personengesellschaften (Rechtsgemeinschaften) und Kapitalgesellschaften (Körperschaften) unterschieden. Unter erstere fallen die einfache Gesellschaft<sup>172</sup>, die Kollektivgesellschaft und die Kommanditgesellschaft. Letztere umfasst die Aktiengesellschaft, Kommanditaktiengesellschaft, Gesellschaft mit beschränkter Haftung, Genossenschaft und Verein<sup>173</sup>.

### 1. Kollektivgesellschaft

Die gesetzliche Regelung der Kollektivgesellschaft (KolG) findet sich in den Art 552–593 OR. Grundsätzlich besteht die Kollektivgesellschaft aus zwei oder mehr natürlichen Personen, die ohne Beschränkung gegenüber den Ge-

---

171 Vgl Referat Prof. Dr. Heinz Krejci, *Societas Private Europaea*, im Rahmen der Jahrestagung 2008 des Krakauer Forums der Rechtswissenschaften.

172 Die einfache Gesellschaft entspricht ihrer Konzeption nach der österreichischen Gesellschaft bürgerlichen Rechts und wird im Rahmen dieser Arbeit nicht näher untersucht. Ebenso wenig wird die Stiftung gem Art §§ 80 ZGB weiter untersucht, die, obwohl im Gegensatz zur österreichischen Form, unternehmerisch tätig werden darf, jedoch als Zweckvermögen mit eigener Rechtspersönlichkeit keine Eigentümerstrukturen am Vermögen zulässt (vgl dazu unter Punkt III.B.3.).

173 Die Genossenschaft wird aufgrund ihres Zweckes der «*Förderung oder Sicherung bestimmter wirtschaftlicher Interessen ihrer Mitglieder in gemeinsamer Selbsthilfe*» gem Art 828 OR keiner näheren Untersuchung zugeführt, wie auch der Verein, der gem Art 60 ZGB nur einen nichtwirtschaftlichen, sog idealen Zweck, verfolgen darf.

sellschaftsgläubigern haften<sup>174</sup>. Allen Mitgliedern der KolG kommen grundsätzlich die gleichen Rechte zu, unabhängig von der Kapitalbeteiligung<sup>175</sup>. Auffallend ist das gesetzliche Verbot der Beteiligung von juristischen Personen an der Gesellschaft. Dieser Ausschluss gilt nur für die Kollektivgesellschaft, die Komplementäre einer Kommanditgesellschaft sowie für die unbeschränkt haftenden Aktionäre einer Kommanditaktiengesellschaft, nicht jedoch bei anderen schweizer Gesellschaftsformen<sup>176</sup>.

Das schweizer Gesellschaftsrecht fasst die einfache Gesellschaft, die Kollektiv-gesellschaft und die Kommanditgesellschaft unter den Begriff Rechtsge-meinschaft zusammen und meint damit nichts anderes, als die österreichischen Personengesellschaften. Es wird also ein Zusammenschluss mehrerer Personen zu einer Gesamthandgemeinschaft umschrieben, deren Primat der Gesellschaft ist, dessen Ausscheiden aus der Gemeinschaft grundsätzlich die Auflösung der Gesellschaft zur Folge hat<sup>177</sup>.

Es ist anzumerken, dass grundsätzlich die Form der einfachen Gesellschaft in der Schweiz als Subsidiärform gilt<sup>178</sup>. Das heisst einerseits, dass die Gesellschaftsformen der Kollektivgesellschaft, der Kommanditgesellschaft, der Aktiengesellschaft, der Kommanditaktiengesellschaft, der Gesellschaft mit beschränkter Haftung, schließlich der Genossenschaft und des Vereines auf der Grundstruktur der einfachen Gesellschaft aufbauen, andererseits die einfache Gesellschaft aber auch als Auffanggesellschaftsform derselben, fehlerhaft gegründeten Gesellschaften fungiert. Letzteres bedeutet mit anderen Worten, dass die anderen Gesellschaftsformen immer nur dann vorliegen, wenn deren besondere, gesetzlich vorgegebene Voraussetzungen erfüllt sind. Als einfaches Beispiel sei angeführt, dass die KolG zur Führung eines nichtkaufmännischen Gewerbes im Handelsregister einzutragen ist und schließlich an der KolG (im Gegensatz zur einfachen Gesellschaft) keine juristischen Personen beteiligt sein dürfen – fehlt eine dieser Voraussetzungen, so liegt eine einfache Gesellschaft vor<sup>179</sup>.

174 Vgl Art 552 OR.

175 Arthur Meier-Hayoz/Peter Forstmoser, Schweizerisches Gesellschaftsrecht<sup>10</sup> (2007) § 13 N 8.

176 Der schweizer Gesetzgeber wollte mit dieser Vorschrift (die ursprünglich umstritten war) den Charakter der KolG als eine Personengesellschaft besonders betonen. Es ging ihm dezidiert darum, durch gezieltes Dazwischenschalten von juristischen Personen die persönliche Haftung der Beteiligten ausschließen zu können (vgl dazu Meier-Hayoz/Forstmoser, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 13 N 13).

177 Meier-Hayoz/Forstmoser, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 2 N 5 f.

178 Vgl dazu etwa Art 557 Abs 2 OR: «Soweit keine Vereinbarung getroffen ist, kommen die Vorschriften über die einfache Gesellschaft zur Anwendung, (...)».

179 Vgl unter anderem Art 557 Abs 2 OR; Heinrich Honsell/Nedim Peter Vogt/Rolf Watter (Hrsg), Basler Kommentar, Obligationenrecht II<sup>2</sup> (2002) Art 530 Rz 13; Meier-Hayoz/Forstmoser, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 12 N 34 f.

Die gesetzliche Regelung der KolG hat gem Art 557 Abs 1 OR – gleichsam dem österreichischen Modell der OG – dispositiven Charakter und es haben abweichende Vereinbarungen der Gesellschafter im Gesellschaftsvertrag über das Innenverhältnis Vorrang gegenüber dem Gesetz<sup>180</sup>.

Zur Gründung der Gesellschaft bedarf es eines formfreien Gesellschaftsvertrages mindestens zweier Gesellschafter. Es wird in der Folge zwischen dem Betrieb eines kaufmännischen oder eines nichtkaufmännischen Gewerbes unterschieden, was im letzten Fall<sup>181</sup> die Eintragung der KolG im Handelsregister zum konstitutiven Entstehungsakt macht, im ersten Fall<sup>182</sup> jedoch lediglich deklarativen Charakter besitzt<sup>183</sup>.

Gem Art 563 f OR ist ohne besondere Regelung im Gesellschaftsvertrag jeder einzelne Gesellschafter allein vertretungsbefugt, abweichende Regelungen können vereinbart und müssen zur Wirksamkeit im Handelsregister eingetragen werden. Die Vertretung durch Dritte kann gem Art 566 OR durch bestellte Prokuristen und Handlungsbevollmächtigte erfolgen.

Das Gesellschaftsvermögen ist vom Privatvermögen der Gesellschafter selbstständig. Es steht den Gesellschaftern zu gesamter Hand zu, dh allen Gesellschaftern gemeinsam. Es setzt sich aus den Beitragsleistungen der Gesellschafter und den Ergebnissen der Geschäftstätigkeit zusammen und bildet ein Sondervermögen, das von den Privatvermögen der einzelnen Gesellschafter losgelöst ist<sup>184</sup>. Diese Trennung hat gem Art 572 Abs 1 OR zur Folge, dass ein Privatgläubiger eines Gesellschafters nicht befugt ist, das Gesellschaftsvermögen zu seiner Befriedigung in Anspruch zu nehmen, ebenso lässt der Konkurs eines Gesellschafters das Gesellschaftsvermögen (und umgekehrt) gem Art 571 OR unberührt.

Gem Art 531 OR hat jeder Gesellschafter einen Beitrag zu leisten, wobei Beiträge im weiteren Sinn alle Leistungen umfassen, die zur Erreichung des Gesellschaftszwecks dienlich sind: Geld-, Sach- und Arbeitsleistungen, schon allein die Übernahme persönlicher Haftung, der Verzicht auf die Ausübung (vermögenswerter) Rechte etc<sup>185</sup>.

---

180 Vgl Art 557 Abs 1 OR; *Meier-Hayoz/Forstmoser*, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 12 N 5, 75.

181 Vgl Art 553 OR.

182 Vgl Art 552 OR.

183 Vgl Art 934 Abs 1 OR sowie Handelsregisterverordnung vom 7. Juni 1937 (HRegV), 53; diese Regelung ähnelt der in Österreich vor dem HaRÄG 2005 üblichen Unterscheidung zwischen vollkaufmännischem und minderkaufmännischem Gewerbe, welches wiederum die Anwendungsmöglichkeiten der Offenen Handelsgesellschaft bzw der Kommanditgesellschaft (OHG bzw KG) für erstere und der Eingetragenen Erwerbsgesellschaften (EEG in der Form der OEG bzw KEG) für letztere Betriebsart determinierte.

184 *Meier-Hayoz/Forstmoser*, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, §§ 12 N 36 ff, 13 N 19 f.

185 *Meier-Hayoz/Forstmoser*, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, §§ 12 N 36 ff.



Die gesetzliche Regelung sieht in Art 533 Abs 1 OR vor, dass alle Gesellschafter ohne Rücksicht auf die Art und Grösse seines Beitrages zu gleichen Teilen an Gewinn und Verlust beteiligt ist. Meist werden die Parteien das Bedürfnis haben, ihre Anteile an Gewinn und Verlust vertraglich zu bestimmen – vor allem dann, wenn ihre Beiträge an die Gesellschaft verschieden groß sind. Art 558 Abs 2 OR gewährt jedem Gesellschafter eine fixe Jahresverzinsung von 4 %<sup>186</sup>. Da Gewinn- und Verlustverteilung allein das Verhältnis der Gesellschafter untereinander betrifft (Innenverhältnis) sind diese Regelungen im OR dispositiv und es haben gesellschaftsvertragliche Abweichungen vom Gesetz Vorrang. Die gesetzliche bzw gesellschaftsvertragliche Regelung der Gewinnverteilung findet in weiterer Folge auch bei der Liquidation der Gesellschaft Anwendung<sup>187</sup>.

Für die Verpflichtungen der Gesellschaft haftet zunächst das Gesellschaftsvermögen. Dieses Sondervermögen dient gemäß Art 570 Abs 1 OR ausschliesslich der Befriedigung der Gläubiger der Gesellschaft. Reicht das Gesellschaftsvermögen zur Deckung der Gesellschaftsschulden nicht aus, dann haften subsidiär alle Gesellschafter gem Art 568 OR persönlich, unbeschränkt, unbeschränkbar und solidarisch. Die Haftung des Kollektivgesellschafters tritt aber erst dann ein, wenn entweder die Gesellschaft aufgelöst wird, die Gesellschaft erfolglos betrieben, also exekutiert wurde oder der Gesellschafter selbst in Konkurs geraten ist<sup>188</sup>. Die Haftung kann intern einer abweichenden Regelung zugeführt werden (zB Beschränkung auf einen Höchstbetrag für einzelne Gesellschafter), hat dann aber in der Folge Dritten gegenüber keine Wirkung<sup>189</sup>.

Scheidet ein Gesellschafter aus einer KolG aus, so haftet dieser gem Art 591 Abs 1 OR für weitere fünf Jahre für im Zeitpunkt seines Ausscheidens bestehende Gesellschaftsschulden.

Die Kollektivgesellschaft wird grundsätzlich durch das Ausscheiden auch nur eines Gesellschafters aufgelöst<sup>190</sup>. Hinsichtlich der möglichen, gesellschaftsvertraglich zu vereinbarenden Varianten wird auf die drei angeführten Sachverhalte auf Seite 21 und die daran anschließenden Ausführungen zur Fortsetzungsklausel im österreichischen Recht der OG verwiesen, welche ident im schweizer Obligationenrecht zur Anwendung kommen<sup>191</sup>. Die Übertragung der Mitgliedschaft ist mit Zustimmung aller übrigen Gesellschafter gem Art 542 OR möglich.

186 Entspricht der gesetzlichen Regelung einer «Vordividende» des durch das HaRÄG 2005 in Österreich aufgehobenen Handelsgesetzbuchs (HGB) zu OHG/KG und den eingetragenen Erwerbsgesellschaften.

187 Vgl Art 557 Abs 2 iVm 533 OR.

188 Vgl Art 568 Abs 3 OR.

189 Honsell/Vogt/Watter, Obligationenrecht II<sup>2</sup>, Art 568 Rz 10.

190 Vgl Art 545 Abs 1 Z 2 und Z 6 iVm 574 Abs 1 OR.

191 Vgl Art 576 OR.

Der ausscheidende Gesellschafter hat einen schuldrechtlichen (keinen gesellschaftsrechtlichen) Anspruch auf Abfindung. Die Höhe der Abfindung bemisst sich nicht nach dem Liquidationserlös, sondern nach dem Fortführungswert des Anteils – also dem Wert, den die Beteiligung zur Zeit des Ausscheidens unter Berücksichtigung der Fortsetzung der Gesellschaft aufweist. Stille Reserven und good will sind daher zu aktivieren, aber etwa auch negative Zukunftsprognosen zu berücksichtigen. Über die Höhe des Betrages können die Gesellschafter bereits im Gesellschaftsvertrag Regelungen treffen. Die Berechnung des Auseinandersetzungsguthabens erfolgt im Gegensatz zur österreichischen Rechtslage nicht unter Berücksichtigung der von der Gesellschaft geführten Kapitalkonten, sondern es wird die bisherige Gewinnverteilungssystematik herangezogen. Insofern umfasst die Abfindungsforderung zum einen den Wert, für den die Einlagen des Ausscheidenden übernommen worden sind<sup>192</sup>. Weiters sind vom Nettovermögen der Gesellschaft die Einlagen aller Gesellschafter in Abzug zu bringen. Was übrig bleibt, ist noch nicht ausbezahlter Gewinn<sup>193</sup>, an dem der Ausscheidende im Rahmen seiner bisherigen Gewinnbeteiligung partizipiert<sup>194</sup>. Dem Richter steht es offen, diesen Betrag zu kürzen, insoweit dem Ausscheidenden ein Verschulden am Ausscheiden vorzuwerfen ist<sup>195</sup>.

Dieses System der richterlichen Festsetzung erscheint mE nicht tragbar und es ist auf jeden Fall notwendig, bereits im Gesellschaftsvertrag eine dahingehende Vereinbarung zu treffen, da davon auszugehen ist, dass im Falle des Ausscheidens eines Gesellschafters eine einstimmige Beschlussfassung der Gesellschafter über Abfindungsbeträge oftmals nicht mehr möglich ist.

Abschließend lässt sich feststellen, dass die schweizer Kollektivgesellschaft der österreichischen Offenen Gesellschaft sehr ähnlich ist. Sie darf also ein kaufmännisch geführtes Unternehmen betreiben, unter eigener Firma auftreten und ist vermögensfähig. Auch wenn sie noch keine eigene Rechtspersönlichkeit besitzt, so eignet sie sich insofern doch für den Rechtsverkehr mit Dritten. Gravierender Unterschied ist jedenfalls das Verbot der Aufnahme juristischer Personen in den Gesellschafterkreis<sup>196</sup>. Im Rahmen von PE-Finanzierungen erscheint diese Gesellschaftsform mE lediglich für Privatpersonen,

---

192 Vgl Art 548 Abs 2 OR.

193 Dieser Betrag umfasst mE offenbar den seit der Gründung der Gesellschaft mit den Einlagen der Gesellschaftern erwirtschafteten Gewinn, sei er auch über die Jahre in Anlage- bzw Umlaufvermögen der Gesellschaft umgewandelt worden.

194 Ergibt sich aufgrund dieser Berechnung ein Verlustbetrag, so partizipiert der Ausscheidende respektive der bisher in der Gesellschaft gegolten habenden Verlusttragung an diesem Fehlbetrag und es besteht insoweit eine Forderung der Gesellschaft gegenüber dem Ausscheidenden in entsprechendem Umfange (vgl *Honsell/Vogt/Watter*, Obligationenrecht II<sup>2</sup>, Art 581 Rz 7).

195 *Honsell/Vogt/Watter* (Hrsg), Obligationenrecht II<sup>2</sup>, Art 581 Rz 1 ff.

196 Vgl dazu unter Punkt II.A.2.a) und Punkt II.B.2.

also business angels, brauchbar, für institutionelle Investoren im Sinne von kapitalgesellschaftlich strukturierten Finanzintermediären bleibt diese Anwendung außen vor<sup>197</sup>.

Wie auch bei der österreichischen OG steht einer PE-Investition vor allem die Problematik der unbeschränkten Haftung und eines fehlenden Marktes für KolG-Anteile entgegen. Es ist daher als Fazit derselbe Sukkus anzuwenden, der bereits bei der Bewertung der österreichischen OG erarbeitet worden ist<sup>198</sup>.

## 2. Kommanditgesellschaft

Die gesetzliche Regelung der Kommanditgesellschaft (KomG) erfolgt in Art 594–619 OR. Der österreichischen Gesellschaftsform der KG entsprechend<sup>199</sup> besteht jede KomG aus je einem Komplementär und einem Kommanditär.

Die Stellung des Komplementärs ist deckungsgleich mit jener eines Gesellschafters in einer KolG. Im Unterschied zur Kollektivgesellschaft muss nur der Komplementär eine natürliche Person sein. Dieser nimmt an der Geschäftsführung teil und haftet unbeschränkt für die Verbindlichkeiten der KolG. Der Kommanditär ist lediglich Geldgeber und darf sich nicht an der Geschäftsführung beteiligen – er nimmt die Stellung des Investors ein, ohne sich stark in die Gesellschaft zu involvieren<sup>200</sup>.

Hinsichtlich der Beiträge an die KomG ist die *Kommanditeinlage* von der *Kommanditsumme* zu unterscheiden<sup>201</sup>. Der vom Kommanditär zu leistende Beitrag an die Gesellschaft wird Kommanditeinlage genannt. Die Kommanditeinlage betrifft ausschließlich das Innenverhältnis der Gesellschaft. Wie in Österreich muss dieser Beitrag nicht in bar bzw in Geld bewertbaren Sacheinlagen erfolgen, sondern es kann auch eine Arbeitsleistung erbracht werden, deren Bewertung im Handelsregister zu vermerken ist<sup>202</sup>. Die Kommanditsumme hingegen legt die Haftungsobergrenze des Kommanditärs im Aussenverhältnis gegenüber den Gesellschaftsgläubigern fest. Kommanditsumme und Kommanditeinlage müssen betragsmäßig nicht übereinstimmen. Die bereits geleistete Kommanditeinlage wird dem Kommanditär im Falle der Haftung

197 Stand der im Handelsregister eingetragenen KolG's in der Schweiz per 31.12.2008: 13.750.

198 Vgl dazu unter Punkt II.A1.

199 Vgl dazu unter Punkt II.A.2.

200 Vgl Art 600 Abs 1 OR.

201 Das Obligationenrecht unterscheidet unglücklicherweise nicht zwischen den beiden Begriffen. In den Art 596 Abs 3, 601 Abs 1 und 3, 616 Abs 2 OR sollte der Begriff Kommanditeinlage verwendet werden.

202 Honsell/Vogt/Watter, Obligationenrecht II<sup>2</sup>, Art 594 Rz 6.

an seine Kommanditsumme angerechnet<sup>203</sup>. Die Bedeutung und Anwendung des Ausdruckes *Kommanditeinlage* ist daher mit der österreichischen *Pflichteinlage* gleichzusetzen und der Ausdruck *Kommanditsumme* stellt das schweizer Pendant zur österreichischen *Haftsumme* dar.

Die Gewinnverteilung erfolgt mangels einer konkreten gesellschaftsvertraglichen Regelung gem Art 601 Abs 2 OR durch einen Richter nach dessen freien Ermessen. Das Gesetz verzichtet bewusst auf eine allgemeine Regelung und es ist daher dringendst anzuraten im Gesellschaftsvertrag die Gewinnverteilung festzulegen. Den Verlust muss auch der Kommanditär mittragen und der auf ihn entfallende Verlustanteil wird in vollem Umfang angerechnet, selbst dann, wenn sein Kapitalanteil negativ ist. Wie auch in Österreich dienen künftige Gewinne zunächst der Wiederauffüllung des Kapitalanteils, was eine Ausschüttung verbietet. Für die endgültige Verlusttragung bei der Liquidation der Gesellschaft bzw beim Ausscheiden des Kommanditärs aus der Gesellschaft bildet dagegen die vereinbarte Kommanditeinlage die obere Grenze<sup>204</sup>. Wie bei der österreichischen KG gilt als Voraussetzung des Bezuges von Gewinnen, Zinsen und Honoraren nach Art 601 Abs 3 OR, dass der Kommanditär seine Kommanditeinlage in vollem Betrage geleistet haben muss. Schließlich steht dem Kommanditär eine «Vordividende»<sup>205</sup> im Rahmen eines fixen Zinssatzes von 4 % zu. Dieser Anspruch besteht allerdings nur, insoweit der Kapitalanteil<sup>206</sup> des Kommanditärs dadurch nicht tangiert wird<sup>207</sup>, insofern also die Gesellschaft einen Überbetrag erwirtschaftet hat und das «arbeitende Kapital» nicht geschmälert wird. Insoweit erfährt der Kommanditär gegenüber dem Komplementär eine Schlechterstellung.

Die Haftung des Komplementärs entspricht derjenigen des Kollektivgesellschafters. Die Haftung der Kommanditäre beschränkt sich auf die nach außen (etwa im Handelsregister) kundgegebene Kommanditsumme<sup>208</sup>. Der Kommanditär haftet grundsätzlich subsidiär, persönlich, beschränkt und solidarisch mit seinem Privatvermögen. Was der Kommanditär bereits als Einlage in die Gesellschaft eingebracht hat, kann er der Kommanditsumme anrechnen lassen, was bis zum Ausschluss der Haftung führen kann<sup>209</sup>.

---

203 *Meier-Hayoz/Forstmoser*, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, §§ 14 N 29 ff.

204 Vgl Art 601 Abs 1 OR; davon zu unterscheiden ist das Haftungsrisiko des Kommanditärs, siehe dazu gleich; *Meier-Hayoz/Forstmoser*, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>.

205 Vgl dazu FN 188 zur ehemaligen österreichischen Rechtslage.

206 Basis der Berechnung sind also weder Kommanditanteil noch Kommanditsumme.

207 Dieser Zinsanspruch ergibt sich nicht direkt aus dem Gesetz, sondern im Wege der Interpretation (dieser Ansicht ua *Meier-Hayoz/Forstmoser*, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, §§ 14 N 37 f; *Jürgen Wagner*, Gesellschaftsrecht in der Schweiz und in Liechtenstein<sup>1</sup> (1995) 28).

208 Vgl Art 608 Abs 1 OR.

209 *Honsell/Vogt/Watter*, Obligationenrecht II<sup>2</sup>, Art 610 Rz 5 f.

Hinsichtlich des Austretens eines Kommanditärs und der damit verbundenen Haftungsfolgen und Abfindungsansprüche gelten dieselben Regelungen wie bei der KolG respektive einfachen Gesellschaft mit den dazugehörigen Ausführungen oben unter Punkt 2.2.1. Das Ausscheiden eines Kommanditärs oder Komplementärs ist also grundsätzlich nicht möglich und hat die Auflösung der Gesellschaft zur Folge<sup>210</sup>, es sei denn es wurde eine Fortsetzungsklausel vereinbart. Dem Kommanditär steht ein Abfindungsanspruch in Höhe des Fortführungswertes an der Gesellschaft unter Heranziehung der bisherigen Gewinnverteilungssystematik zu; Verlustübernahme erfolgt im Extremfall bis zur Höhe der Kommanditeinlage – gesellschaftsvertragliche Regelungen genießen hier wiederum Vorrang. Ebenso gilt die Weiterhaftung für fünf Jahre ab dem Ausscheiden aus der Gesellschaft maximal bis zur Höhe der Kommanditsumme<sup>211</sup>. Schließlich lebt im Falle der Leistung einer Abfindung an den ausscheidenden Kommanditär aus dem Gesellschaftsvermögen die Haftung des Kommanditärs im Umfang dieses Kapitalbetrages wieder auf (wie auch in Österreich)<sup>212</sup>.

Wie auch im österreichischen Recht ist die schweizerische KG unter den Personengesellschaften diejenige mit dem stärksten kapitalistischen Einschlag. Wie bereits erwähnt<sup>213</sup>, ist es aber im schweizerischen Recht nicht möglich, eine juristische Person zum unbeschränkt haftenden Komplementär einer KG zu machen<sup>214</sup>. Die in Österreich sehr populäre Konstellation einer GmbH & Co KG ist somit in der Schweiz nicht möglich und die KG bleibt für PE-Investments lediglich für als Privatpersonen agierende business angels interessant. Der Gründung einer KG wird daher im Allgemeinen oft die Gründung einer stillen Gesellschaft vorgezogen, bei der der stille Gesellschafter an Gewinn und Verlust beteiligt werden kann und sein Risiko beschränkt wird<sup>215</sup>.

### 3. Stille Gesellschaft

Wie auch in Österreich beteiligt sich in der Schweiz der stille Gesellschafter mit einer Einlage an der geschäftlichen Tätigkeit des Hauptgesellschafters und erhält dafür einen Anteil am Gewinn. Die Einlage geht dabei in das Vermögen des Hauptgesellschafters über. Die stille Gesellschaft ist eine reine Innengesellschaft, bei der nach außen lediglich der Hauptgesellschafter auftritt, der alleine aus der Geschäftstätigkeit berechtigt und verpflichtet ist. Darin spiegelt sich

210 Vgl Art 619 Abs 1 iVm 574 Abs 1 und 545 OR.

211 *Meier-Hayoz/Forstmoser*, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, §§ 14 N 41.

212 *Honsell/Vogt/Watter*, Obligationenrecht II<sup>2</sup>, Art 610 Rz 8.

213 Vgl dazu unter Punkt II.B.1.

214 Vgl Art 552 Abs 2 OR.

215 *Wagner*, Gesellschaftsrecht<sup>1</sup>, 26 f; Stand der im Handelsregister eingetragenen KG's in der Schweiz per 31.12.2008: 2.441.

auch der wesentliche Unterschied zum Kommanditär, der nach außen durch Eintragung ins Handelsregister in Erscheinung tritt. Der Einstieg eines Dritten, etwa eines PE-Investors, in eine bestehende stille Gesellschaft ist also nicht möglich.

Die stille Gesellschaft ist im Gesetz nicht geregelt. Sie folgt nach herrschender Ansicht grundsätzlich den Regeln der einfachen Gesellschaft und wird auch als *stille Gesellschaft besonderer Art* qualifiziert<sup>216</sup>. Sie muss dennoch grundsätzlich zu den folgenden drei zu ihr ähnlichen Rechtsformen unterschieden werden: Der Kommanditgesellschaft, der einfachen Gesellschaft und dem partiarischen Darlehen. Bevor aber die maßgeblichen Abgrenzungskriterien zu genannten Varianten erörtert werden, sollen die spezifischen Merkmale und Strukturen möglicher stiller Gesellschaften untersucht werden.

Wie angesprochen schildert sich die Stellung des Stillen als die eines Investors. Die Möglichkeiten der Beitragsleistungen orientieren sich an der einfachen Gesellschaft und lassen daher auch die Einbringung von Arbeitsleistung zu. Diese Beiträge gehen allerdings in das Vermögen und die alleinige Verfügungsmacht des Hauptgesellschafters über – es besteht also keine Gesamthandschaft<sup>217</sup>. Die stille Gesellschaft an sich hat demnach kein Vermögen.

Der stille Gesellschafter nimmt nicht an der (internen) Geschäftsführung teil. Das Gewicht des Stillen ist jedoch von der hL strittig und es wird angenommen, dass der Hauptgesellschafter nur für außerordentliche Handlungen die Zustimmung des Stillen einholen muss. Unbestritten ist jedoch, dass nicht sämtliche Mitwirkungsrechte des Stillen ausgeschlossen werden dürfen, ansonsten lediglich ein Darlehensverhältnis vorliegt (siehe gleich). Es kann auch ein Vorrang der Weisungen des Stillen im Innenverhältnis vereinbart werden. Für die Vertretung nach außen jedoch gilt, dass immer nur der Hauptgesellschafter allein für die Gesellschaft auftritt. Dem Stillen kann aber durchaus die Prokura (oder Handlungsvollmacht) erteilt werden, was in der Praxis häufig der Fall ist<sup>218</sup>.

Für Gesellschaftsschulden haftet ausschließlich der Hauptgesellschafter, die Gesellschaftsgläubiger haben keinen Zugriff auf das Vermögen des Stillen (reine Innengesellschaft). Der Gläubiger kann lediglich auf die Einlage des Stillen, die ja in das Vermögen des Hauptgesellschafters übergegangen ist, greifen<sup>219</sup>.

Auch Gewinn- und Verlustbeteiligung orientieren sich an der einfachen Gesellschaft, wobei jedenfalls gesellschaftsvertragliche Regelungen getroffen

---

216 Meier-Hayoz/Forstmoser, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, §§ 15 N 2; so auch Martina Wittibschlager, Einführung in das schweizer Recht (2000) Rz 640.

217 Meier-Hayoz/Forstmoser, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, §§ 15 N 24 mwN; vgl auch Ausführungen zur Beitragsleistung unter Punkt II.B.1.

218 Meier-Hayoz/Forstmoser, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, §§ 15 N 30 ff, 39 ff.

219 Meier-Hayoz/Forstmoser, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, §§ 15 N 24.

werden sollten, ansonsten wiederum richterliches Ermessen zur Anwendung kommen kann. Wie auch bei der Kommanditgesellschaft wird ansonsten angenommen, dass die Einlage des Stillen die obere Grenze der Verlustbeteiligung darstellt<sup>220</sup>. Eine Unterscheidung zwischen typischer und atypischer stiller Gesellschaft, wie sie in Österreich aus dem Steuerrecht heraus geboren wurde und dort auch ständige Anwendung findet, erfolgt in der Schweiz nicht<sup>221</sup>. Die rechtlichen Ausgestaltungsmöglichkeiten der stillen Gesellschaft stehen jeder möglichen Variante offen und wird daher auf den Einzelfall abgestellt (siehe gleich).

Die Auseinandersetzung mit dem Stillen bei Auflösung der Gesellschaft des Hauptgesellschafters bzw bei Ausscheiden des Stillen gestaltet sich einfacher als bei der Kommanditgesellschaft. Da die Beitragsleistungen in das Vermögen des Hauptgesellschafters übergegangen sind, entsteht bei der stillen Gesellschaft lediglich ein Abrechnungsverhältnis und es stehen dem Stillen obligatorische Ansprüche gegen den Hauptgesellschafter zu.

Regelmäßig muss daher bei Eingehen einer stillen Gesellschaft geprüft werden, ob das Rechtsverhältnis nicht als partiarisches Darlehen, Kommanditgesellschaft oder einfache Gesellschaft qualifiziert werden könnte. Der Unterschied zum Kommanditär ist vor allem jener, dass dieser nach außen durch Eintragung ins Firmenbuch in Erscheinung tritt. Zum Darlehensgeber dadurch, dass der Stille aktiv Einfluss am Geschäftsbetrieb nimmt und Kontrollrechte ausüben kann und ein gemeinsamer Zweck mit gleichlaufenden Interessen verfolgt wird. Hinsichtlich einer einfachen Gesellschaft müssen die Eigenarten der stillen Gesellschaft als Sonderform der erstgenannten hervortreten: Reines Innenverhältnis, analoge Anwendung der Rechtsstellung eines Kommanditärs bei Gewinn- und Verlustrechnung sowie kein Vorliegen eines Gesamthandvermögens.

Diese Unterscheidungskriterien können für eine erste, grobe Abgrenzung erfolgreich herangezogen werden, es kommt aber im Einzelfall auch immer auf die konkreten gesellschaftsvertraglichen Regelungen an<sup>222</sup>.

Wie auch die österreichische Form der stillen Gesellschaft<sup>223</sup> steht hier der Primat der Risikobegrenzung einer diskreten Beteiligung im Mittelpunkt. Die interne Regelung lässt auch hier die Beteiligung an der Geschäftsführung zu und es können Abfindungs-modalitäten vereinbart werden, die einen PE-Investor in der Rolle des Stillen an Wertsteigerungen des Unternehmens partizipieren lassen.

220 *Meier-Hayoz/Forstmoser*, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, §§ 15 N 27.

221 Vgl dazu auf Seite 28.

222 *Meier-Hayoz/Forstmoser*, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, §§ 15 N 8 ff.

223 Vgl auch die abschließende Ausführung unter Punkt II.A.3.

#### 4. Aktiengesellschaft

Die Aktiengesellschaft (AG) wird in den Art 620–763 OR geregelt und stellt das Kernstück des schweizerischen Gesellschaftsrechts dar. Die Definition in Art 620 Abs 1 OR besagt: «Die Aktiengesellschaft ist eine Gesellschaft mit eigener Firma, deren zum voraus bestimmtes Kapital (Aktienkapital) in Teilsommen (Aktien) zerlegt ist und für deren Verbindlichkeiten nur das Gesellschaftsvermögen haftet.»

Das schweizer Gesellschaftsrecht spricht bei Aktiengesellschaften, Kommanditaktiengesellschaften und Gesellschaften mit beschränkter Haftung von Körperschaften, deren Definition den österreichischen Kapitalgesellschaften entspricht. Anders als bei Rechtsgemeinschaften steht hier die Einlagenleistung des grundsätzlich «auswechselbaren» Gesellschafters im Vordergrund, weiters tritt die Körperschaft im Rechtsverkehr durch Organe auf<sup>224</sup>. Weiters können Aktiengesellschaften und Gesellschaften mit beschränkter Haftung auch nur durch eine einzige Person gegründet und geführt werden<sup>225</sup>. Auch die Haftung für Gesellschaftsschulden durch Gesellschafter ist, der österreichischen Systematik des Trennungsprinzips entsprechend, auf die Einlagenleistung beschränkt und es kann daher der Gesellschafter höchstens subsidiär mit einem bestimmten Betrag zur Haftung herangezogen werden, dazu unten<sup>226</sup>.

Die AG verfügt über ein in bestimmter Höhe festgesetztes, nicht variables Grundkapital<sup>227</sup> in Höhe von mindestens CHF 100.000.–, das in Aktien im Wert von mindestens je 1 Rappen<sup>228</sup> zerlegt und verbrieft ist. Die Vermögens- und Mitverwaltungsrechte des Gesellschafters bemessen sich bei der AG wie auch bei den Körperschaften im Allgemeinen an der Höhe seines Kapitaleinsatzes. Abweichungen können etwa durch Vorzugs- oder Stimmrechtsaktien erreicht werden<sup>229</sup>. Das ist auch die einzige Pflicht des Aktionärs: die Verpflichtung zur Zahlung des bei der Ausgabe der Aktien festgesetzten Zeichnungsbetrages, der sog *Liberierung* der Aktien. Wie auch in Österreich sind

---

224 Meier-Hayoz/Forstmoser, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, §§ 2 N 5 f; Genossenschaft und Verein zählen ebenso zu dieser Gruppe, diese werden allerdings im Rahmen dieser Arbeit nicht erörtert.

225 Vgl Art 625 und Art 772 Abs 1 OR; Aufgrund der mit 1.1.2008 in Kraft getretenen Totalrevision des Rechts der GmbH und auch der Revision des Rechts der Aktiengesellschaft ist die Errichtung einer AG oder einer GmbH mit nur einer Person als Gründerin neu zulässig. Zuvor war ein Gesellschafterkreis von zwei bzw drei Personen gefordert (Meier-Hayoz/Forstmoser, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 1 N 6).

226 Meier-Hayoz/Forstmoser, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, §§ 2 N 95.

227 Änderungen nur durch Kapitalerhöhung bzw Kapitalherabsetzung möglich.

228 Vgl Art 621, 622 OR.

229 Meier-Hayoz/Forstmoser, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 3 N 28.



unter-pari-Emissionen unzulässig<sup>230</sup>. Die Haftung des Gesellschafters ist demnach auch auf die von ihm übernommene Pflicht der Vermögenseinlage zu einem bestimmten Betrag beschränkt<sup>231</sup>.

Mit der Aktionärsstellung ist der Anspruch sich am Gewinn der AG zu beteiligen verbunden. Die Ausschüttung erfolgt grundsätzlich jedes Jahr und die Dividende des einzelnen Aktionärs bemisst sich mangels abweichender gesellschaftsvertraglicher Regelung am Verhältnis der auf das Aktienkapital einbezahlten Beträge. Ebenso bemisst sich die Aufteilung des Gesellschaftsvermögens bei Liquidation<sup>232</sup>.

Die Mitgliedschaft in der AG ist an den Besitz einer Aktie gebunden. Diese kann originär durch Zeichnung und Liberierung von der Gesellschaft (etwa durch Kapitalerhöhung) oder derivativ durch Übertragung von Dritten erworben werden<sup>233</sup>. Der Beitrittswillige muss also im zweiten Fall einen Aktionär finden, der ihm seine Aktien veräußert. An die Übertragung sind keine Formerfordernisse gebunden und es handelt sich um einen Rechtsakt zwischen Veräußerer und Erwerber – die AG selbst wird in den Übertragungsprozess nicht eingebunden, außer es geht um bestimmte Aktienarten wie der vinkulierten Aktie<sup>234</sup>, bei deren Übertragung die übrigen Gesellschafter zustimmen müssen. Ein Kündigungs- oder Austrittsrecht kennt die Aktiengesellschaft nicht. Mit dem Austritt wäre die Rücknahme der Kapitaleinlage verbunden, es käme zu einer Reduktion des Haftungsfonds der Gesellschaft. Ein Austritt erfolgt nur über die Übertragung der Aktie an einen Dritten<sup>235</sup>. Dennoch ist die konstitutive Kapitalherabsetzung mit dem Ziel des Austritts eines bestimmten Aktionärs möglich<sup>236</sup>.

230 *Meier-Hayoz/Forstmoser*, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 16 N 153 f.

231 *Meier-Hayoz/Forstmoser*, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 2 N 95.

232 Vgl Art 660, 661 OR.

233 *Meier-Hayoz/Forstmoser*, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 16 N 296.

234 Vgl Art 685 a OR.

235 *Meier-Hayoz/Forstmoser*, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 16 N 296 ff; dennoch bestehen Möglichkeiten des Ausschlusses von Gesellschaftern, etwa durch die nach dem Fusionsgesetz geregelte Squeeze-Out Option. Sollte der Aktionär seine Aktie nicht liberieren, so kann die Gesellschaft die Aktie kaduzieren (Art 681 Abs 2 OR).

236 Darunter versteht man den Abbau von Aktienkapital bei einer entsprechenden Entgeltung der Aktionäre für die Rückgabe der zu vernichtenden Aktien. Es muss zwar grundsätzlich dabei die Gleichbehandlung der Aktionäre gewahrt werden, jedoch kann unter Zustimmung eines Aktionärs allein dessen Mitgliedschaft durch Vernichtung seines Aktienpakets unter gleichzeitiger Abgeltung seiner bisherigen Vermögensrechte erfolgen (*Honsell/Vogt/Watter*, Obligationenrecht II<sup>2</sup>, Art 732 Rz 23 e contrario).

Die AG verfügt über drei Organe: Generalversammlung, Verwaltungsrat und Revisionsstelle<sup>237</sup>. Diese drei Organe liegen allerdings hierarchisch auf gleicher Ebene und sind untereinander nicht weisungsberechtigt<sup>238</sup>.

Die Geschäftsführung erfolgt durch den Verwaltungsrat als Ganzes<sup>239</sup>. Es steht ihm aber frei, die Leitung an einzelne Mitglieder des Verwaltungsrates (Delegierte) oder an Dritte (Direktoren) zu delegieren, wozu es einer Ermächtigung in den Statuten bedarf<sup>240</sup>. Die geschäftsführenden Organe sind dabei an die Weisungen des Verwaltungsrates gebunden<sup>241</sup>. Ebenso obliegt die Vertretung der Gesellschaft grundsätzlich jedem einzelnen Mitglied des Verwaltungsrates alleine. Sie kann aber gleichsam auf wenige Mitglieder (Delegierte) beschränkt oder von Dritten (Direktoren) ausgeübt werden<sup>242</sup>. Wie auch in Österreich ist im schweizerischen Kapitalgesellschaftsrecht die Bestellung von Prokuristen und Handlungsbevollmächtigten möglich<sup>243</sup>.

Den Gesellschaftsgläubigern gegenüber ist ausschließlich die AG verpflichtet und für diese Verpflichtungen haftet allein das Gesellschaftsvermögen. Den Gläubigern der Gesellschaft steht also kein Zugriff auf das Vermögen der ein-

---

237 Die Position der Revisionsstelle ist nicht mit dem österreichischen Aufsichtsrat, sondern mit dem österreichischen Abschlussprüfer vergleichbar. Die Aufgabenbereiche der Revisionsstelle sind gem Art 728a OR die Prüfung der Existenz eines internen Kontrollsystems, der Jahresrechnung (Erfolgsrechnung, Bilanz und Anhang) und Überprüfung der gesetz- und statutenmäßigen Ausführung der Anträge auf Verwendung des Bilanzgewinnes. Die Revisionsstelle prüft dabei nur unter dem Aspekt der Rechtmäßigkeit. Unter keinen Umständen wird die Arbeit des Verwaltungsrates nach seiner Zweckmäßigkeit oder Angemessenheit überprüft. Diese Ergebnisse werden dann an den Verwaltungsrat und die Generalversammlung weitergeleitet (*Meier-Hayoz/Forstmoser*, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 16 N 479 f, 528 ff).

238 Vgl die ähnliche Struktur in Österreich zwischen Hauptversammlung, Aufsichtsrat, Vorstand und Abschlussprüfer.

239 Vgl Art 707 Abs 1 OR; durch das BG vom 16. Dezember 2005 (GmbH-Recht sowie Anpassungen im Aktien-, Genossenschafts-, Handelsregister- und Firmenrecht), in Kraft seit 1. Januar 2008 (AS 2007 4791 4839; BBl 2002 2148, 2004 3969), wurde das ursprüngliche Erfordernis der Aktionärsstellung des Verwaltungsrates in der betreffenden AG fallengelassen, nachdem es bereits durch die Möglichkeit des treuhänderischen Haltens auch nur einer «Pflichtaktie» mehr oder weniger einer bloßen Formalie gleich gekommen war. Durch selbige Novelle wurde auch die Voraussetzung der schweizer Nationalität für die Stellung des Verwaltungsrates abgeschafft und wird nunmehr lediglich ein vorhandener Wohnsitz gefordert, was auch nur durch einen Direktor erfüllt werden kann (vgl Art 718 Abs 4 OR).

240 Vgl Art 716 Abs 2 und 716b Abs 3 OR.

241 Vgl Art 716a Ziff. 1 OR sowie *Honsell/Vogt/Watter*, Obligationenrecht II<sup>2</sup>, Art 716a Rz 5.

242 Vgl Art 718 OR.

243 Das schweizer Gesellschaftsrecht kennt auch noch die in der Vertretungsmacht noch enger abgesteckte Form des Handelsreisenden (vgl Art 347 ff OR).

zeln Gesellschafter frei<sup>244</sup>. Eine Durchgriffshaftung, wie sie in Österreich bei Kapitalgesellschaften verstanden wird, erfolgt ebenso in der Schweiz bei Körperschaften. Das Verständnis der Anwendung der Durchgriffshaftung besteht wie in Österreich, sodass sie generell als Folge der rechtsmissbräuchlichen Verwendung der Gesellschaftsform der AG verstanden wird, in weiterer Folge aber wiederum Tatbestände wie Sphärenvermischung bei Gesellschafter- und Gesellschaftsvermögen, Unterkapitalisierung, aber auch Verfolgung von Sonderinteressen eines Hauptaktionärs umfasst. Es kommt auch hier zur Aufhebung des Trennungsprinzips und zur Haftung des Aktionärs für Gesellschaftsschulden. Eine subsidiäre Haftung eines Aktionärs für (gesellschaftsrechtliche) Leistungspflichten übriger Aktionäre ist ausgeschlossen<sup>245</sup>.

Zusammenfassend lässt sich eine starke Ähnlichkeit der schweizer Aktiengesellschaft zur österreichischen Form erkennen, vor allem die jüngste Revision des AG-Rechts hat in der Schweiz zu einer starken Angleichung geführt. Die Kernbereiche der AG die für diese Arbeit von Bedeutung sind, wie etwa Aktionärshaftung, hohe Fungibilität der Aktien, anonyme mitgliedschaftliche Beteiligung und auch die Börsefähigkeit der Aktien sprechen jedenfalls für den Beteiligungseinstieg. Als Plus gegenüber der österreichischen Ausgestaltung dieser Unternehmensform könnte die Möglichkeit der direkten Wahl der Verwaltungsratsmitglieder durch die Aktionäre in der Generalversammlung gewertet werden. Demgegenüber stehen der hohe Verwaltungsaufwand und die damit einher gehenden, laufenden Kosten. Das bisherige Problem der Inländereigenschaft von Verwaltungsratsmitgliedern wurde nunmehr entschärft.

Die AG ist unter den im Handelsregister eingetragenen Gesellschaftsformen mit nahezu 184.000 Gesellschaften<sup>246</sup> die am meisten verbreitete und findet sich in allen Wirtschaftszweigen<sup>247</sup>. Zahlenmäßig überholt sie sogar die Menge der im Handelsregister eingetragenen Einzelunternehmer<sup>248</sup>.

## 5. Kommanditaktiengesellschaft

Diese Gesellschaftsform korrespondiert mit der in Österreich bis 1965 vorhandenen gewesenen Gesellschaftsform der Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA), welche abgeschafft wurde, da sich offenbar niemand dieser Ge-

244 Vgl Art 620 Abs 1 und 2 OR.

245 *Peter Forstmoser/Arthur Meier-Hayoz/Peter Nobel*, Schweizerisches Aktienrecht (2006) § 62 N 47 ff sowie § 42 N 16 f.

246 Stand per 31.12.2008; auffallend ist hierbei die Entwicklung seit 31.12.2007, die einen Zuwachs von knapp 4.000 (!) Gesellschaften aufweist.

247 *Meier-Hayoz/Forstmoser*, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 16 N 669 f, 674.

248 Zahl der im Handelsregister eingetragenen Einzelunternehmer von ca 155.000 (Stand 31.12.2008).

sellschaftsform bedienen wollte<sup>249</sup>. In der Schweiz wird die Kommandit-AG als modifizierte AG betrachtet, also als Abart der AG mit personalistischem Einschlag. Im Zuge der letzten Aktienrechtsreform wurde (zum wiederholten Male) auch in der Schweiz aufgrund der seltenen Anwendungsfälle die Eliminierung der Kommandit-AG erwogen, aber aufgrund spezieller (wenn auch weniger) Bedürfnisse beibehalten. Sie sei *eine geeignete Alternative zur AG für kleine und mittlere Unternehmen*<sup>250</sup>. Da diese Gesellschaftsform nur zwölf Einträge<sup>251</sup> im schweizer Handelsregister aufweist und es sich dabei hauptsächlich um Großgesellschaften mit hohem Aktienkapital handelt, soll die genauere Untersuchung und Potentialanalyse der Kommandit-AG im Rahmen der Finanzintermediäre erfolgen<sup>252</sup>.

Nur soviel sei in diesem Kapitel gesagt: Die Komm-AG ist eine Mischform zwischen KG und AG, deren Besonderheit darin liegt, dass die Kommanditisten ihre Gesellschaftsanteile in Form von Aktien halten, sog Kommanditaktionäre. Aufgrund der starken Kontrollkompetenzen der Aufsichtsstelle gegenüber den ex lege geschäftsführenden (persönlich haftenden) Komplementären<sup>253</sup>, kann die Komm-AG den Kontrollinteressen von PE-Investoren gerecht werden – da es jedoch in praxi fast keine Anlagemöglichkeiten gibt, erscheint eine dahingehende Prüfung an dieser Stelle als überflüssig. Sogar im schweizer Handelsregister erfolgt die Suche nach Komm-AG's dementsprechend unter «sonstige Rechtsformen»<sup>254</sup>.

## 6. Gesellschaft mit beschränkter Haftung

Die schweizer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) wird in den Artikeln 772 – 827 OR geregelt und als *personenbezogene Kapitalgesellschaft* definiert, an der eine oder mehrere Personen oder Handelsgesellschaften beteiligt sind. Ihr (zum Voraus bestimmtes) Stammkapital ist in den Statuten festgelegt. Für Verbindlichkeiten haftet nur das Gesellschaftsvermögen<sup>255</sup>.

Die GmbH ist eine teils kapitalbezogene, teils personenbezogene Mischform zwischen AG und KolG. Die GmbH ist also eine Rechtsform, die eine unbeschränkte Solidarhaftung als Merkmal der Personengesellschaften ausschaltet, das Recht der Gesellschafter zur Geschäftsführung und Vertretung jedoch wahr<sup>256</sup>.

---

249 Krejci, Gesellschaftsrecht I, 359.

250 Meier-Hayoz/Forstmoser, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 17 N 39.

251 Stand September 2006; Meier-Hayoz/Forstmoser, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 17 N 3 ff.

252 Wagner, Gesellschaftsrecht<sup>1</sup>, 48.

253 Vgl Art 765 Abs 1 OR.

254 Vgl dazu Punkt 3.2.2.

255 Vgl Art 772 Abs 1 OR.

256 Wagner, Gesellschaftsrecht<sup>1</sup>, 44.

Die GmbH verfügt über ein in bestimmter Höhe festgesetztes, nicht variables Stammkapital<sup>257</sup> in Höhe von mindestens CHF 20.000.–. Dieses Kapital ist in Stammanteile der Gesellschafter unterteilt, welche jeweils einen Nennwert<sup>258</sup> von mindestens CHF 100.– erreichen müssen. Nach dem Nennwert der Stammeinlage bestimmt sich ein Teil der Vermögensrechte, wie etwa des Dividendenbezuges<sup>259</sup> oder der Verteilung des Liquidationsüberschusses<sup>260</sup> (in beiden Fällen können die Statuten eine abweichende Regelung vorsehen). Für Kapitalveränderungen – Erhöhungen und Herabsetzungen – gilt weitgehend das Aktienrecht analog<sup>261</sup>. Die Hauptpflicht des Gesellschafters einer GmbH geht allerdings im Vergleich zur AG über die Liberierungspflicht seines Anteiles hinaus und schließt auch allfällige Nachschusspflichten mit ein<sup>262</sup>. Es ist daher erkennbar, dass der schweizer Gesetzgeber wie auch in Österreich die GmbH nicht als Publikumsgesellschaft mit einer Vielzahl nicht persönlich beteiligter Gesellschafter gestalten und daher die Anteile an der GmbH bewusst der Kapitalmarktfähigkeit enthalten wollte<sup>263</sup>.

Die Mitgliedschaft in der GmbH ist daher an die Verpflichtung gebunden, eine Einlage auf das Grundkapital zu leisten. Dies kann bei der Gründung der GmbH erfolgen oder bei einer späteren Kapitalerhöhung, die Mitgliedschaft kann aber auch derivativ durch Übertragung des Anteils auf Dritte erworben werden<sup>264</sup>. Das Gesetz lässt dabei die Möglichkeiten zwischen strenger Vinkulierung und absoluter Devinkulierung offen, welche Optionen sich erst mit der Revision des GmbH-Rechts eröffnet haben<sup>265</sup>. Die Übertragung von Anteilen verlangt dabei die Schriftform<sup>266</sup>, eine öffentliche Beurkundung wie in Österreich ist seit der Revision des GmbH-Rechts nicht mehr notwendig, jedoch müssen die Gesellschafter der GmbH in das Handelsregister eingetragen werden, daher sind die Besitz- und Anteilsverhältnisse an der Gesellschaft öffent-

257 Vgl Art 773 OR.

258 Vgl Art 774 Abs 1 OR.

259 Vgl Art 798 Abs 3 OR.

260 Vgl Art 826 Abs 2 OR.

261 *Meier-Hayoz/Forstmoser*, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 18 N 44.

262 *Meier-Hayoz/Forstmoser*, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 18 N 73.

263 *Meier-Hayoz/Forstmoser*, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 18 N 51.

264 *Meier-Hayoz/Forstmoser*, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 18 N 92 f.

265 Vgl Art 786 OR.

266 Vgl Art 785 Abs 1 OR; die Schweiz sieht offenbar gegenläufig zu den europäischen Tendenzen keine Notwendigkeit der Bemühung eines Notars. Sie geht daher mit jenen kritischen Stimmen d'accord, die auch in der geplanten SEP-Gesetzgebung die Anforderung der notariellen Beglaubigung von Anteilsübertragungen eine übermäßige formelle Strapazierung erkennen wollen. (aA offenbar *Heinz Krejci*, Zehn Fragen zum Kommissionsvorschlag für eine Societas Privata Europaea, NZ 2008, 362 (367)).

lich einsehbar<sup>267</sup>. Im Gegensatz zur österreichischen Form sieht das schweizer Gesellschaftsrecht für die GmbH bereits auf gesetzlicher Basis die Möglichkeit des Ausschlusses bzw des Austritts eines Gesellschafters vor. Dabei steht einerseits zwar ebenso der Weg der Kaduzierung offen, andererseits aber auch der richterliche Ausschluss und die Variante, Gesellschafter aus statutarisch vorgesehenen Gründen durch Gesellschafterversammlungsbeschluss auszuschließen<sup>268</sup>. Hinsichtlich des aktiven Austritts durch den Gesellschafter sieht bereits das Gesetz vor, dass aufgrund wichtiger Gründe (diese können statutarisch festgelegt sein oder werden durch Klage vom Gericht festgestellt) ein Gesellschafter ohne Übertragung seines Anteiles auf andere Personen aus der Gesellschaft austreten kann<sup>269</sup>.

Das OR hat weiters ein Anschlussaustrittsrecht geregelt – sozusagen ein *take along*<sup>270</sup> *ex lege*. Ein GmbH-Gesellschafter hat somit Anspruch auf Gleichbehandlung bzw ebenfalls auf Austritt, wenn er innerhalb von drei Monaten im Anschluss an eine andere Austrittsklage gegen die GmbH ebenfalls aus wichtigen Gründen auf Austritt klagt<sup>271</sup>.

Als gesetzliche Organe fungieren die Gesellschafterversammlung, das Geschäftsführungsorgan und die Revisionsstelle<sup>272</sup>. Hinsichtlich der Geschäftsführung ist die GmbH an das Recht der Personengesellschaften angelehnt und es gilt die Selbstorganschaft, dh, dass alle Gesellschafter zur Geschäftsführung berechtigt sind<sup>273</sup>. Die Geschäftsführung wird dabei gemeinsam durchgeführt, die Vertretung, die jedem Geschäftsführer zusteht, erfolgt jedoch im Wege der Einzelvertretung<sup>274</sup> – abweichende statutarische Regelungen sind möglich. Vor

267 Vgl Art 791 OR; vgl dazu das kostenlose öffentliche Handelsregister der Schweiz [www.zefix.admin.ch](http://www.zefix.admin.ch).

268 Vgl Art 823 OR.

269 Vgl Art 822 OR.

270 Vgl dazu unter Punkt V.D.

271 Vgl Art 822a OR; damit soll verhindert werden, dass derjenige Gesellschafter, der am schnellsten reagiert, voll entschädigt wird, während andere austrittswillige Gesellschafter vorläufig oder auch definitiv leer ausgehen. Gleichzeitig soll damit der Anreiz gesenkt werden, in einer schwierigen Situation aus der Gesellschaft auszutreten, somit eine Flucht aus der Gesellschaft verhindert werden. Der richterlich bewilligte Austritt entspricht einer Kapitalherabsetzung im Umfange der Beteiligungsquote des obsiegenden Klägers, der statutarisch geregelte Austritt muss sämtliche Bewertungs- und Abfindungsregelungen im Vorfeld klarstellen (vgl Expertenbericht zum Vorentwurf für eine Reform des Rechts der Gesellschaft mit beschränkter Haftung, Vernehmlassungsunterlage vom April 1999).

272 Die Revisionsstelle wurde im Rahmen der Revision des GmbH-Rechts mit denselben Rechten ausgestattet wie die Revisionsstelle der AG.

273 Vgl Art 809 Abs 1 OR; das neue Recht der GmbH ist seit der Revision großzügiger und hat dieses Recht von den Gründungsmitgliedern der Gesellschaft auch auf alle späteren, neu hinzutretenden Gesellschafter ausgeweitet.

274 Vgl Art 814 Abs 1 OR.

allem kann auch vom Prinzip der Selbstorganschaft abgegangen werden und ein Verwaltungsrat ganz nach dem Schema der AG eingerichtet werden<sup>275</sup>. Auch bei der GmbH (wie bei der AG) muss zwar die Gesellschaft durch eine Person vertreten werden, die ihren Wohnsitz in der Schweiz hat, doch kann dieses Erfordernis auch durch einen Direktor, der nicht Gesellschafter ist, erfüllt werden<sup>276</sup>.

Die Verhältnisse der Haftung für Gesellschaftsverbindlichkeiten entsprechen jenen bei der AG: Es haftet grundsätzlich nur das Gesellschaftsvermögen. Dieses System wurde nach der alten Rechtslage durchbrochen, indem jeder Gesellschafter persönlich zur Außenhaftung für Gesellschaftsschulden herangezogen werden konnte, sofern ein anderer Gesellschafter dessen eigene Kapitaleinlage nicht voll geleistet hatte – ein Gesellschafter haftet daher in Höhe der gesamten Differenz von geleisteten und ausstehenden Stammanteilen<sup>277</sup>. Diese schweizer Sonderform der subsidiären persönlichen Haftung der Gesellschafter wurde mit der Revision des GmbH-Rechts abgeschafft, vor allem auch dadurch, dass nunmehr die Stammanteile bei der Gründung voll liberiert sein müssen und sich die Frage einer subsidiären Haftung für nicht liberierte Kapitalanteile nicht mehr stellt<sup>278</sup>. Auch die Frage der damit korrelierenden Nachhaftung ausscheidender Gesellschafter für Gesellschaftsschulden, welche nach alter Rechtslage in fünf Jahren nach der Veröffentlichung des Ausscheidens verjährte, hat somit ein Ablaufdatum<sup>279</sup>. Es bleibt aber zu beachten, dass während der Übergangsfrist und bis zur erfolgten Vollliberierung die subsidiäre persönliche Haftung aller Gesellschafter bestehen bleibt<sup>280</sup>.

275 *Meier-Hayoz/Forstmoser*, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 18 N 120.

276 Vgl Art 814 Abs 3 OR.

277 Vgl Art 772 Abs 2 iVm 780 Abs 2 Z 2 OR in der Fassung gemäß BG vom 18. Dez. 1936, in Kraft seit 1. Juli 1937 (AS 53 185; BBl 1928 I 205, 1932 I 217) in Geltung gewesen bis 31.12.2007.

278 Vgl Art 777 Abs 2 Z 2 u. 3 OR; bei bestehenden Gesellschaften, bei denen das Stammkapital nur teilweise liberiert ist, muss innerhalb einer Übergangsfrist von zwei Jahren ab Inkrafttreten der Novelle, also bis spätestens 01.01.2010, die volle Liberierung stattfinden (Übergangsbestimmungen 2005 Art 3 Abs 1 in BBl 2002 3148). In der österreichischen Rechtslage muss ein Gläubiger einer GmbH seine Forderung erst gegen die Gesellschaft rechtskräftig durchgesetzt haben und kann erst im Anschluss daran Forderungsexekution bzw in der Folge Drittschuldnerklage (§ 308 öst.EO) gegen jenen Gesellschafter erheben, dessen Stammeinlage nicht voll geleistet worden ist und auch dann nur im Ausmaß der jeweilig aushaftenden Differenz. Es wird dadurch also der Anspruch der Gesellschaft auf Leistung der Einlage durch Überweisung zur Einziehung an den Gläubiger durchgesetzt und es besteht insofern keine Außenhaftung des Gesellschafters.

279 Vgl Art 802 Abs 1 iVm 591 Abs 1 OR in der Fassung gemäß BG vom 18. Dez. 1936, in Kraft seit 1. Juli 1937 (AS 53 185; BBl 1928 I 205, 1932 I 217) in Geltung gewesen bis 31.12.2007.

280 Vgl Übergangsbestimmungen 2005 Art 3 Abs 1 in BBl 2002 3148.

Die letzte Revision des schweizer GmbH-Rechts hatte also eine Harmonisierung im Vergleich zur österreichischen Rechtslage zur Folge. Die Ausführungen zur Tauglichkeit eines PE-Investments zur österreichischen GmbH sind damit hier anwendbar.

Die GmbH ist in der Schweiz mit einer Zahl von knapp 110.000 eingetragenen Gesellschaften in der unternehmerischen Landschaft häufig vertreten<sup>281</sup>, diese Gesellschaftsform kommt vor allem im Bereich der KMU erfolgreich zum Einsatz<sup>282</sup>.

## C. Mezzaninkapital

Mezzaninkapital ist mit der Beteiligungsfinanzierung verwandt und gestaltet sich im Wesentlichen als nachrangiges Darlehen, das mit Optionen auf Geschäftsanteile ausgestattet ist, das somit eine Stellung zwischen Eigen- und Fremdmitteln einnimmt und sowohl eigen- als auch fremdkapitalähnlich strukturiert werden kann. Es wird als Ergänzung zu Beteiligungsgeschäften in der Expansionsphase und hier oft als Überbrückungsfinanzierung bis zum Börsegang eingesetzt. Insgesamt hilft der Mezzaninfinancier auch sehr hohen Finanzierungsbedarf zu decken und eine geeignete Finanzierungsstruktur einzurichten, um für Beteiligungs-Exits, wie zum Beispiel dem Börsegang, vorbereitet zu sein<sup>283</sup>. Trotz der rechtlich eindeutigen Zuordenbarkeit des in einem bestimmten Fall verwendeten Mezzaninfinanzierungsinstrumentes zu Eigenkapitalinstrumenten oder Fremdkapitalinstrumenten, besitzt dieses stets auch Merkmale der jeweils anderen Kapitalform. Weiters weist Mezzaninkapital im Gegensatz zur reinen Fremdkapitalfinanzierung meist eine in der einen oder anderen Form erfolgsabhängige Vergütung auf<sup>284</sup>.

Mezzanine-Finanzierungen kommt daher auch vor dem Hintergrund von Basel II eine besondere Bedeutung zu, da die Finanzierungsbedingungen vertraglich so ausgestaltet werden können, dass Mitbestimmungsrechte der dritten Kapitalgeber weitgehend ausgeschlossen werden, das Mezzanine-Kapital aber dennoch als wirtschaftliches Eigenkapital anerkannt wird. Dies kann sich positiv auf die Eigenkapitalquote und damit auf das Rating des betreffenden Unternehmens auswirken, welches wiederum den Verpflichtungen des Kredit-

---

281 Stand 31.12.2008; wie auch bei der AG ist ebenfalls bei der GmbH ein massiver Anstieg der Zahl der eingetragenen Gesellschaften seit 31.12.2008 um fast 8.000 (!) Gesellschaften zu beobachten.

282 *Meier-Hayoz/Forstmoser*, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 18 N 163.

283 AVCO White Paper, Bessere Rahmenbedingungen für Beteiligungskapital in Österreich (2002), 10 f.

284 *Roland Leitinger/Hannes Strobbach/Peter Schöfer/Markus Hummer*, Venture Capital und Börsegänge (2002) 75 f.



finanziers in Hinblick auf Basel II<sup>285</sup> entgegen kommt. Daher auch unter anderem der erhebliche Bedeutungsgewinn mezzaniner Finanzierungsformen in den letzten Jahren<sup>286</sup>.

Da es aus bilanztechnischer Sicht auf der Passivseite nur eine Unterscheidung von Eigenkapital und Fremdkapital gibt, bietet sich der Begriff für all jene Finanzierungsinstrumente an, die sowohl Eigen- als auch Fremdkapitalcharakter haben<sup>287</sup>. Man spricht in diesem Zusammenhang auch von hybriden Finanzierungsinstrumenten. Vom Eigenkapital hat Mezzaninkapital die Eigenschaft, als langfristig zur Verfügung gestelltes, nachrangiges Haftungskapital zu dienen<sup>288</sup>. Vom Fremdkapital stammen die unbedingte Rückzahlungsverpflichtung und die laufende und erfolgsunabhängige Basisverzinsung<sup>289</sup>. Es ergeben sich eine Vielzahl von Gestaltungsformen für Mezzaninfinanzierungen, die jedoch grundsätzlich die folgenden Merkmale gemeinsam haben<sup>290</sup>:

- Nachrangigkeit gegenüber anderen Gläubigern im Insolvenzfall.
- Vorrangigkeit gegenüber «echtem» Eigenkapital.
- Zeitliche Befristung der Kapitalüberlassung.
- Keine unmittelbaren Gesellschafter- oder Eigentümerrechte (daher auch höhere Verzinsung im Vergleich zu klassischem Fremdkapital).

Die Möglichkeiten reichen dabei von sehr eigenkapitalähnlichen (gesellschafterähnlichen) Stellungen wie dem Genussrecht oder atypischen stillen Gesellschaften bis hin zu sehr fremdkapitalnahen (gläubigerähnlichen) Stellungen wie dem nachrangigen, unbesicherten Darlehen<sup>291</sup>. Unabhängig von der Ausgestaltung als bilanzielles Fremdkapital oder bilanzielles Eigenkapital, handelt es sich bei Mezzaninkapital aufgrund seiner Nachrangigkeit nach allgemeiner Auffassung um haftendes Kapital und somit, wirtschaftlich betrachtet, um Eigenkapital<sup>292</sup>. Häufige Formen der Mezzaninfinanzierung sind die stille Ge-

285 Nach der Grundidee von Basel II sollen Kreditrisiken mit angemessenem Eigenkapital des kreditgebenden Bankinstitutes unterlegt sein: Für Kredite an Kunden guter Bonität muss eine Bank weniger Eigenkapital bereithalten, als für ausfallgefährdete Kredite. Kunden mit einer hohen Eigenkapitalquote gelten dabei als risikoärmer (vgl. *Joachim Hennrichs*, «Basel II» und das Gesellschaftsrecht, ZGR 5/2006, 564, 581 f.).

286 *Klaus Peter Berger*, Fremdkapitalnahe Mezzanine-Finanzierungen, ZBB 2/08, 92 (93).

287 *Grabherr* in *Kofler/Polster-Grüll*, Private Equity, 245.

288 Wegen des damit verbundenen hohen Risikos ist das Mezzaninkapital meist mit einem Equity-Kicker ausgestattet, der dem Fremdkapitalgeber in bestimmten Situationen das (Wandlungs-)Recht in/auf Unternehmensanteile einräumt (vgl. *Leitinger/Strobbach/Schöfer/Hummer*, Venture Capital, 76).

289 *Wilfried Stadler*, Die neue Unternehmensfinanzierung (2004) 225.

290 *Natusch* in *Michael Häger/Manfred Elkmann-Reusch*, Mezzanine Finanzierungsinstrumente<sup>2</sup> (2007) Rn 6.

291 *Natusch* in *Häger/Elkmann-Reusch*, Finanzierungsinstrumente<sup>2</sup>, Rn 22 ff.

292 *Leitinger/Strobbach/Schöfer/Hummer*, Venture Capital, 76.

sellschaft<sup>293</sup>, das partiarische Darlehen, Genussrechte und Wandelschuldverschreibungen.

Es liegt also auf der Hand, dass ein wesentlicher Vorteil der Mezzaninfinanzierung in der erhöhten Bonität und der damit verbundenen Möglichkeit, mehr Fremdkapital beanspruchen zu können, liegt. Im Folgenden wird sich auch zeigen, dass keine Gesellschaftsanteile abgegeben werden müssen und damit in der Regel nur eingeschränkte Mitspracherechte der Kapitalgeber wahrgenommen werden können. Weiters sind die Renditeerwartungen von Mezzaninkapitalgebern mit einer Spanne des Effektivzinssatzes von 10 %–20 % p. a. geringer als beispielsweise die Renditeerwartungen von PE-Investoren. Schließlich müssen sich Mezzaninkapitalgeber nicht in gleichem Ausmaß wie PE-Investoren mit Exits auseinandersetzen, da für sie keine Beteiligung am Eigenkapital vorliegt.

In konkreter Konstellation kann also ein Exit bei Mezzaninkapital vor allem durch Zeitablauf eintreten, da Genussrechte, Anleihen oder Darlehen regelmäßig auf eine bestimmte Laufzeit beschränkt sind. Aus der Sicht des Anlegers stellt sich die Frage, ob auch eine anderweitige Lösung des Vertragsverhältnisses möglich ist. Grundsätzlich stehen zwei weitere Gestaltungsvarianten des Exit's zur Verfügung: Die Kündigung des Vertragsverhältnisses und die Übertragung der Kapitalanlage auf eine andere Person. Während bei der Kündigung das Rechtsverhältnis Kapitalanlage erlischt, bleibt es bei der Übertragung bestehen<sup>294</sup>. In letzterem Fall kann der Mezzanin-Finanzier (als Anleger) die Kapitalanlage – so sie als Wertpapier verbrieft ist – an der Börse verkaufen und damit übertragen. Das Vertragsverhältnis erlischt in diesem Falle nicht, vielmehr wechselt nur ein Vertragspartner und damit wird dem veräußernden Anleger die Vertragsbeendigung ermöglicht, ohne dass zugleich der Vertrag aufgelöst und der Emittent zur Erbringung einer Abfindungsleistung verpflichtet wird<sup>295</sup>. Wegen des Bestehens dieser Exit-Möglichkeit aufgrund der leichten Verkaufsmöglichkeit über die Börse wurde vom OGH der Ausschluss eines Kündigungsrechts bei einem Genussrecht als zulässig erachtet<sup>296</sup>. Das bedeutet, dass aus dem Zusammenspiel verschiedener Lösungsmöglichkeiten auch eine Einschränkung des Kündigungsrechts zulässig ist, wenn für den Anleger die Übertragung der Anlage (Mezzaninkapital), insbesondere über die Börse, möglich ist<sup>297</sup>, was sich also auch auf dem Bereich der Anlei-

---

293 Vgl dazu unter Punkt II.A.3.

294 *Susanne Kalss*, Anlegerinteressen (2001) 455 ff.

295 OGH 7 Ob 267/02v = ÖBA 2003, 694 (*Kalss*).

296 OGH 7 Ob 267/02v = ÖBA 2003, 694 (*Kalss*); dagegen ist der völlige Ausschluss des Kündigungsrechts bei einem unbefristeten Dauerschuldverhältnis grundsätzlich als Verstoß gegen § 879 ABGB zu qualifizieren (vgl *Krejci in Rummel*, ABGB<sup>3</sup> (2000) § 879 Rz 86).

297 *Susanne Kalss/Florian Linder in Matthias Bischof/Eva Eberhartinger* (Hrsg), *Hybride Finanzierungsinstrumente* (2005) 96.

hen<sup>298</sup> und Mezzaninkredite<sup>299</sup> anwenden lassen muss. Letztere Überlegung bestätigt dadurch nochmals den Eigenkapitalcharakter von Mezzaninfinanzierungen.

## 1. Partiarisches Darlehen

Das mittel- bis langfristige partiarische Darlehen mit Laufzeiten zwischen fünf und zehn Jahren ist diejenige mezzanine Finanzierungsform, die der reinen Fremdkapitalfinanzierung am nächsten kommt. Das Nachrangdarlehen wird anderen Fremdkapitalgebern gegenüber nachrangig gestellt. Inhalt und Reichweite des Nachrangs können Gläubiger und Schuldner grundsätzlich frei vereinbaren, am laufenden Verlust und am (sinkenden bzw steigenden) Unternehmenswert nimmt das Nachrangdarlehen aber nicht teil – das Risiko des Kapitalgebers ist daher geringer. Dem Kapitalnehmer kommen dabei bestimmte kreditvertragliche Berichts- und Verhaltenspflichten, sogenannte *covenants*<sup>300</sup>, zu. Die Vergütung für den Kapitalgeber setzt sich dabei in der Regel aus einer fixen aber geringen Nominalverzinsung und einer gewinnabhängigen Vergütung zusammen. Hinzu kommen häufig sogenannte *equity kicker*<sup>301</sup> in Form von Wandlungsgenussrechten. Durch Nachrangigkeit gegenüber anderen Gläubigern sowie durch den oftmals vertraglich vereinbarten

298 Vgl dazu unter Punkt II.C.3.

299 Vgl dazu unter Punkt II.C.4.

300 Engl. Verpflichtung; Berger, Mezzanine-Finanzierungen, ZBB 2/08, 98; zu den legal covenants gehören Aufsichts- und Informationspflichten und Veräußerungsbeschränkungen. Die Einhaltung der covenants wird typischerweise durch das jährliche Testat eines Wirtschaftsprüfers nachgewiesen. Die Nichteinhaltung kann einen höheren Zinssatz oder sogar ein Kündigungsrecht des PE-Investors nach sich ziehen (Werner, Mezzanine-Kapital<sup>2</sup>, 146).

301 Diese geben dem Kapitalgeber die Möglichkeit, durch die Ausübung seines Wandlungsrechts eine Gesellschafterstellung zu erlangen und damit zusätzlich an einer Steigerung des Unternehmenswertes zu partizipieren, wobei oftmals im Rahmen der Gewährung von Mezzanine-Finanzierung gerade die Option auf eine später mögliche Gesellschafterstellung überhaupt erst Anlass zur Finanzierungszusage gibt (Wolfgang Weitnauer, Handbuch Venture Capital<sup>3</sup> (2007) 148; Berger, Mezzanine-Finanzierungen, ZBB 2/08, 103 f mwN). Equity Kicker zählen damit zur Gruppe der debt equity swaps und können bei jeder Form der Gewährung von Fremdkapital im weiteren Sinne zum Einsatz kommen, also zum Beispiel auch bei der stillen Gesellschaft (vgl Weitnauer, Handbuch<sup>3</sup>, 146). Dabei wird durch vertragliche Regelung eine Verbindlichkeit («debt») in Eigenkapital («equity») gewandelt («swap»). Eine Unternehmensverbindlichkeit kann dadurch in Vollgesellschafteranteile umgewandelt werden. Sollte sich die Zielgesellschaft bereits in der Krise befinden, kann ein debt equity swap sogar die bilanzielle Überschuldung vermeiden, da echtes Fremdkapital (Darlehen) dadurch auf die Eigenkapitalseite rückt. Ein debt equity swap eignet sich somit auch als Sanierungsinstrument (Werner, Mezzanine-Kapital<sup>2</sup> (2007) 148 f).

Ausschluss von kurzfristiger Kündbarkeit bzw Kapitalabzugsmöglichkeit erhält dieses Finanzierungsinstrument, das bilanziell stets Fremdkapital ist, Eigenkapitalnähe<sup>302</sup>. Gelegentlich wird in der Literatur auch von Nachrangdarlehen bzw Darlehen mit Gewinnbeteiligung gesprochen, denen im Grunde dieselben Eigenschaften wie dem partiarischen Darlehen zugeschrieben werden.

## 2. Genussrechte

Im österreichischen Recht fehlt eine Definition von Genussrechten. Genussrechte stellen vermögensrechtliche Ansprüche gegenüber einer (jedwed möglichen) Gesellschaftsform dar, die typischerweise nur Gesellschaftern zustehen, konkret aber an Nichtgesellschafter vergeben werden<sup>303</sup>. Die gewährten Rechte entspringen dabei jedoch nicht einer gesellschaftsrechtlichen, sondern einer schuldrechtlichen Basis<sup>304</sup>. Aufgrund der fehlenden gesetzlichen Regelung bieten Genussrechte daher den Emittenten vielfältige Gestaltungsmöglichkeiten. Generell handelt es sich um Gläubigerrechte, die auf einen Nominalwert lauten und mit einem Gewinnanspruch verbunden sind. Gesellschaftsrechtliche Mitwirkungsrechte wie etwa die Teilnahme an der Hauptversammlung und Stimmrechte kommen dem Genussrechtzeichner dabei nicht oder nur sehr eingeschränkt zu<sup>305</sup>. Der Vorzug der Einräumung von Genussrechten liegt also darin, dass weitestgehende Gestaltungsfreiheit besteht und Genussrechte daher unter bestimmten Voraussetzungen besonders eigenkapitalnahe Finanzierungsinstrumente sein können<sup>306</sup>. Dabei ist besonders vorteilhaft, dass es trotz Aufnahme neuen Kapitals nicht zu einer Überfremdung der Gesellschaft kommt, Beteiligungsverhältnisse gewahrt bleiben und die Beteiligung durch Genussrechte auch nicht publik wird<sup>307</sup>. Sie unterliegen gem § 1 Abs 1 Z 4 KMG dem Kapitalmarktrecht und sind prospektpflichtig.

## 3. Schuldverschreibungen

Schuldverschreibungen (auch als Anleihen, Obligationen oder Bonds bezeichnet) sind Wertpapiere, die dem Inhaber bestimmte Gläubigerrechte gewähren. Sie verbiefen einen Anspruch auf Rückzahlung eines bestimmten Geldbetrags

---

302 *Janeba-Hirtl/Höbart* in *Kofler/Polster-Grüll* (Hrsg) *Private Equity*, 155 f; *Weitnauer*, Handbuch<sup>3</sup>, 148

303 *Christoph Lindinger*, Über Zulässigkeit und Beendbarkeit bestimmter Genussrechte, JBl 2003, 724 (724 f).

304 *Werner*, Mezzanine-Kapital<sup>2</sup>, 56.

305 *Gugglberger/König/Mayer* in *Stadler*, Unternehmensfinanzierung, 129.

306 *Janeba-Hirtl/Höbart* in *Kofler/Polster-Grüll* (Hrsg) *Private Equity*, 154.

307 *Weitnauer*, Handbuch<sup>3</sup>, 149.

ges nach Ende der Laufzeit sowie eine entsprechende Verzinsung während der Laufzeit. Für den Bereich der Mezzanine-Finanzierung sind die Instrumente der Gewinn-, Wandel- und der Optionsanleihe von besonderer praktischer Bedeutung. Da es sich bei Wandel- und Optionsanleihen um Nebenzapapiere der Aktie gem § 174 AktG handelt, können diese nur auf Basis von Anteilen an einer AG begeben werden. Sie alle unterliegen gem § 1 Abs 1 Z 4 KMG dem Kapitalmarktrecht und sind prospektpflichtig.

Gewinnanleihen (participating bonds) stellen klassische Fremdkapitalgewährung mit üblichen Gläubigerrechten dar, deren Verzinsung in Ergänzung zum fix zu zahlenden Zinsanspruch um einen vom erwirtschafteten Gewinn abhängigen Zinssatz erhöht wird oder nur aus einem Gewinnanspruch bestehen. Die Gewinnanleihe verbrieft also eine Beteiligung am Gewinn des emittierenden Unternehmens, wobei dies bei jedweder Gesellschaftsform zulässig ist<sup>308</sup>.

Wandelanleihen (convertible bonds) gewähren dem Zeichner neben einer fixen Verzinsung das Recht, die Schuldverschreibung während ihrer Laufzeit gegen eine Aktie (oder andere) Wertpapiere umzutauschen. Die entsprechenden Wandlungskonditionen werden bereits im Vorfeld der Kapitalbereitstellung festgelegt. Anfangs wird also bei dieser Konstruktion Fremdkapital zur Verfügung gestellt, das in bestimmten Situationen in Eigenkapital gewandelt werden kann, wobei der Fremdkapitalanteil anlässlich dieser Transaktion untergeht. Es bietet sich daher die Möglichkeit erhöhter Einflussnahme auf die Zielgesellschaft (nur bei AG zulässig) zu im Vorfeld festgesetzten, unter Umständen auch günstigeren Konditionen. Macht also der Inhaber einer Wandelschuldverschreibung von seinem Wandlungsrecht Gebrauch, so geht die Schuldverschreibung unter<sup>309</sup>.

Optionsanleihen (bonds with warrants attached; warrants) verbrieften neben einer Forderung gegen den Emittenten das davon unabhängige Anrecht (Option) auf den Erwerb von Wertpapieren (zB Aktien des Anleiheschuldners selbst oder Aktien einer anderen Gesellschaft) zu einem im Vorhinein fixierten Preis. Das Optionsrecht, in einem eigenen Optionsschein verbrieft, kann deshalb auch von der verbrieften Obligation getrennt ausgeübt werden (ohne dass dadurch die Schuldverschreibung unterginge wie bei der Wandelschuldverschreibung) und auch an sich als Wertpapier eigene Wege gehen. Ob der Optionsberechtigte von seinem Recht Gebrauch macht, hängt vom Kurswert des Wertpapiers ab: Liegt dieser unter dem Optionspreis, so ist die Option wertlos, da das betreffende Wertpapier am Kapitalmarkt günstiger zum Erwerb steht<sup>310</sup>.

308 *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht, Rn 3/808.

309 *Günter H. Roth*, Wertpapierrecht<sup>2</sup> (1999) 142; *Weitnauer*, Handbuch<sup>3</sup>, 152.

310 *Roth*, Wertpapierrecht<sup>2</sup>, 142; *Weitnauer*, Handbuch<sup>3</sup>, 152.

#### 4. Mezzaninkredit

Alle die unter Punkt 2.3.3. aufgezählten Anleihe-Möglichkeiten, zu denen auch die going public Anleihe zählt, werden (in den letzten Jahren auch zunehmend in Österreich) durch eigens gegründete Mezzaninfonds als unbesicherter Kredit unter der Bezeichnung Mezzaninkredit bzw Mezzanindarlehen angeboten<sup>311</sup>. Die Laufzeit eines Mezzanin-kredites beträgt höchstens acht Jahre, wobei eine tilgungsfreie Anlaufphase oder weitgehende Endfälligkeit möglich ist. Neben einer laufenden Verzinsung wird bei Ende der Laufzeit ein Rückzahlungsaufgeld in der Höhe von etwa 45 %–60 % des Kapitals fällig. Zusätzlich kommen häufig equity kicker zum Zug, wodurch der Fond das Recht bekommt, typischerweise 3 %–5 % der Anteile des kapitalnehmenden Unternehmens begünstigt zu erwerben oder einen Teil des zugezählten Mezzaninkredits in Eigenkapital zu wandeln<sup>312</sup>. Diese Durchführungsmöglichkeit einer Form des debt equity swaps unterscheidet Mezzaninkredite von herkömmlichen, nachrangigen Darlehen.

### D. Rechtsformänderung zur Mobilisierung der Anteile

Oftmalig ändern sich die Synergien und Ziele, die ein PE-Investor im Laufe seines Engagements sucht. So kann im Rahmen einer Start Up Finanzierung eingangs eine Portfolio bestehend aus Anteilen an Personengesellschaften aus Gründen der Möglichkeit des steuerlichen Verlustausgleiches mit dem Finanzintermediär durchaus zweckdienlich sein, während hingegen andererseits im Bereich des angestrebten Exits durch Anteilsverkauf wiederum Anteile an Kapitalgesellschaften günstiger erscheinen. Allein die Möglichkeit, Anteile an Zielgesellschaften rasch erwerben und wieder veräußern zu können, wirkt sich aus der Sicht des PE-Investors positiv auf die Preisgestaltung aus.

Sobald sich ein solcher Paradigmenwechsel ankündigt, muss nach Lösungen gesucht werden. Diese finden sich vor allem im Wege der Rechtsformänderung. Abhängig von der Ursprungs- und der Endform der Zielgesellschaft bieten sich vier Möglichkeiten der Transformation der Gesellschaftsform, die in den folgenden Kapiteln besprochen werden sollen<sup>313</sup>. Der Zeitpunkt der

---

311 Entsprechende Mezzaninfonds als Finanzierer sind die *Mezzanin Finanzierungs AG* (an der etwa die UniCredit Bank Austria AG oder die Wüstenrot Versicherungs AG beteiligt sind) oder die *Investmezzanin* (Invest Mezzanine Capital Management GmbH, die eine Tochtergesellschaft der Investkredit Bank AG ist).

312 *Janeba-Hirtl/Höbart in Kofler/Polster-Grüll*, Private Equity, 155.

313 Die Möglichkeiten der Umgründung durch Zusammenschluss und Realteilung werden im Rahmen dieser Arbeit nicht näher behandelt, da es sich dabei jeweils um Vorgänge handelt, bei denen Vermögen auf eine Personengesellschaft oder eine natürliche Person übertragen wird. Für PE-Investoren ist ein solcher Vorgang nicht Ziel im Rahmen eines

Durchführung einer solchen Umgründung kann aber jedenfalls auch vor dem Einstieg eines PE-Investors liegen, um das Investment überhaupt erst interessant machen zu können. Es soll dabei ein systematischer Überblick geboten und auf praktische Anwendungsgebiete hingewiesen werden.

## 1. Umwandlung

Bei der Umwandlung ergibt sich einerseits die Variante der übertragenden Umwandlung, andererseits der Weg der rechtsformändernden Umwandlung.

Das Umwandlungsgesetz<sup>314</sup> bietet die Möglichkeit der *Übertragung* eines Unternehmens im Weg der Gesamtrechtsnachfolge unter Ausschluss der Abwicklung auf einen Gesellschafter oder in eine OG oder KG (Nachfolgerechts-träger). Dabei überträgt die umzuwandelnde Kapitalgesellschaft ihr Vermögen auf den bisherigen Hauptgesellschafter<sup>315</sup> (verschmelzende Umwandlung) oder auf eine gleichzeitig entstehende Personengesellschaft<sup>316</sup> (errichtende Umwandlung). Die bisherige Kapitalgesellschaft erlischt automatisch<sup>317</sup>.

An der *errichtenden* Umwandlung müssen mindestens 90 % des Grund- bzw Stammkapitals der Kapitalgesellschaft mitwirken. Alle übrigen in der Folge ausscheidenden Gesellschafter haben Anspruch auf Abfindung<sup>318</sup>. Minderheiten von bis zu 10 % können durch diesen Vorgang aus der Gesellschaft ausgeschlossen werden und deren Anteile von den Mehrheitsgesellschaftern oder aber auch von Dritten übernommen werden. In der Praxis wird diese Umgründungsform häufig zum Wechsel in eine GmbH & Co KG genutzt. Im ersten Schritt wird eine KG errichtet (im Fachjargon eine NewCo), zu der in weiterer Folge eine GmbH als Arbeitsgesellschafterin eintritt. In dieser GmbH sitzt dann die Geschäftsleitung, welche auch fremdorganschaftlich besetzt werden kann. Ein weiterer Anwendungsbereich findet sich für buy back's, wenn das Unternehmen auf eine natürliche Person übertragen werden soll.

Ebenso muss auch bei der verschmelzenden Umwandlung der Hauptgesellschafter Anteile im Mindestausmaß von 90 % halten und in der Hauptversammlung für die Umwandlung stimmen<sup>319</sup>. Nachfolgerechtsträger können

---

Exits, es unterbleibt daher eine nähere Untersuchung der damit verbundenen Möglichkeiten.

314 Vgl § 1 UmwG; Umwandlungsgesetz idF BGBl I 2006/75 (ÜbRÄG 2006).

315 Vgl §§ 2 ff UmwG.

316 Vgl § 5 UmwG.

317 Vgl § 2 Abs 2 Z 2 UmwG.

318 Vgl § 5 Abs 1 und 2 UmwG.

319 Vgl § 2 Abs 1 UmwG; bei der errichtenden wie auch bei der verschmelzenden Umwandlung bedarf der Umwandlungsbeschluss keiner sachlichen Rechtfertigung (vgl *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung (1997) § 2 UmwG Rz 18 mwN).

juristische oder natürliche Personen gleichermaßen sein. Die Minderheitsgesellschafter erhalten keine Anteile, sondern scheiden auch hier aus der Gesellschaft unter Auszahlung einer angemessenen Barabfindung aus<sup>320</sup>. Andere Formen der Abfindung sind bei Umwandlungen nach UmwG nach Zustimmung durch die betroffenen Gesellschafter möglich<sup>321</sup>.

Bei der *rechtsformändernden* Umwandlung wird die Organisationsform der Gesellschaft von einer AG zu einer GmbH verändert oder vice versa. Die Umwandlung einer GmbH in eine AG ist in §§ 245 – 253 AktG festgelegt, der umgekehrte Weg ist in §§ 239–244 AktG normiert. Es kommt daher hier zu keiner Vermögensübertragung, sondern zu einer Änderung des Rechtskleides. Zur Beschlussfassung ist eine Mehrheit von  $\frac{3}{4}$  des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals notwendig<sup>322</sup>. Diese Form der Umwandlung erscheint vor allem für den Fall sinnvoll, bei dem ein PE-Investor in eine GmbH investiert hat und dann in weiterer Folge den Exit durch relativ einfachen Aktienverkauf vorbereiten möchte.

Als rechtsformwechselnde Umwandlung könnte uU auch der Eintritt eines PE-Investors in eine bestehende OG in der Form eines beschränkt haftenden Kommanditisten gesehen werden. Die OG wird dadurch ex lege in eine KG umgewandelt<sup>323</sup>.

## 2. Verschmelzung

Als Verschmelzung wird die Vereinigung von Kapitalgesellschaften<sup>324</sup> unter Ausschluss der Abwicklung im Wege der Gesamtrechtsnachfolge bezeichnet<sup>325</sup>. Als einfachste Fälle sind die Verschmelzung einer GmbH auf eine GmbH<sup>326</sup> oder einer AG auf eine weitere AG anzusehen. Weiters regelte das AktG bisher allein die Verschmelzung einer GmbH auf eine AG als aufnehmende Gesellschaft<sup>327</sup>, der umgekehrte Fall ist erst seit dem GesRÄG

---

320 Vgl § 2 Abs 2 Abs 3 UmwG.

321 *Kalss*, Verschmelzung § 2 UmwG Rz 4 mwN.

322 Vgl § 239 Abs 1 AktG; höhere Beschlussfassungsquoten können gesellschaftsvertraglich vorgesehen werden.

323 Vgl § 161 Abs 1 UGB.

324 Möglich sind Verschmelzungen von AG's, GmbH's, Genossenschaften, SE's und grenzüberschreitende Verschmelzungen von Kapitalgesellschaften. Aus Sicht dieser Arbeit werden nur die Möglichkeiten der GmbH und der AG besprochen.

325 Vgl §§ 96 ff GmbHG, §§ 219 ff AktG; die Verschmelzung von Personengesellschaften ist (anders als in der Schweiz oder in Deutschland) nicht geregelt, sie lässt sich jedoch bei der OG und der KG gem § 142 UGB durch einvernehmliches Ausscheiden des vorletzten Gesellschafters herbeiführen.

326 § 96 Abs 2 GmbHG verweist für die Verschmelzung bei GmbHs auf das Aktienrecht, soweit im GmbHG nichts Abweichendes bestimmt ist.

327 Vgl § 234 AktG.



2007<sup>328</sup> möglich und wird in § 234a AktG geregelt. In letzteren Fällen der rechtsformändernden Verschmelzung ist ein Austrittsrecht mit eingeschlossener Barabfindung für widersprechende Gesellschafter vorzusehen<sup>329</sup>.

Dabei geht das Vermögen der übertragenden Gesellschaft einschließlich der Schulden mit der Eintragung der Gesellschaft auf die übernehmende Gesellschaft über<sup>330</sup>. Es wird zwischen der Verschmelzung durch Aufnahme<sup>331</sup> und der Verschmelzung durch Neugründung<sup>332</sup> einer neuen Gesellschaft (NewCo) unterschieden. In praxi stellt sich aufgrund dieser Unterscheidung also die Frage, ob die übernehmende Gesellschaft bereits besteht oder aber erst gegründet werden muss. In beiden Fällen gewährt die übernehmende Gesellschaft Mitgliedschaftsrechte an die Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft. Letztere erlischt mit der Eintragung der Verschmelzung ins Firmenbuch<sup>333</sup>.

Der wesentliche Unterschied zwischen Verschmelzung und der verschmelzenden Umwandlung besteht darin, dass bei letzterer die Minderheit von bis zu 10% ausgeschlossen werden kann. Bei der Verschmelzung jedoch ist der Erwerb von Anteilen an der übernehmenden Gesellschaft durch die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft zwingend. Auf die Gewährung von Gesellschaftsanteilen kann lediglich durch die betreffenden Gesellschafter verzichtet werden<sup>334</sup>.

Die Verschmelzung durch Aufnahme ist vor allem für die Fälle des reverse takeover interessant, bei denen die übertragende Gesellschaft in eine börsennotierte Übernahmegesellschaft verschmolzen wird<sup>335</sup>.

Bei der Verschmelzung durch Neugründung wird die übernehmende Gesellschaft neu gegründet<sup>336</sup>. Die Verschmelzung zur Neugründung ist somit nicht nur Verschmelzung, sondern auch eine Sonderform der Gründung von Kapitalgesellschaften. Dennoch ist dieser Vorgang in praxi nahezu bedeutungslos<sup>337</sup>.

328 Gesellschaftsrechts-Änderungsgesetz 2007 idF BGBl. Nr. 72/2007, in dem die Richtlinie 2005/56/EG über die Verschmelzung von Kapitalgesellschaften umgesetzt wurde.

329 Vgl § 234b AktG; dieses Recht kann gesellschaftsvertraglich abgedungen werden.

330 Vgl § 225a Abs 3 Z 1 AktG.

331 Vgl § 219 Z 1 AktG; § 96 Abs 1 Z 1 GmbHG.

332 Vgl § 219 Z 2 AktG; § 96 Abs 1 Z 2 GmbHG.

333 Vgl § 225a Abs 3 Z 2 AktG.

334 Vgl § 224 Abs 2 Z 2 AktG; *Kalss*, Verschmelzung, § 224 AktG Rz 7.

335 Vgl dazu unter Punkt IV.1.

336 Vgl § 233 AktG, der hinsichtlich der Regelung der Verschmelzung durch Neugründung im Wesentlichen auf die Vorschriften über die Verschmelzung durch Aufnahme verweist.

337 *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht, Rn 3/978 mwN.

### 3. Spaltung

Die Spaltung einer Gesellschaft nach dem SpaltG<sup>338</sup> ist nur auf Kapitalgesellschaften<sup>339</sup> anwendbar. Sie führt zu einer Vermögensaufteilung, wobei zwischen einer Abspaltung<sup>340</sup> und einer Aufspaltung<sup>341</sup> zu unterscheiden ist. Hierbei sind jeweils wiederum die Varianten der Neugründung einer aufnehmenden Gesellschaft (NewCo) oder der Aufnahme durch eine bestehende Gesellschaft zu unterscheiden.

Bei der Aufspaltung kommt es zur Beendigung der übertragenden Gesellschaft ohne Abwicklung und zur Übertragung der gesamten Vermögensteile im Wege der Gesamtrechtsnachfolge auf die übernehmenden Gesellschaften. Je nachdem, ob die übernehmenden Gesellschaften bereits bestehen oder neu gegründet werden, spricht man von der Aufspaltung zur Aufnahme bzw. Aufspaltung zur Neugründung. In der Praxis sind Aufspaltungen eher selten<sup>342</sup>.

Bei der Abspaltung besteht die übertragende Gesellschaft fort. Ein oder mehrere Vermögensteile der übertragenden Gesellschaft werden im Wege der Gesamtrechtsnachfolge auf eine oder mehrere übernehmende Gesellschaften übertragen. Die übernehmenden Gesellschaften können wie bei der Aufspaltung neu gegründet werden oder bereits bestehen<sup>343</sup>.

In beiden Fällen der Spaltung erhalten die Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft unmittelbar Anteile an der bzw. den übernehmenden Gesellschaft(en)<sup>344</sup>. Der zentrale Unterschied zur Verschmelzung besteht darin, dass nicht das gesamte Vermögen der übertragenden Gesellschaft auf eine Gesellschaft übergeht, sondern nur ein Teil dieses Vermögens auf eine Gesellschaft bzw. das Gesamtvermögen auf mehrere Gesellschaften übertragen wird (partielle Gesamtrechtsnachfolge)<sup>345</sup>.

Kernstücke des dafür zu erstellenden Spaltungsplans sind das Umtausch- und Aufteilungsverhältnis und die Zuordnung der Vermögensteile, die übertragen werden sollen. Der Idealfall ist (schematisch formuliert) eine Aufteilung, wonach die Anteile der übernehmenden Gesellschaft den Anteilsinhabern der übertragenden Gesellschaft im Verhältnis der bisherigen Beteiligungen zugeteilt werden, es daher zu keiner Verschiebung bei den Mitgliedsrechten kommt<sup>346</sup>.

---

338 Spaltungsgesetz BGBl 1996/304 idF BGBl I 2008/70 (URÄG).

339 Vgl § 1 Abs 1 SpaltG.

340 Vgl § 1 Abs 2 Z 2 SpaltG.

341 Vgl § 1 Abs 2 Z 1 SpaltG.

342 *Kalss in Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht, Rn 3/994, 3/998.

343 *Kalss in Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht, Rn 3/994, 3/998.

344 Vgl § 1 Abs 2 SpaltG.

345 *Kalss in Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht, Rn 3/994, 3/996.

346 Für genauere Ausführungen zur Verhältniswahrung siehe *Kalss in Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht, Rn 3/999 f.

Es sind jedoch nicht nur verhältnismäßige Spaltungen, sondern sogar ein Ausscheiden des Gesellschafters (sog. Spaltung zu null) möglich. Ausscheidenden Gesellschaftern steht auf Grundlage einer abgegebenen widersprechenden Erklärung zum Spaltungsbeschluss ein Anspruch auf angemessene Barabfindung zu, der als Minderheitenschutz konzipiert ist<sup>347</sup>. Dabei gilt zu bedenken, dass dieser (nicht verhältnismäßige) Beschluss nur mit  $\frac{3}{4}$ -Mehrheit<sup>348</sup> (oder höheren Quoren) zustande kommt und zusätzlich mindestens 90 % des Grund- oder Stammkapitals zustimmen müssen<sup>349</sup>. Der planmäßige Ausstieg eines PE-Investors aus der übertragenden Gesellschaft aufgrund eines gemeinsam konzipierten Spaltungsplanes inklusive festgelegtem Abfindungsbetrag erscheint daher auf diesem Wege jedenfalls möglich.

Eine weitere Möglichkeit des Ausscheidens unter Barabfindung bietet sich bei der rechtsformübergreifenden Spaltung<sup>350</sup>. Auch hier können Anteilsinhaber der spaltenden Gesellschaft, die in Gesellschafterversammlung gegen den Spaltungsplan gestimmt haben, eine angemessene Abfindung ihrer Anteile verlangen. Dabei müssen die Anteilsinhaber Widerspruch zu Protokoll gegeben haben, um das Austrittsrecht in Anspruch nehmen zu können. Der Austritt kann maximal 25 % des Nennkapitals der übertragenden Gesellschaft betreffen<sup>351</sup>. Der freiwillige Austritt durch angemessene Barabfindung ist auch hier problemlos möglich.

Neben der Abfindung durch Barmittel erscheint aber für den PE-Investor weit interessanter, durch Spaltungsvorgänge Unternehmensteile aus dem bisherigen Gesellschaftskleid zu isolieren und dadurch gesondert veräußern zu können. Negative Synergien, die sich im Unternehmensverbund ergeben, werden auf diesem Wege bereinigt, höhere Unternehmenswerte erzielt und beispielsweise selbständige Teilbetriebe in einer eigenen Gesellschaft geparkt. Hinsichtlich der rechtsformändernden Spaltung erscheint die Spaltung auf eine AG als relevant.

Die Durchführung eines spin off's<sup>352</sup> basiert dabei auf den durch Spaltung gebotenen Möglichkeiten: es kommt zu einer Abspaltung (idealerweise auf eine übernehmende börsennotierte AG) oder aber zu einer Aufspaltung der Zielgesellschaft mit später erfolgnder Börseseinführung.

Die Durchführung einer Spaltung als Basis eines equity carve outs<sup>353</sup> ist nicht möglich, da der equity carve out Konzernstrukturen verlangt, bei der

347 Vgl §§ 2 Abs 1 Z 13, 5 Abs 4, 9 Abs 1 SpaltG.

348 Vgl § 8 Abs 1 SpaltG.

349 Vgl § 8 Abs 3 SpaltG.

350 Vgl §§ 2 Abs 1 Z 13, 5 Abs 4, 9 Abs 1 SpaltG.

351 Vgl § 11 SpaltG; eine 90 % Hürde des Nennkapitals muss hier nicht überschritten werden.

352 Siehe Punkt 4.6.

353 Siehe Punkt 4.6.

die Muttergesellschaft Anteile an der Tochtergesellschaft hält. Eine Spaltung hat hingegen die Anteilsgewährung an die Gesellschafter der spaltenden Gesellschaft als notwendiges Merkmal. Eine Anteilsgewährung an die übertragende Gesellschaft (Ausgliederung) ist nach dem SpaltG ebenso unzulässig, wie die Anteilsgewährung an dritte Personen<sup>354</sup>.

#### 4. Einbringung

Als Einbringung wird die auf Grundlage eines schriftlichen Einbringungsvertrages erfolgte Übertragung von Betrieben, Teilbetrieben, Mitunternehmeranteilen oder Kapitalanteilen<sup>355</sup> auf eine übernehmende Körperschaft gegen Gewährung von Gesellschaftsrechten als Gegenleistung<sup>356</sup> verstanden<sup>357</sup>.

Für die Einbringung bestehen keine unternehmens- oder gesellschaftsrechtlichen Grundlagen. Der Vorgang wird ausschließlich durch Art III UmgrStG definiert und es kommen die §§ 20 ff AktG bzw §§ 6 ff GmbHG über die Sacheinlage zur Anwendung. Aus diesem Grund kommt es wie bei den übrigen besprochenen Formen der Umgründung nicht zur Gesamtrechtsnachfolge, sondern zu Einzelrechtsnachfolge, was für den Übergang von Vertragsverhältnissen der Zustimmung jedes Vertragspartners bedarf. Dennoch kann bei Vorliegen der Anwendungsvoraussetzungen des Art III UmgrStG eine ertragsteuerneutrale Übertragung von Vermögen erzielt werden<sup>358</sup>.

Die Rechtsform des eingebrachten Vermögens ist nicht von Bedeutung<sup>359</sup>. Voraussetzung ist, dass das Vermögen am Einbringungsstichtag einen positiven Verkehrswert besitzt<sup>360</sup>. Ein negativer Buchwert hindert also nicht, jedoch reale Überschuldung des Unternehmens.

354 *Kalss in Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht, Rn 3/997.

355 Vgl § 12 Abs 2 Z 3 UmgrStG, der nur Beteiligungen von mindestens ¼ des gesamten Nennkapitals oder des rechnerischen Wertes der Gesamtanteile zulässt und der übernehmenden Gesellschaft eine Stimmrechtsmehrheit an der einbringenden Gesellschaft entstehen muss. Es wird in diesem Zusammenhang von *wesentlichen* Beteiligungen gesprochen (vgl UmstzSteuerrichtlinien 2002 idF Erlass des BMF vom 20. Oktober 2005, 06 8603/1-IV/6/03, Punkt 3.1.6.6.2 Rn 728 ff).

356 Vgl § 19 UmgrStG; ein Austritt durch Barabfindung ist im Rahmen einer Einbringung nicht möglich. Es dürfen lediglich bei der Anteilsgewährung auftretende Spitzen mit bar geleisteten Zahlungsbeträgen von bis zu 10 % des Gesamtnennbetrages der gewährten neuen Anteile ausgeglichen werden.

357 Vgl § 12 Abs 1 UmgrStG (Umgründungssteuergesetz BGBl Nr 699/1991 idF BGBl I Nr 194/1999)

358 Siehe vor allem die Voraussetzungen in § 12 Abs 1 UmgrStG.

359 *Werner Doralt/Hans Georg Ruppe*, Grundriss des österreichischen Steuerrechts<sup>9</sup> Band 1 (Wien 2007) Tz 1138.

360 § 12 Abs 1 UmgrStG.

Soweit der Einbringende eine 100%ige (un-)mittelbare Beteiligung an der übernehmenden Körperschaft besitzt (Tochtergesellschaft), liegen idente Eigentumsverhältnisse vor. In diesem Fall kann die Gewährung von neuen Anteilen<sup>361</sup> an den Einbringenden unterbleiben<sup>362</sup> und somit rechtlich ein equity carve out ermöglicht werden. Zuvor muss durch die Zielgesellschaft eine Mantelgründung durchgeführt werden. Nach Einbringung kann die NewCo verkauft bzw an die Börse geführt werden. Alleinige Anteilsinhaberin bleibt die Zielgesellschaft (nunmehrige Muttergesellschaft).

## E. Fazit

Soweit es um den Erwerb vorhandener oder durch Kapitalerhöhung zu schaffender Unternehmensanteile geht, sind nach österreichischem Recht und auch in der Schweiz vor allem Kommanditanteile, GmbH-Anteile oder Aktien Gegenstand des Geschäfts. Es versteht sich abschließend betrachtet, dass PE-Investoren sich in aller Regel nur in haftungsbegrenzenden Rechtsformen beteiligen, also zB nicht Gesellschafter einer OG oder Komplementärin in einer KG werden. Das Risiko der Beteiligung muss auf die geleistete Kapitaleinlage bzw den Kaufpreis für den Anteilserwerb beschränkt bleiben, allenfalls erhöht um betraglich festgelegte Zusagen der Teilnahme an weiteren Finanzierungsrunden<sup>363</sup>.

Weiters stellt sich die Frage der Bewertung und eines geeigneten Marktes für die vom PE-Investor mit Gewinn abzustoßenden Geschäftsanteile. Anteile an einer OG bzw an einer stillen Gesellschaft einerseits und börsennotierte Aktien andererseits stellen hier die beiden Gegenpole dar. Die Möglichkeiten der Umgründung von Gesellschaften sind jedenfalls von Relevanz.

---

361 Als neue Anteile gelten gem § 19 Abs 1 UmgrStG Anteile am Nennkapital, die durch Kapitalerhöhung bei einer Sachgründung neu entstanden sind oder Anteile, die einem Kapitalanteil steuerlich gleichzuhalten (insbes. Substanzgenussrechte) sind.

362 § 19 Abs 2 Z 5 UmgrStG.

363 *Leopold/Frommann/Kühr*, Private Equity <sup>2</sup>, 140.

### III. Rechtsformen von Finanzintermediären

---

In der Vergangenheit war private equity überwiegend institutionellen Anlegern vorbehalten. Seit wenigen Jahren haben jedoch einige Fondsinitiatoren ihre Strategie dahin verlagert, auch dem privaten Investor mit wesentlich geringeren Anlagesummen den Zugang zu private equity zu ermöglichen. Von den bereits erwähnten business angels abgesehen, haben sich viele Beteiligungsgesellschaften darauf spezialisiert, eigenes Kapital und das von Investoren in Einzelunternehmen zu investieren. Die Managementteams dieser Beteiligungsgesellschaften sammeln und bündeln Kapital von Investoren und investieren das ihnen zur Verfügung gestellte Kapital in ausgewählte Unternehmen mit dem Ziel, eine erhebliche Wertsteigerung zu erzielen und ihr Investment nach einigen Jahren wieder zu veräußern. Das Managementteam wird oftmals von einem externen Beratungsgremium unterstützt, das sich aus Fachleuten einzelner Branchen zusammensetzt und auf deren Expertise im Einzelfall zurückgegriffen werden kann. Der Veräußerungserlös von Portfolio-Unternehmen wird an die Anleger nach Abzug der Gewinnbeteiligung des Fonds sofort weitergeleitet<sup>364</sup>.

Die Beteiligungsgesellschaft erhält für ihre Tätigkeit eine jährliche Managementgebühr (carried interest), welche in der Praxis derzeit zwischen 1,5 % bis 2,5 % p. a. beträgt und im Wesentlichen die Kosten des laufenden Betriebes abdeckt. Darüber hinaus ist sie am wirtschaftlichen Erfolg des Fonds beteiligt und bekommt eine Gewinnbeteiligung. Derzeitiger US-Industriestandard ist eine Gewinnbeteiligung von etwa 20 % nach Rückzahlung des Kapitals an die Investoren. Die Haftung des Anlegers ist auf die Zeichnungssumme begrenzt. Die Beteiligung an geschlossenen Fonds kann vom Anleger in der Regel nicht vorzeitig veräußert werden<sup>365</sup>.

Eine weitere Möglichkeit für Investoren bietet sich bei Dachfonds (auch fund of fund genannt). Auch hier tritt der Anleger einem geschlossenen Fonds bei. Das zur Verfügung gestellte Kapital wird jedoch nicht in Einzelunternehmen, sondern in diverse geschlossene Fonds von Beteiligungsgesellschaften in-

---

364 Götz Jäger in Roland Eller/Markus Heinrich/René Perrot/Markus Reif (Hrsg), Handbuch<sup>3</sup> (2005) 98.

365 Jäger in Eller/Heinrich/Perrot/Reif, Handbuch<sup>3</sup>, 99.

vestiert. Die Aufgabe des Dachfondsmanagements ist, sich an erfolgsversprechenden Fonds zu beteiligen, was die Möglichkeit des Aufbaues eines breit diversifizierten Portfolios aus verschiedenen PE-Fonds mit unterschiedlichen Branchen oder Ländern mit sich bringt<sup>366</sup>.

Die Rechtsformen für Finanzintermediäre können je nach der Verpflichtung Anteile der Anleger zurückzunehmen bzw nach der Ausstiegsmöglichkeit der Anleger in offene («open end funds») oder in geschlossene («closed end funds») Kapitalanlagen unterschieden werden.

Als offene Kapitalanlagen sind Finanzintermediäre zu qualifizieren, wenn die Anleger unmittelbar oder mittelbar einen Rechtsanspruch auf Rückgabe ihrer Anteile zum inneren Wert<sup>367</sup> haben. Weil die Anzahl der Anleger und das Fondsvermögen bei offenen Kapitalanlagen variabel ist, eignen sich körperschaftliche Organisationsformen, die ein fixes Grundkapital verlangen oder den Rückkauf eigener Anteile nicht oder nur beschränkt erlauben, kaum für offene Kapitalanlagen<sup>368</sup>. Geschlossene Kapitalanlagen bieten ihren Anlegern auch keinen Rechtsanspruch auf Rückgabe ihrer Anteile zum inneren Wert. Ein Anteilsverkauf kann nur über den Sekundärmarkt erfolgen, wobei sich der Preis nach Angebot und Nachfrage ermittelt.

Wie sich im Rahmen der Untersuchung zeigen wird, fehlt dem österreichischen PE-Markt eine attraktive Geschäftsstruktur<sup>369</sup>. Die Schweiz hat auf diese Anforderungen reagiert und deren Modell wird näher besprochen werden. Die folgende Untersuchung soll einen Überblick über die wichtigsten Eigenschaften von Finanzintermediären bieten und wird insofern auf den bereits geleisteten Ausführung unter Punkt 2. aufgebaut.

---

366 Jäger in Eller/Heinrich/Perrot/Reif, Handbuch<sup>3</sup>, 99.

367 Unter dem inneren Wert oder dem Nettoinventarwert («net asset value») ist der Wert sämtlicher Aktiven des Fonds («assets») abzüglich der Verbindlichkeiten («liabilities») geteilt durch die Anzahl ausstehender Anteile zu verstehen.

368 Jürg Frick, Private Equity im Schweizer Recht (2009) Rn 366 ff mwN; die AG eignet sich nicht für offene Kapitalanlagen, weil die aktienrechtlichen Kapitalerhaltungspflichten mit den sich daran orientierenden Verfahren der Kapitalerhöhung und Kapitalherabsetzung zu starr sind. Daher hat etwa die Schweiz die Gesellschaftsform der SICAV eingeführt, welche gem Art 42 Abs 1 KAG, soweit das Gesetz und Statuten nichts anderes vorsehen, zum Nettoinventarwert jederzeit neue Aktien ausgeben darf und auf Ersuchen eines Aktionärs jederzeit Aktien zum Nettoinventarwert zurücknehmen muss. Ebenso verhält es sich bei der GmbH.

369 Peter Brandner/Thomas Jud/Georg Kofler/Barbara Polster-Grüll, Private Equity und Venture Capital: Anforderungen an eine neue Fondsstruktur für den österreichischen Risikokapitalmarkt, ÖBA 2007, 365 (365); es soll dabei dem österreichischen *numerus clausus* an Gesellschaftsformen kein Neumitglied hinzugefügt, sondern in MiFiG-Manier (einer) bestimmten Gesellschaftsform steuerliche Begünstigungen zu Teil werden.

## A. Gesellschaftsformen in Österreich

### 1. Aktiengesellschaft

Der größte Vorteil einer AG<sup>370</sup> und ihrem in Aktien zerlegten Grundkapital liegt darin, dass diese Aktien höchst fungibel sind und daher einen schnellen und einfachen Austausch bzw Verkauf ermöglichen.

Die AG kann auch (als einzige österreichische Gesellschaftsform neben der SE) börsennotiert sein und erhält das zu investierende Kapital aus Kapitalerhöhungen. Der Investor erwirbt die Aktien des börsennotierten Finanzintermediärs und ist jederzeit in der Lage, seine Aktien über die Börse wieder zu veräußern. Es ist dadurch für den Investor auch möglich, sehr kleine Summen in PE zu investieren. Jedoch kann die allgemeine Stimmungslage an den Börsen die Entwicklung des Aktienkurses des Finanzintermediärs beeinflussen, ohne dass die Gründe dafür im Beteiligungsportfolio der Beteiligungsgesellschaft liegen<sup>371</sup>. Weiters behindern die aktienrechtlichen Bestimmungen die notwendige Flexibilität der Geschäftsführung, etwa weil «Erwerb und Veräußerung von Beteiligungen» an Unternehmen vom Aufsichtsrat genehmigt werden müssen<sup>372</sup>, obgleich es sich um den Kernbereich der Geschäftstätigkeit handelt. Interessenkonflikte zwischen Investoren und Management scheinen fast schon vorprogrammiert.

Von der AG erzielte (Exit-)Gewinne werden auf Unternehmensebene mit KSt<sup>373</sup> in Höhe von 25 % besteuert<sup>374</sup>. Dieses Problem der Versteuerung ist bei sämtlichen Kapitalgesellschaften, die als Finanzintermediär dienen, immanent. Bis Ende 2007 gab es in Österreich die Möglichkeit der Errichtung einer AG als Mittelstandsfinanzierungsgesellschaft-Alt<sup>375</sup>, welche große steuerliche Vorteile bot. Exiterlöse unterliegen daher derzeit einem Spitzensteuersatz von 43,75 %<sup>376</sup>. Bestehende Gesellschaftsformen die einer besonderen steuerrecht-

370 Vgl dazu unter Punkt II.A.5.

371 Jäger in *Eller/Heinrich/Perrot/Reif*, Handbuch<sup>3</sup>, 99.

372 Vgl § 95 Abs 5 Z 1 AktG.

373 Körperschaftsteuer, BGBl Nr. 401/1988 idF BGBl I Nr. 194/1999.

374 Da Körperschaften, die gem § 189 UGB zu unternehmerischer Buchführung verpflichtet sind, gem § 7 Abs 3 KStG nur Einkünfte aus Gewerbebetrieb iSd § 23 Z 1 EStG erwirtschaften, unterliegen ihre Einkünfte einer Körperschaftsteuer von 25 %.

375 Vgl dazu unter Punkt I.A.3 und Punkt III.A.4.; welche Änderungen die Novellierung der MiFiG-Regelungen mit sich brachten und warum die derzeitige Normierung keine Praxistauglichkeit besitzt, siehe *Brandner/Jud/Kofler/Polster-Grüll*, Private Equity, ÖBA 2007, 365 ff; *Robert Migglantsch*, Private Equity – «Neugestaltung» steuerbegünstigter Beteiligungsfinanzierung!, *ecolex* 2007, 966 (968 f), *Markus Stefaner*, Mittelstandsfinanzierungsgesellschaften neu – Vergebene Chance zur Stärkung von KMU, *FJ* 2008, 88 (88 f); *Posautz/Six*, MiFiG-Gesetz 2007, *taxlex* 2008, 23 ff.

376 Der Verkaufserlös einer Zielgesellschaft wird auf Ebene des Finanzintermediärs mit



lichen Schablone entsprechen, um unter das MiFiG-Regime fallen zu können, können noch bis 31.12.2010<sup>377</sup> fortgeführt werden. Lediglich Neugründungen sind ausgeschlossen. Dennoch besteht seit 2005 die Möglichkeit der Gruppenbesteuerung<sup>378</sup>, wonach finanziell verbundene Körperschaften, die eine direkte oder indirekte Beteiligung von mehr als 50 % aufweisen, zu einer steuerlichen Gruppe zusammengefasst werden und im Endeffekt nur noch das Gesamtergebnis beim Gruppenträger zu versteuern ist<sup>379</sup>.

Von der AG erzielte Portfoliogewinne können durch aufwändige Kapitalherabsetzung an die Aktionäre weitergeleitet werden. Dividendenausschüttungen sind aufgrund der 25 %igen KEST<sup>380</sup> wiederum uninteressant. Das für das PE-Geschäft übliche System von «capital call» und «return on exit», bei dem Mittel der Investoren erst bei Bedarf in den Finanzintermediär eingezahlt werden und sofort nach einem Exit wieder an die Investoren zurückfließen soll, wird durch das Prinzip der Kapitalerhaltung behindert<sup>381</sup>.

## 2. Gesellschaft mit beschränkter Haftung

Im österreichischen Gesellschaftsrecht kommt am ehesten die GmbH als Finanzintermediär in Betracht. Im Vergleich zur AG sind vor allem geringere Gründungskosten und höhere Flexibilität (mehr Satzungsautonomie, kein zwingender Aufsichtsrat, Weisungsgebundenheit des Geschäftsführers<sup>382</sup> etc) von Vorteil.

Größtes Handycap der GmbH ist der Wille des Gesetzgebers, den Handel mit GmbH-Geschäftsanteilen zu unterbinden und die Weitergabe der Rechte und Pflichten in Form eines Inhaber- oder Orderwertpapiers zu erschweren<sup>383</sup>. Weiters ist ein Börsegang mit der GmbH nicht möglich, dafür sind vorher Umgründungsschritte einzuleiten<sup>384</sup>.

Demgegenüber genießt der GmbH-Gesellschafter mehr Rechte als ein Aktionär und kann bspw Einfluss auf die weisungsgebundenen Geschäftsführer nehmen<sup>385</sup> und sich Sonderrechte<sup>386</sup> einräumen lassen.

---

25 % KSt, der an die Investoren auszuschüttende Betrag wird nochmals mit 25 % KEST besteuert.

377 Vgl § 26a Abs 19 letzter Satz KStG.

378 Vgl § 5 KStG.

379 Doralt/Ruppe, Grundriss<sup>9</sup> Band 1, Tz 938.

380 Kapitalertragsteuer ist eine Form der Einkommensteuer und ist in § 93 EStG geregelt.

381 Brandner/Jud/Kofler/Polster-Grüll, Private Equity, ÖBA 2007, 374.

382 Koppensteiner, GmbHG<sup>3</sup>, § 20 Rz 9; Gellis, GmbHG<sup>6</sup> § 20 Rz 6 ff.

383 Peter Bydlinski, Veräußerung und Erwerb von GmbH-Geschäftsanteilen; zugleich ein Beitrag zur Notariatsaktpflicht (1991) 39.

384 Vgl dazu unter Punkt II.D. und Punkt IV.F.

385 Vgl § 20 Abs 1 GmbHG.

386 Vgl § 50 Abs 4 GmbHG.

Hinsichtlich des Haftungs- und Besteuerungsregimes wird auf die Ausführungen zur AG verwiesen<sup>387</sup>. Ebenso gelten die Schlussfolgerungen der AG hinsichtlich der starren Kapitalausstattung. Capital calls wie auch Kapitalausschüttungen sind nur mit hohem formellen und zeitlichen Aufwand durchführbar.

### 3. GmbH & Co KG

Eingangs betrachtet bringen Personengesellschaften geringere Gründungserfordernisse mit sich als Kapitalgesellschaften. Ein großer Nachteil einer Personengesellschaft als Finanzintermediär ist, dass der Konkurs eines Gesellschafters zur Auflösung des Finanzintermediärs führen würde. Zwar kann die Fortsetzung der Gesellschaft beschlossen werden, das Auseinandersetzungsguthaben des in Konkurs gegangenen Gesellschafters fällt dabei aber dessen Konkursmasse zu<sup>388</sup>. Für die Investoren bringt dies Unsicherheiten mit sich, die durch einen Renditeaufschlag abgegolten werden könnten<sup>389</sup>.

Um den haftungsrechtlichen Nachteilen entgegenzuwirken, bietet sich die Gründung einer GmbH & Co KG<sup>390</sup> als Finanzintermediär an, welche auch in praxi in Österreich die mit Abstand häufigste Anwendung bei PE-Investitionen darstellt. Die beschränkte Haftung der Gesellschafter einer Kapitalgesellschaft bleibt hier erhalten und wird mit Elementen der KG (Haftungsbegrenzung der Kommanditisten, weit reichende Vertragsfreiheit im Innenverhältnis) verbunden<sup>391</sup>. Nachteile sind Komplexität der Vertragsgestaltung sowie Verwaltungsaufwand<sup>392</sup>.

Bei der GmbH & Co KG handelt es sich demnach um eine *Personengesellschaft mit beschränkter Haftung*. Es haftet daher kein Gesellschafter persönlich für die Risiken des Kaufes einer Zielgesellschaft. Weiters bedarf die KG keiner starren Mindestkapitalausstattung und zählt damit zu den open end funds. Außerdem ermöglicht die Flexibilität in der Kapitalaufbringung die einfache Durchführung von capital calls bei anstehenden interessanten Investments. Auch im Fall der Realisierung eines Gewinnes lässt sich dieser deutlich einfacher aus der Gesellschaft entnehmen.

Auszahlungen aus dem KG-Vermögen an den Kommanditisten können unzulässigerweise das Gesellschaftsvermögen der KG und der Komplementär GmbH verkürzen. Der Vermögensverlust bei der Komplementär-GmbH

387 Vgl dazu Punkt 3.1.1.

388 Krejci, Gesellschaftsrecht I, 351 f.

389 Christoph Gögler, Asset-Backed-Securities (1996), 54.

390 Vgl dazu unter Punkt II.A.2.a).

391 Schörghofer in Kalss/Nowotny/Schauer, Gesellschaftsrecht, Rn 2/920 ff.

392 Weitnauer in Weitnauer (Hrsg.), Management Buy-Out (2003), 170 f.

könnte bei dieser zu einer Unterbilanz führen<sup>393</sup>. Auszahlungen an den Kommanditisten können dadurch zum Aufleben der Kommanditistenhaftung gem § 172 Abs 2 UGB und der verbotenen Einlagenrückgewähr gem §§ 82 f GmbHG<sup>394</sup> führen. Gewinnverteilungsabreden, die zu einem Ausschluss des Kommanditisten von der Teilnahme an Verlusten führen, verstoßen dagegen ebenso wie Zusagen an den Kommanditisten über gewinnunabhängige Mindestgewinnanteile (Garantiegewinne, Garantieverzinsung uä) gegen die Kapitalerhaltungsgrundsätze<sup>395</sup>. Durch das Fehlen eines persönlich haftenden Komplementärs und den dadurch beschränkten Haftungsfonds sind «Personengesellschaften mit beschränkter Haftung» nach Meinung *Reich-Rohrwig's* im Wesentlichen den Kapitalgesellschaften gleichzustellen und den für Kapitalgesellschaften geltenden Schutzvorschriften zu unterwerfen<sup>396</sup>.

Als Vorteil der GmbH & Co KG gegenüber einer Kapitalgesellschaft ist die Möglichkeit des Verlustausgleiches mit dem Gesellschafter zu erwähnen. Die Ergebnisse der Mitunternehmerschaft werden daher mit Ablauf des Geschäftsjahres direkt den Gesellschaftern zugeordnet und auf deren Ebene versteuert. Die Gesamtsteuerbelastung kann hierdurch nicht nur bei natürlichen Personen, sondern auch innerhalb eines Konzerns vermindert werden<sup>397</sup>. Eingangs muss aber eine Unterscheidung erfolgen, ob es bei laufenden oder Exit-Erlösen zur Besteuerung von gewerblichen Einkünften gem §§ 23, 24 EStG oder von Kapitaleinkünften aus vermögensverwaltender Tätigkeit gem § 27 EStG kommt. Während gewerbliche Einkünfte dem normalen progressiven Einkommensteuertarif mit einem Spitzensteuersatz von bis zu 50 % unterliegen, werden Kapitaleinkünfte idR mit dem Kapitalertragsteuersatz von 25 % endbesteuert<sup>398</sup>.

#### 4. Investitionsgesellschaft

Die bisherig etablierte Form zur Durchführung von PE-Investitionen, die MiFiG, kann seit Ende 2007 aus EU-beihilfenrechtlichen Gründen nicht mehr

---

393 *Johannes Reich-Rohrwig*, Grundsatzfragen der Kapitalerhaltung bei der AG, GmbH sowie GmbH & Co KG (2004) 402.

394 So auch die analoge Entscheidung des OGH 29.5.2008, 2 Ob 225/07p = GesRZ 2008, 310, der auch Teile der Lehre folgen; aA *Schörghofer* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht, Rn 2/940 mwN

395 *Reich-Rohrwig*, Grundsatzfragen, 410.

396 *Reich-Rohrwig*, Grundsatzfragen, 404; dessen Meinung nicht durch die Regelungen im UGB und GmbH gedeckt sind (vgl *Schörghofer* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht, Rn 2/940 mwN).

397 *Tumpel* in *Bertl/Mandl/Mandl/Ruppe*, GmbH, 110.

398 *Achatz/Kofler* in *Kofler/Polster-Grüll*, Private Equity, 433 mwN; *Doralt/Ruppe*, Grundriss<sup>9</sup> Band 1, Tz 71 ff, 91 ff.

gegründet werden<sup>399</sup>. Der Gesetzgeber hat als Übergangslösung eine von der Europäischen Kommission gutgeheißene Übergangslösung in Form der MiFiG 2007 (auch MiFiG-Neu) geschaffen, deren Reglement jedoch ebenfalls mit Ende 2012 auslaufen wird<sup>400</sup>. Aus diesem Grunde wurde mit 11.6.2008 das Kapitalmarktstärkungs- und Innovationsgesetz 2008<sup>401</sup> in Begutachtung versandt. Mit diesem Gesetz soll ein Bundesgesetz über Investmentgesellschaften (Investmentgesellschaftengesetz – IGG) erlassen und gleichzeitig das KStG 1988 geändert werden.

Aus gesellschaftsrechtlicher Sicht<sup>402</sup> soll die IG eine neue Struktur für die Veranlagung in Beteiligungen, die Risikokapital darstellen, schaffen, die in Form einer KG oder AG bestehen soll<sup>403</sup>. Mehr als die Hälfte des Gesellschaftskapitals sind dabei in Risikokapital zu veranlagern<sup>404</sup>, wobei lediglich Beteiligungen zulässig sind, die eine begrenzte Haftung zulassen – soll heißen, dass die Eingehung der Stellungen eines unbegrenzt haftenden Komplementärs nicht möglich ist<sup>405</sup>. Das Gesellschaftskapital einer IG hat mindestens € 2 Mio zu betragen und die Einlage eines Investors (Gesellschafters) muss mindestens den Betrag von € 50.000,- erreichen<sup>406</sup>. Den im Bereich der PE-Finanzierung üblichen Standards entsprechend, kann die Geschäftsführung einer Management-Gesellschaft in Form einer Kapitalgesellschaft übertragen werden<sup>407</sup>.

399 Vgl dazu unter Punkt I.A.3. und Punkt III.A.4.

400 Vgl §§ 6b, 5 Z 14 KStG; gem § 26a Abs 21 KStG ist ein Geltungszeitraum bis 31.12. 2012 vorgesehen; MiFiG-2007 Modelle können steuerneutral auf eine IG umgewandelt werden, so sie die nötigen Voraussetzungen gem §§ 1–7 IGG-Entwurf und § 26c Z 18 KStG-Entwurf erfüllen.

401 Kapitalmarktstärkungs- und Innovationsgesetz (KMStIG) 2008, 207/ME BlgNR 23. GP.

402 Es soll hier lediglich ein Überblick über die interessantesten Eigenheiten gegeben werden.

403 Vgl § 1 Z 1 lit a IGG-Entwurf; § 3 IGG-Entwurf verlangt die Bezeichnung einer AG als «Investment-AG» sowie der KG als «Investment-KG».

404 Vgl § 1 Z 1 lit b IGG-Entwurf.

405 Vgl § 1 Z 5 IGG-Entwurf; zulässig sind die aufgelisteten Beteiligungsformen in Kommanditanteile, stille Beteiligungen, Aktien, GmbH-Anteile und Genussrechte, wenn mit letzteren das Recht auf Beteiligung am Gewinn und am Liquidationsgewinn einer Kapitalgesellschaft verbunden ist. Ziel dieser Abgrenzung ist es, jedenfalls nur Eigenkapitalfinanzierung zuzulassen (Erläuterungen zum Entwurf des KMStIG 2008, zu § 1 Z 5).

406 Vgl § 4 Abs 1 und Abs 2 IGG-Entwurf.

407 Vgl § 6 IGG-Entwurf; ein großer Kritikpunkt aus der Praxis lautet dahingehend, dass die konkrete Person keinen maßgeblichen Einfluss auf Unternehmen hatte, die Konkurs anmelden musste. Damit würden aber gerade in der Branche geschätzte und erfahrene Sanierungsmanager, die sicherlich das eine oder andere Mal im Laufe ihrer Karriere Insolvenz anmelden mussten, diese Anforderungen nicht erfüllen. Dies vor allem auch

Für die Kommanditgesellschaft wird der Kreis der Komplementäre und Kommanditisten insofern eingeschränkt, als sich nur inländische und diesen vergleichbare ausländische Kapitalgesellschaften mit Sitz im EU/EWR-Raum beteiligen können. Eine zweite mögliche Kategorie von Beteiligten bilden qualifizierte Anleger<sup>408</sup>. Eine Investment-Aktiengesellschaft kann Aktien mit geringerem Nennwert oder Stückelung emittieren und sie ist auch von Gesetzes wegen nicht hinsichtlich des Kreises der möglichen Investoren beschränkt<sup>409</sup>.

Eine Investment-AG wie auch eine Investment-KG fallen aufgrund ihrer Tätigkeit mE in den sachlichen Anwendungsbereich des § 38 WAG 2007: die Vermittlung von Aktien bzw Kommanditbeteiligungen an PE-Finanzintermediären, welche jedenfalls unter den Veranlagungsbegriff des § 1 Abs 1 Z 3 KMG zu subsumieren sind. Das würde für die Investment-AG weiters bedeuten, dass sie hinsichtlich der Vermittlung ihrer Aktien die von der MiFID-RiL<sup>410</sup> in das WAG 2007 übernommene Kategorisierung von Anlegern in Kleinanleger, professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien zu beachten hätte<sup>411</sup>. Der Anlegerkreis scheint damit mE nicht ganz unbeschränkt. Diese Überlegung kann wohl auch auf sämtliche weitere Beteiligungen an PE-Finanzintermediäre angewendet werden.

Hinsichtlich der durch die IG zu tätigenden Beteiligungen wurde in einem knapp gehaltenen Paragraphen festgehalten, dass ein einzelnes Investment nicht mehr als 25 % des Eigenkapitals der IG überschreiten darf<sup>412</sup> und muss die Dauer der einzelnen Investitionen einen Zeitrahmen zwischen einem und zehn Jahren einhalten<sup>413</sup>. Traditionelle buy out Finanzierungen, die einen klassischen Geschäftsgegenstand von PE-Finanzintermediären darstellen, sind vom Gesetzesentwurf nicht erfasst<sup>414</sup>. Ebenso wurde offenbar in Hinblick auf

---

in Hinblick auf eine kalkulierte Ausfallsquote von etwa 25 % bei Zielgesellschaften (vgl dazu unter Punkt IV.G.). Die Anforderungen entsprechen den Vorgaben des § 5 Abs 1 BWG über die Personen der Geschäftsleitung eines Kreditinstitutes.

408 Vgl § 1 Abs. 1 Z 5a lit. a und b KMG.

409 Erläuterungen zum Entwurf des KMSStIG 2008, zu § 1 Z 1.

410 RL 2004/39/EG.

411 Zum persönlichen Anwendungsbereich von § 38 WAG 2007 auf die Investment-AG vgl *Lukas Schenk/Florian Linder*, Anwendung der Wohlverhaltensregeln bei Veranlagungen, *ecolex* 2008, 4 (5).

412 Vgl § 7 Z 1 IGG-Entwurf.

413 Vgl § 7 Z 2 und Z 3 IGG-Entwurf; die Grenze nach unten soll spekulative Beteiligungsdeals verhindern, nach oben aber die Vorbereitung von Exit-Strategien in Richtung des IPO ermöglichen (Erläuterungen zum Entwurf des KMSStIG 2008, 3).

414 Die Erläuterungen in § 1 Z 4 iVm Z 6 IGG-Entwurf sprechen dabei von «... Annexfinanzierungen *neben* einer Beteiligung an diesem Unternehmen ...» (Erläuterungen zum Entwurf des KMSStIG 2008, zu § 7); die Formulierung erscheint unsicher und sollte weiter gefasst sein, weshalb ansonsten buy out's ausgeschlossen sein könnten (dieser Ansicht auch *Thomas Talos/Martin Knoll*, Neue Impulse für den Unternehmensstandort Österreich, *ZFR* 2008, 177 (178); *Peter-Michael Grau/Ernst Marschner/Markus*

Problematiken der Einlagenrückgewähr das Verbot von Geschäften mit shareholdern der IGG ab bestimmten Beteiligungsverhältnissen verboten<sup>415</sup>.

Als nicht praxiskonform ist die Regelung anzusehen, wonach Vermögenswerte in einer Depotbank zu verwahren sind: Da sich PE-Finanzintermediär größtenteils an GmbH's oder auch in Form stiller Gesellschaften beteiligen, die keine Wertpapiere ausgeben, würde das im Umkehrschluss bedeuten, dass Beteiligungen an GmbH's oder das Eingehen von stillen Beteiligungen durch die IG nicht zulässig wären<sup>416</sup>. Als erheblicher Kritikpunkt gelten die umfangreichen Transparenzpflichten, die auch von kleinen IGs einzuhalten und dort jedenfalls als unangemessen anzusehen sind<sup>417</sup>.

Um das Konstrukt der IG letztendlich für die PE-Branche attraktiv machen zu können, werden auch steuerliche Begünstigungen durch Änderungen im KStG 1988 angestrebt. Es sollen insoweit Investment-AG's und Kapitalgesellschaften von Investment-KG's<sup>418</sup> hinsichtlich Gewinnen und Verlusten aus der Veräußerung von unmittelbar gehaltenen Beteiligungen und Mitunternehmeranteilen sowie hinsichtlich von Wertänderungen von Beteiligungen befreit werden<sup>419</sup>. Gleichzeitig soll den IG's das Privileg der Gruppenbesteuerung teilweise abgesprochen werden<sup>420</sup>. Ausschüttungen an die Gesellschafter der IG (Investoren) bleiben sohin einer 25 %igen KESt unterworfen.

## 5. Investmentfonds

Um Anlegern eine Streuung des mit Kapitalmarktpapieren verbundenen Risikos zu ermöglichen, schafft der Investmentfonds die Möglichkeit, in einer Anlageform verschiedene Wertpapiere mit unterschiedlichem Risiko zu bündeln. Ermöglicht wird dies durch die Bildung eines Sondervermögens an Wertpapieren, dem Investmentfonds, an dem die einzelnen Anleger beteiligt sind<sup>421</sup>.

---

*Stefaner*, Investmentgesellschaften: Neues steuerliches Sonderregime für Private Equity und Venture Capital in Begutachtung, eine Analyse des Ministerialentwurfs zum Kapitalmarktstärkungs- und Innovationsgesetz 2008, FJ 2008 304 (305); so auch Stellungnahme der AVCO zum Entwurf des KStStG, 11/SN-207/ME, 3 f). Es kann an dieser Stelle angemerkt werden, dass sich die AVCO generell eine weitergehende Lockerung der Regelungen im IGG-Entwurf wünscht, um notwendige Flexibilität zu erreichen.

415 Vgl § 7 Z 4 IGG-Entwurf, dies schließt auch den Verkauf über einen zwischengeschalteten Dritten ein.

416 Vgl § 8 IGG-Entwurf; es handelt sich dabei offenbar um eine legistische Ungereimtheit die es noch zu bereinigen gilt.

417 So auch *Talos/Knoll*, Impulse, ZFR 2008, 177 (180).

418 Nur die angeführten Gesellschaftsformen unterliegen dem KStG 1988.

419 Vgl § 6c Änderungsentwurf zum KStG 1988; insofern herrscht Steuerneutralität der Substanzgewinne und -verluste.

420 Vgl § 9 lit a und lit b Änderungsentwurf zum KStG 1988.

421 *Aicher/Schuhmacher in Krejci*, Unternehmensrecht<sup>4</sup> (2008) 591.

Nach der gesetzlichen Definition ist ein Investmentfonds gem § 1 InvFG<sup>422</sup> ein aus Wertpapieren und/oder Geldmarktinstrumenten und/oder den in §§ 20 f InvFG beschriebenen Finanzanlagen (zB Optionen, Futures) bestehendes Sondervermögen. Die Bildung eines solchen Sondervermögens an Wertpapieren lässt somit keine Beteiligung an einer GmbH, KG oder stillen Gesellschaft zu. Lediglich kapitalmarktfähige Papiere lassen sich in den Fonds aufnehmen. Daraus resultiert auch die Verpflichtung der Veröffentlichung eines Prospekts über das disponible Investmentzertifikat<sup>423</sup>, welches als Inhaber- oder Orderpapier ausgestaltet werden kann<sup>424</sup>.

Der Investmentfonds steht im Miteigentum der Anteilsinhaber, die Verwaltung erledigt eine Kapitalanlagegesellschaft im eigenen Namen und auf Rechnung der Anteilsinhaber<sup>425</sup>. Diese Kapitalanlagegesellschaft muss in Form einer AG oder einer GmbH bestehen<sup>426</sup>. Zur Beteiligung an diesem Sondervermögen werden Anteilsscheine (Investmentzertifikate) ausgegeben. Die Anteilsscheine verbriefen den Miteigentumsanteil am Investmentfonds und die Rechte der Anteilsinhaber gegenüber der Kapitalanlagegesellschaft und der Depotbank<sup>427</sup>. Die Wertpapiere, die das Sondervermögen bilden, werden von einer Depotbank verwahrt, der gegenüber dem Investor ebenso Rechte zustehen<sup>428</sup>.

Die Aufgabe der Kapitalanlagegesellschaft besteht dabei ausschließlich in der Verwaltung des Investmentfonds bzw der im Fonds befindlichen Wertpapiere bzw Vermögenswerte. Professionelle Fondsmanager entscheiden lediglich über den An- und Verkauf der im Fondsportfolio befindlichen Wertpapiere. Dies beinhaltet zwar die Ausübung von Stimm- und Kontrollrechten, nicht jedoch die für einen PE-Investor typischen Mitwirkungsrechte etwa am operativen Geschäft der Zielgesellschaften. Weiters ist der Grundsatz der Risikostreuung gesetzlich vorgeschrieben, was eine breite, uU auch branchenübergreifende Portfoliostreuung erfordert<sup>429</sup>. Schließlich gibt das InvFG noch weitere Beteiligungshöchstgrenzen an den einzelnen Investments vor<sup>430</sup>.

Insgesamt scheidet daher die Anwendung eines Investmentfonds für die Zwecke einer PE-Finanzierung aus.

---

422 Investmentfondsgesetz (InvFG) 1993 idF BGBl 2008/69.

423 Vgl § 6 Abs 1 InvFG.

424 Vgl § 5 Abs 1 InvFG.

425 Vgl § 3 Abs 1 InvFG.

426 Vgl § 2 Abs 3 InvFG.

427 Vgl § 5 InvFG.

428 Vgl § 20 InvFG.

429 Vgl § 20 Abs 1 InvFG, *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 27 Rz 155.

430 Vgl ua § 20 Abs 3 Z 3, Z 5 InvFG.

## 6. Beteiligungsfonds

Ähnlich ist auch der Genussschein nach dem BeteilFG<sup>431</sup> gestaltet. Der Beteiligungsfonds ist ebenfalls ein Sondervermögen, das im Unterschied zum Investmentfond im Eigentum einer Beteiligungsfondsgesellschaft (und nicht der Anteilsinhaber) steht<sup>432</sup>. Die Beteiligungsfondsgesellschaft muss in Form einer AG bestehen<sup>433</sup>. Es wird durch die Ausgabe von Genussscheinen finanziert und dient dem Erwerb von Beteiligungen an Unternehmen. Das Vermögen wird dabei in Form von Beteiligungen an Unternehmen veranlagt. Dafür kommen eine Kommanditbeteiligung, stille Beteiligungen oder die Beteiligung an einer Kapitalgesellschaft in Betracht – Beteiligungen, die eine unbeschränkte Haftung begründen können sind ausdrücklich ausgeschlossen<sup>434</sup>. Der Beteiligungsfonds dient damit hauptsächlich der Finanzmittelaufbringung und Anlage in kleinen und mittleren Unternehmen. Der Genussschein nach dem BeteilFG ist ein Inhaberpapier, das (im Gegensatz zum Investmentzertifikat lediglich schuldrechtlich) einen aliquoten Anteil an den Jahresüberschüssen des Beteiligungsfonds und an den aus der Auflösung von Beteiligungsverhältnissen entstehenden Auseinandersetzungsbeträgen verbrieft<sup>435</sup>.

Von Gesetzes wegen sind die Beteiligungen des Fonds für die Dauer von mindestens zehn Jahren einzugehen<sup>436</sup>. Diese Zeitspanne ist für moderne PE-Investitionen als ungünstig zu betrachten, selbst unter Heranziehung der Möglichkeit der Aufgabe von Beteiligungen vor Ablauf dieser Frist aus wichtigem Grund, worunter insbesondere auch die nachhaltige Ertraglosigkeit des Beteiligungsunternehmens (=Zielunternehmen) subsumiert werden kann<sup>437</sup>. Problematisch erscheint hier vordergründig die Auslegung der Erkennbarkeit des Eintrittes der Nachhaltigkeit.

Wie auch beim Investmentfonds gelten Beteiligungshöchstgrenzen an einzelnen Beteiligungsunternehmen und ist dem Prinzip der Risikostreuung zu folgen<sup>438</sup>. Weiters gelten Beschränkungen hinsichtlich der Rückführung von Erlösen aus dem Fonds an die Anteilszeichner<sup>439</sup>.

Ein Beteiligungsfonds scheidet daher aus dem Anwendungsbereich als Finanzintermediär aus.

431 Beteiligungsfondsgesetz idF BGBl I 2001/97.

432 Vgl § 1 BeteilFG.

433 Vgl § 3 Abs 2 BeteilFG.

434 Vgl § 14 BeteilFG.

435 Vgl § 6 iVm § 10 BeteilFG.

436 Vgl § 14 Abs 7 BeteilFG.

437 Vgl § 14 Abs 7 BeteilFG; *Aicher/Schuhmacher* in *Krejci*, Unternehmensrecht<sup>4</sup>, 592 f.

438 Vgl § 14 Abs 5 BeteilFG.

439 Vgl § 14 Abs 8 und Abs 12 BeteilFG.



## B. Gesellschaftsformen in der Schweiz

### 1. Gesellschaftsformen des Kollektivanlagengesetzes

Der schweizer Bundesrat beschrieb in seiner Botschaft zum Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen<sup>440</sup> die SICAV als eine der «innovativsten Schaffungen des Entwurfs» zum KAG. Primär war die Einführung dieser Gesellschaftsform das Ergebnis der Attraktivitätsförderung des Finanzplatzes Schweiz und der Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit des Landes durch die Einführung des schweizerischen Kollektivanlagengesetzes<sup>441</sup>.

Die Legaldefinition von kollektiven Kapitalanlagen lautet wie folgt:

*«Kollektive Kapitalanlagen sind Vermögen, die von Anlegerinnen und Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht und für deren Rechnung verwaltet werden. Die Anlagebedürfnisse der Anlegerinnen und Anleger werden in gleichmässiger Weise befriedigt.»<sup>442</sup>*

Das KAG erfasst grundsätzlich sämtliche kollektiven Kapitalanlagen dh unabhängig von ihrer Rechtsform<sup>443</sup>. Dieser Umstand zwang dazu, neue Rechtsformen zu schaffen, in der kollektive Kapitalanlagen organisiert werden können<sup>444</sup>. Zu den offenen kollektiven Kapitalanlagen (open end funds) gehören nach Art 8 KAG die hier nicht näher beschriebenen vertraglichen Anlagefonds (Art 25 ff KAG) sowie die Investmentgesellschaften mit variablem Kapital (SICAV, Art 36 ff KAG). Der offene Charakter der SICAV besteht darin, dass der Anleger gemäß Art 78 Abs 2 KAG grundsätzlich jederzeit berechtigt ist, die Rücknahme seiner Anteile und deren Auszahlung in bar zu verlangen. Die Rücknahme hat zum Nettoinventarwert<sup>445</sup> zu erfolgen. Bei den geschlossenen

---

440 Botschaft zum Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz KAG), BBl 2005, 6395 ff.

441 Das KAG löst damit seinen Vorgänger, das Anlagenfondsgesetz (AFG) ab. *Peter Spinner*, Die neue Rechtsform der SICAV im KAG und die Interessenwahrnehmung der Anleger als Aktionäre, GesKR 1/2007, 79 (79 f); *Adrian Dörig*, Das neue schweizerische Kollektivanlagengesetz, RIW 2007, 169 (169); ebendort: Man wollte im Wesentlichen durch Anpassung an die Regelungen der Europäischen Union die Attraktivität des schweizer Fondsplatzes steigern und mit den neuen Gesellschaftsformen ein ebenbürtiges Pendant zur englischen Ltd und zur luxemburgischen SICAV bieten.

442 Vgl Art 7 Abs 1 KAG.

443 Vgl Art 2 Abs 2 KAG.

444 *Matthias Courvoisier/Ronnie Schmitz*, Grenzfälle kollektiver Kapitalanlagen, SZW/RSDA 2006, 407 (408).

445 Vgl Art 42 Abs 1 KAG; es handelt sich dabei um den Verkehrswert des Unternehmens, vermindert um allfällige Verbindlichkeiten, geteilt durch die Anzahl der im Umlauf befindlichen Anteile. Der Wert lässt sich daher relativ schnell anhand der letzten Bilanzdaten errechnen. Dieser Zeitfaktor wird wohl auch der ausschlaggebende Grund für die Wahl dieser Bewertungsmethode gewesen sein. Eine andere als die vom Gesetz vor-

kollektiven Kapitalanlagen (closed end funds: KkK, SICAF) fehlt eine derartige Rücknahmepflicht gegenüber den Anlegern. Dieses open end Prinzip ermöglicht es dem Anleger, aus der kollektiven Kapitalanlage auszusteigen und seine Anteile zurückzugeben (Art 78 Abs 2 KAG). Dieser Schutzmechanismus ist insbesondere wegen des Prinzips der Fremdverwaltung äußerst attraktiv und wirkt aufgrund einseitiger Willenserklärung des Anlegers ex nunc jederzeit und ohne Fristenlauf.

Durch diese drei genannten, durch das KAG neu geschaffenen Gesellschaften wird der numerus clausus der schweizer privatrechtlichen Gesellschaften ergänzt. Sie orientieren sich zwar an bestehenden Gesellschaftsformen, werden aber durch das KAG mit verschiedenen vom OR abweichenden Eigenschaften ergänzt.

Gleich vorweg soll kurz das Steuerregime der kollektiven Kapitalanlagen dargestellt werden: Grundsätzlich werden alle Anlageformen transparent besteuert. Das bedeutet, dass eine steuerliche Belastung weitgehend auf der Ebene der Anleger erfolgt. Ausgenommen sind kollektive Kapitalanlagen mit direktem Grundbesitz und die SICAF<sup>446</sup>.

Quellensteuer wird einbehalten, was jedenfalls als nachteilig anzusehen ist. Weiters wird die entgeltliche Übertragung von Anteilen besteuert, ist aber mit zahlreichen Ausnahmen versehen<sup>447</sup>. Die Ausgabe von Anteilen iRv Kapitalerhöhungen ist jedoch idR steuerbefreit<sup>448</sup>. Ausschüttungen (Kapitalerträge) von SICAV und KkK unterliegen dem 35 %igen Verrechnungssteuersatz<sup>449</sup>.

#### a) SICAV

Die schweizer Société d'Investissement à Capital Variable<sup>450</sup> baut auf dem Recht der schweizer AG auf<sup>451</sup>. Die Gründung erfolgt nach den aktienrecht-

---

gesehene Berechnungsmethode ist ebenfalls zulässig, muss aber von der Aufsichtsbehörde (FINMA) bewilligt werden (*Baker & McKenzie* Zürich (Hrsg), *Recht der kollektiven Kapitalanlagen* (2007), 100; *Roland von Büren/Daniel Hasler*, Ein Novum im schweizer Gesellschaftsrecht: Die Anlagegesellschaft mit variablem Grundkapital, in FS Peter Nobel (2005), 68).

446 *Dörig*, Kollektivanlagengesetz, RIW 2007, 169 (175 f).

447 Vgl Art 13 Abs 2 iVm 17a Abs 1 StG.

448 Vgl Art 6 Abs 1 lit i StG.

449 Vgl Art 13 Abs 1 lit a VStG; für weitergehende Ausführungen zur Besteuerung der einzelnen Gesellschaftsformen siehe ausführlich in *Dörig*, Kollektivanlagengesetz, RIW 2007, 169 (176); so auch in *Baker & McKenzie* Zürich, *Kapitalanlagen*, 197 ff und in *Franz Hasenböhler* (Hrsg), *Recht der kollektiven Kapitalanlagen* (2007), Rn 392.

450 Dt. Investmentgesellschaft mit variablem Kapital.

451 Regelung der Gesellschaftsstruktur in Art 36–52 KAG; die Form der schweizer SICAV baut auf der Version der luxemburgischen SICAV auf. Aus diesem Grund soll letztere auch nicht weiter im Rahmen dieser Arbeit erörtert werden. Es wird lediglich darauf

lichen Vorschriften und Genehmigung durch die FINMA<sup>452</sup> und die SICAV verfügt über dieselben Organe (Verwaltungsrat, Generalversammlung und Revisionsstelle) plus zwingend einer Depot-Bank zur Administration der Anteilsorder<sup>453</sup>. Im Gegensatz zur AG verfügt die SICAV jedoch über kein «*zum Voraus bestimmtes Kapital*»<sup>454</sup>. Die Aktien besitzen keinen Nennwert und die Zahl der Aktien schwankt, da ein freier Ein- und Austritt der Aktionäre über bloßes *Ersuchen* möglich ist. Dazu bedarf es weder einer Änderung der Statuten noch eines Handelsregistereintrags<sup>455</sup>. Insofern entfällt damit das zeitig und organisatorisch aufwändige Kapitalerhöhungs- und -herabsetzungsverfahren wie es einer schweizer und österreichischen AG vorgeschrieben ist. Die Aktien müssen jedoch vollständig liberiert sein<sup>456</sup>.

Bei der SICAV bestehen zwei Kategorien von Aktionären: Unternehmeraktionäre und Anlegeraktionäre<sup>457</sup>. Erstere lauten auf den Namen der eigentlichen Fondssponsoren (Namensaktien), die den SICAV gründen. Sie sind verantwortlich für die erwähnte Kapitalaufbringung bei Gründung der Gesellschaft und entscheiden über die Auflösung der SICAV bzw eines Teilvermögens derselben<sup>458</sup>. Die Aktien sind wie erwähnt zwingend nennwertlos, eine Aktie entspricht jedoch einer Stimme<sup>459</sup>. Die Anlegeraktionäre hingegen sind gewöhnliche Fondsinvestoren, deren einzige Pflicht in der Liberierung ihrer Anteile besteht. Ihre Anteile können als Namens- oder Inhaberaktien ausgestaltet werden<sup>460</sup>.

Die Liberierung muss generell zwingend in bar erfolgen – Sacheinlagen erscheinen in Hinsicht auf den Zweck der Gesellschaft offensichtlich als untunlich<sup>461</sup>. Sollten Kapitalmittel der SICAV die gesetzlichen Schwellen unterschreiten, sind auch weder Unternehmer- noch Anlegeraktionäre dazu verpflichtet, Nachschüsse in die Gesellschaft zu leisten. Einzig im Falle der Rückgabe von

---

hingewiesen, dass auch die luxemburgische SICAV auf der Rechtsform einer luxemburgischen AG aufbaut, deren einziger Zweck die Anlage in übertragbaren Wertpapieren ist (Richard C. Müller, Die Investmentgesellschaft, SSHW Band 208 (2001), 160).

452 Vgl Art 13 Abs 5 KAG.

453 Vgl Art 72 – 74 KAG.

454 Vgl Art 620 Abs 1 OR; Meier-Hayoz/Forstmoser, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 22 N 113 ff.

455 Vgl Art 36 Abs 1 lit a KAG, Art 42 Abs 1 KAG; Baker & McKenzie Zürich, Kapitalanlagen, 67.

456 Vgl Art 40 Abs 2 KAG.

457 Vgl Art 40 Abs 1 und Abs 2 KAG.

458 Vgl Art 41 Abs 1 und Abs 2 KAG; weitergehende Kontroll- oder Stimmrechte werden den Unternehmeraktionären im Vergleich zu den Anlegeraktionären von Gesetzes wegen nicht zugestanden.

459 Vgl Art 47 Abs 1 KAG.

460 Baker & McKenzie Zürich, Kapitalanlagen, 67.

461 Vgl Art 40 Abs 2 KAG.

Unternehmeraktien ist dieser Vorgang mit der Auflage beschränkt, dass Mindesteinlage und Eigenmittelunterlegung gegeben bleiben müssen<sup>462</sup>.

Das Halten eigener Aktien ist der Gesellschaft verboten<sup>463</sup>. Die aktienrechtliche Struktur (etwa der einfachen Übertragung) erlaubt der SICAV die Börsennotiz<sup>464</sup>. Sofern die Aktien kotiert sind, sind sie nicht vinkulierbar. Ansonsten können die Statuten eine Beschränkung des Anlegerkreises auf qualifizierte Anleger vorsehen<sup>465</sup>.

Ausschließlicher Zweck der SICAV ist die Verwaltung des eigenen Vermögens und sie stellt daher ein einzelnes Fondsprodukt in Unternehmensform dar<sup>466</sup>. Die *Mindesteinlage*, die bei Gründung zu leisten und dauernd einzubehalten ist, beträgt CHF 250.000.– oder mehr<sup>467</sup>. Was der Ausdruck Mindesteinlage bedeutet, wird von Gesetzesseite nicht erläutert. Sinnvollerweise kann die Prüfung des Bestandes der Mindesteinlage derart ablaufen, dass von der ursprünglichen Mindesteinlage der auf diese entfallende Bilanzverlust abgezogen wird (zwischenzeitige Zu- und Abgänge von Anlegeraktionären und die auf diese entfallenden Gewinne bzw Verlust sind also abzuziehen). Wird die Mindesteinlage unterschritten, so ist die FINMA zu benachrichtigen<sup>468</sup>. Insofern ist also dennoch ein Kapitalschutzmechanismus verankert, allerdings mit weit geringerem Umfang als beim starren Stammkapital der AG<sup>469</sup>. Das *Mindestvermögen* hingegen beschreibt das Arbeitskapital der SICAV. Binnen eines Jahres nach Genehmigung durch die Aufsichtsbehörde muss die Gesellschaft ein Mindestnettovermögen von wenigstens CHF 5 Mio erreicht haben<sup>470</sup>. Schließlich sind noch *Eigenmittelanforderungen* zu beachten, die festhalten,

462 *Baker & McKenzie* Zürich, Kapitalanlagen, 67 f, 69.

463 Vgl Art 42 Abs 2 KAG.

464 *Baker & McKenzie* Zürich, Kapitalanlagen, 62.

465 Vgl Art 40 Abs 3 iVm Art 43 Abs 2 lit c KAG; Das KAG hat die Kategorie des qualifizierten Anlegers eingeführt.

466 Vgl Art 36 Abs 2 KAG; *Dörig*, Kollektivanlagengesetz, RIW 2007, 169 (171); Vermögensverwaltung, Anlageberatung oder Aufbewahrung für Dritte sind daher nicht zulässig.

467 Vgl Art 37 Abs 2 KAG; wenn der Verwaltungsrat die Vermögensadministration selbst übernimmt und nicht einer externen Fondsleitung überträgt, beträgt die Mindesteinlage CHF 500.000.– gem Art 54 Abs 1 und Abs 2 KKV (*Hasenböhler*, Kapitalanlagen, Rn 392).

468 *Rolf H. Weber*, Aufbruch zu neuer juristischer Person: Investmentgesellschaft mit variablem Kapital, in FS Michael Riemer (2007), 446; *Baker & McKenzie* Zürich, Kapitalanlagen, 63; die FINMA ist die schweizer Eidgenössische Finanzmarktaufsicht die dieselben Agenden betreut wie die österreichische FMA. Per 1.1.2009 wurde die FINMA als Behörde eingerichtet und übernimmt sie die Aufgaben der drei schweizer Behörden Bundesamt für Privatversicherungen BPV, Eidgenössische Bankenkommission EBK und der Kontrollstelle für die Bekämpfung der Geldwäscherei KsT GwG.

469 *von Büren/Hasler* in FS Peter Nobel, 66.

470 Vgl Art 36 Abs 2 KAG; *Baker & McKenzie* Zürich, Kapitalanlagen, 63.

dass bei der selbstverwalteten SICAV dauernd zwischen der Einlage der Unternehmeraktionäre und dem Gesamtvermögen der Gesellschaft ein angemessenes Verhältnis bestehen bleiben muss<sup>471</sup>.

Die SICAV kann in verschiedene Teilvermögen untergliedert sein, wobei schon per se aus mindestens zwei Subfonds zu unterscheiden gilt, die sich aus dem Teilvermögen der Unternehmeraktionäre und einem oder mehreren Teilvermögen der Anlegeraktionäre zusammensetzen. Es bietet sich daher die Möglichkeit der Organisation als umbrella fund, in dem die Aktionäre zwischen verschiedenen Fonds-Teilen und damit in praxi zwischen verschiedenen Anlagezielen wechseln können, ohne die SICAV verlassen zu müssen. Jedes Teilvermögen haftet nur für eigene Verbindlichkeiten und stellt einen eigenen Buchungskreis dar<sup>472</sup>.

## b) Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen

Die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen tätigt ihre Anlagen in «Risikokapital»<sup>473</sup>. Sie steht mithin für PE-Investitionen zur Verfügung und entspricht der englischen limited partnership<sup>474</sup>. Die KkK stellt in der Schweiz erstmalig die Möglichkeit dar, im Rahmen einer Personengesellschaft eine (oder mehrere) Kapitalgesellschaft(-en) als nicht natürliche Person als persönlich haftende(-n) Komplementär(-e) heranzuziehen – dies jedoch nur in Form einer unbeschränkt haftenden AG mit Sitz in der Schweiz und auch nur für den Zweck der Anlagegesellschaft<sup>475</sup>. Die risikoreiche KkK steht jedoch, ähnlich dem Entwurf der österreichischen IG, nur *qualifizierten Anlegern* offen<sup>476</sup>.

---

471 Vgl Art 39 Abs 1 KAGf; für die Berechnung siehe § 55 Abs 2 KKV und *Baker & McKenzie* Zürich, Kapitalanlagen, 64 mwN.

472 Vgl Art 94 KAG; *Hasenböbler*, Kapitalanlagen, Rn 417 mwN; zu beachten ist, dass jedes Teilvermögen ebenso spätestens ein Jahr nach der Lancierung gem Art 36 Abs 2 KAG, Art 53 iVm Art 35 Abs 2 KKV ein Mindestvermögen von CHF 5 Mio aufzuweisen hat.

473 Vgl Art 103 Abs 1 KAG.

474 *Meier-Hayoz/Forstmoser*, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 22 N 127.

475 Vgl Art 118 Abs 2 KAG; der KkK steht es daher nicht wie etwa der SICAV offen, in Immobilienvermögen zu investieren.

476 Vgl Art 10 Abs 3 und Abs 4 KAG; die Definition entspricht in etwa dem *erfahrenen Anleger* aus dem Recht der luxemburgischen SICAR (vgl dazu unter Punkt III.A.2.) und dem Entwurf zur öst IG (vgl dazu unter Punkt III.A.4.); der schweizer Bundesrat ist der Ansicht, dass nur qualifizierte Anleger «... die Charakteristiken, Risiken und anderen Besonderheiten solcher Anlagen, namentlich bezüglich der beschränkten Liquidität, verstehen und allfällige Ausfälle tragen können.» (vgl Botschaft KAG (2005), S 6423).

Als qualifizierte Anleger gelten gem Art 10 Abs 3 KAG beaufsichtigte Finanzintermediäre wie Banken, Effekthändler und Fondsleitungen, beaufsichtigte Versicherungseinrichtungen, öffentlich-rechtliche Körperschaften und Vorsorgeeinrichtungen mit professioneller Tresorerie, Unternehmen mit professioneller Tresorerie sowie vermögende Privatpersonen<sup>477</sup>.

Die KkK entspricht grundsätzlich der KommG nach Art 594 ff OR, verfügt aber in den Art 98 ff KAG über verschiedene abweichende und ergänzende Regelungen. Wie auch die SICAV darf alleiniger Zweck der Gesellschaft nur die kollektive Kapitalanlage und die Verwaltung des eigenen Vermögens sein<sup>478</sup>. Bei der Definition von Risikokapital erfasst das Gesetz ausdrücklich die möglichen Formen von Eigenkapital, Fremdkapital oder Mischformen aus Eigen- und Fremdkapital wie Mezzanine-Finanzierungen<sup>479</sup>. Der Wirkungskreis ist also de jure bereits weiter als bei der österreichischen IG.

Weiters entsteht die KkK in Abweichung zur KommG erst nach Bewilligung durch die Aufsichtsbehörde (FINMA)<sup>480</sup> und danach durch konstitutiv wirkende Eintragung in das Handelsregister<sup>481</sup>. Die Gesellschaft muss spätestens ein Jahr nach der Gründung über mindestens fünf Kommanditäre verfügen<sup>482</sup>. Durch die AG als Komplementärin ist weiters ein zwingendes Haftungssubstrat von mind CHF 100.000,- gegeben<sup>483</sup>. Der AG als Komplementärin obliegt die Geschäftsführung und muss es sich bei dieser wie auch bei den Kommanditären um einen qualifizierten Anleger handeln<sup>484</sup>. Eine AG darf nur für eine KkK als Komplementärin fungieren<sup>485</sup>.

Im Vergleich zur KommG ist jedoch das Konkurrenzverbot gem Art 561 OR durch Art 104 KAG stark gelockert. Kommanditäre können demnach ohne Zustimmung der übrigen Gesellschafter für eigene oder fremde Rechnung andere Geschäfte betreiben oder sich an anderen Unternehmungen beteiligen. Dies gilt auch für die Komplementäre, sofern der Gesellschaftsvertrag nichts anderes vorsieht, soweit diese Geschäftsverhältnisse auch offengelegt werden und dadurch die Interessen der Kommanditäre nicht beeinträchtigt werden.

477 Als vermögende Privatpersonen gelten gem Art 6 Abs 1 KKV Personen, die gegenüber einem beaufsichtigten Finanzintermediär oder einem unabhängigen Vermögensverwalter schriftlich bestätigen, dass sie zum Zeitpunkt des Erwerbs des Anteils an einer kollektiven Kapitalanlage direkt oder indirekt über Finanzanlagen von mind CHF 2 Mio verfügen.

478 Vgl Art 117 KAG.

479 Art 120 KKV.

480 Vgl Art 13 Abs 5 KAG.

481 Vgl Art 100 Abs 1 KAG.

482 Vgl Art 5 Abs 3 KKV.

483 Vgl Art 621 OR, § 118 Abs 2 KKV.

484 Vgl Art 98 Abs 3 iVm Art 10 Abs 3 KAG.

485 Vgl Art 98 Abs 2 KAG.

Nicht zuletzt auch aufgrund der komplizierten – und nach Meinung der Interessensvertretung SECA überhöhten – Besteuerung wird die KkK bislang kaum genutzt<sup>486</sup>.

### c) SICAF

Bei der Société d'investissement à capital fixe handelt es sich um keine neue Rechtsform im Sinne des OR. Ihr ausschließlicher Zweck ist die kollektive Kapitalanlage<sup>487</sup>. Die SICAF ist also eine echte AG, denn das Ziel der kollektiven Kapitalanlage ist im Rahmen des Aktienrechts ohne weiteres zulässig<sup>488</sup>. Die Aktionäre müssen aber nicht zwingend qualifizierte Anleger sein. Weiters darf die SICAF ihre Aktien nicht an einer schweizer Börse kotieren<sup>489</sup>. Sie benötigt zwingend eine Depotbank<sup>490</sup>.

Es stellt sich daher die zentrale Frage der Abgrenzung einer SICAF von einer Investmentgesellschaft, die nicht dem KAG unterstellt ist, da solche auch nicht der Aufsicht der FINMA unterstellt sind. Solche Investmentgesellschaften sind sohin börsenkotiert, ihre Anteile werden ausschließlich von qualifizierten Anlegern gehalten oder aber die Gesellschaft ist Mitglied eines Investmentclubs<sup>491</sup>. In all diesen Fällen müssen die Anleger nicht durch das KAG geschützt werden<sup>492</sup>.

Weiters müssen die Aktien der SICAF voll in bar liberiert sein und die Ausgabe von Stimmrechtsaktien, Partizipationsscheinen, Genusscheinen und Vorzugsaktien ist nicht zulässig. Die Statuten können dafür einen Zwangsauschluss eines Aktionärs vorsehen. Letzteres ist daher eine Durchbrechung der Regel der Mitgliedschaft in einer AG. Die Regelung und Kompetenzen der Durchführung sind von der SICAF in der Satzung festzulegen, wobei die gesetzlichen Gründe abschließend sind<sup>493</sup>.

## 2. Kommanditaktiengesellschaft

Wie bereits unter Punkt 2.2.5. ausgeführt, handelt es sich bei der Komm-AG um eine Abart der AG. Die Regelung erfolgt in Art 764 bis 771 OR. Diese ge-

---

486 Vgl Beitrag in NZZ-Online v 8. Mai 2008, Streit über die Private-Equity- und Hedge-Funds-Besteuerung.

487 Das heisst wiederum, dass die SICAF nicht unternehmerisch tätig sein und auch nicht Holdingfunktion besitzen darf.

488 *Meier-Hayoz/Forstmoser*, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 22 N 133 mwN.

489 Vgl Art 110 KAG.

490 Vgl Art 114 KAG.

491 Vgl Art 2 Abs 2 lit f und Abs 3 KAG.

492 *Hasenböhler*, Kapitalanlagen, Rn 653 mwN.

493 Vgl Art 113 iVm 82 KAG; *Hasenböhler*, Kapitalanlagen, Rn 680 mwN.

ringe gesetzliche Regelungsdichte gemeinsam mit den leicht überschaubaren Beiträgen in Literatur und Judikatur lassen viele rechtliche Fragen zu dieser Gesellschaftsform offen und könnte damit unter anderem die geringe praktische Bedeutung der Komm-AG begründet werden. Dennoch sind die Möglichkeiten der Komm-AG mit ihrer speziellen Struktur der Zusammenführung personengesellschaftlicher und körperschaftlicher Elemente sehr interessant<sup>494</sup>.

Die Kommanditaktiengesellschaft ist eine Gesellschaft, deren zum Voraus bestimmtes Kapital in Aktien zerlegt ist und bei der ein oder mehrere Mitglieder, gleich einem Kollektivgesellschafter, den Gesellschaftsgläubigern unbeschränkt haftbar sind<sup>495</sup>. Die unbeschränkt haftenden Mitglieder bilden ex lege die Verwaltung und damit die Geschäftsführung und Vertretung der Kommanditaktiengesellschaft<sup>496</sup>. Die übrigen Aktionäre sind lediglich mit einer Kapitaleinlage beteiligt und haften, ähnlich den Aktionären einer AG, auch nur im Umfang der mit der Einlagehöhe festgelegten Beitragspflicht. Sämtliche Gesellschafter sind daher nur durch ihre Einlagen auf die Aktien am Gesellschaftsvermögen beteiligt – weitergehende Beteiligungen, wie sie im Recht der KolG oder der KommG aufgebaut werden können, sind hier daher nicht möglich<sup>497</sup>.

Die Organe der Komm-AG sind die Generalversammlung, der Verwaltungsrat und die Aufsichtsstelle. Letztere besteht als Unikum im schweizer Recht und diese entspricht zwar der Revisionsstelle bei der schweizer AG, doch hat sie weit umfassendere Kompetenzen, nämlich über die Kontrolle der Finanzgebahrung hinaus auch die dauernde Überwachung der Geschäftsführung bis hin zur Erhebung von Verantwortlichkeitsklagen gegen Mitglieder der Verwaltung<sup>498</sup>. Sie kommt also in ihrem Aufgabenbereich dem österreichischen Aufsichtsrat einer AG nahe<sup>499</sup>. Diese Ausweitung der Kompetenzen des Kontrollorgans war insofern notwendig, als dass die Generalversammlung im Gegensatz zur AG nicht auf die Zusammensetzung des Verwaltungsrates Einfluss nehmen kann (weder Wahl noch Abberufung) und daher der Verwaltung der Komm-AG machtlos gegenüber stünde<sup>500</sup>. Umgekehrt haben die Mitglieder des Verwaltungsrates kein Stimmrecht bei der Bestellung der Aufsichtsstelle<sup>501</sup>.

494 Wagner, Gesellschaftsrecht<sup>1</sup>, 48; Werner Beilstein/Christian Maritz, Die Kommanditaktiengesellschaft – Eine zu Unrecht verkannte Gesellschaftsform, Der Schweizer Treuhänder 4/2006, 278.

495 Vgl Art 764 Abs 1 OR.

496 Vgl Art 765 Abs 1 OR.

497 Meier-Hayoz/Forstmoser, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 17 N 16.

498 Vgl Art 768 Abs 1, 769 OR.

499 Vgl etwa § 95 öst. AktG.

500 Meier-Hayoz/Forstmoser, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 17 N 37.

501 Vgl Art 768 Abs 2 OR.



Wie eingangs erwähnt, erscheint die Komm-AG als Sonderform der AG und nicht der Kommanditgesellschaft. Entsprechend bestimmt Art 764 Abs 2 OR, dass auf die Kommandit-AG, soweit nichts anderes vorgesehen ist, die Bestimmungen über die AG anzuwenden sind. Die grundsätzlich aktienrechtliche Struktur wird jedoch durch die unbegrenzt haftenden Gesellschafter um ein personengesellschaftliches Element modifiziert – es ist also zwischen zwei Arten von Gesellschaftern zu unterscheiden, den gewöhnlichen Aktionären (auch Kommanditäre genannt) und den unbeschränkt haftenden Aktionären (auch Komplementäre genannt).

Die Kommanditäre haben grundsätzlich die gleiche Stellung in der Gesellschaft wie die Aktionäre einer AG und können ebenso entweder natürliche oder auch juristische Personen sein. Eine Einschränkung besteht – wie oben erwähnt – bei den Mitwirkungsrechten etwa im Rahmen der Generalversammlung, die zugunsten der Komplementäre stark eingeschränkt wurden. Weiters hängt die Gültigkeit bestimmter, besonders wichtiger Generalversammlungsbeschlüsse gem Art 766, 770 Abs 2 OR von der Zustimmung der Mitglieder des Verwaltungsrates ab. Bei den Kommanditären steht der Kapitaleinsatz im Vordergrund<sup>502</sup>.

Die Komplementäre lassen sich in ihrer Stellung mit derjenigen in einer Kollektivgesellschaft vergleichen. Die Komplementäre, welche verpflichtend natürliche Personen sein müssen<sup>503</sup>, sind von Gesetzes wegen Mitglieder des Verwaltungsrates und somit zur Geschäftsführung und Vertretung berechtigt und verpflichtet (Selbstorganschaft). Der Verwaltungsrat kann aber aufgrund der Nähe zum Recht der AG Direktoren und Delegierte bestimmen. Bei den Komplementären steht somit die Person mit ihren Fähigkeiten und nicht der Kapitaleinsatz im Vordergrund<sup>504</sup>. Den Komplementären steht daher auch in Anlehnung an die KolG bzw KommG ein Kündigungsrecht der Gesellschaft zu<sup>505</sup>, auch der Wechsel eines Komplementärs bedarf der Zustimmung aller übrigen Komplementäre<sup>506</sup>. Durch Tod, Handlungsunfähigkeit oder den Konkurs sämtlicher, unbeschränkt haftender Gesellschafter wird die Gesellschaft aufgelöst, es empfiehlt sich daher, für diesen Fall gesellschaftsvertraglich die Umwandlung in eine gewöhnliche AG vorzusehen<sup>507</sup>.

---

502 *Meier-Hayoz/Forstmoser*, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 17 N 24.

503 Das Obligationenrecht sagt zwar nicht ausdrücklich, dass eine juristische Person als Komplementärin ausscheidet, doch wird Art 594 Abs 2 OR, wonach nur natürliche Personen als Komplementäre fungieren können, auf die Komm-AG analog angewendet (vgl *Christoph Reinhardt*, Die Kommanditaktiengesellschaft im schweizerischen Recht (1971) 44).

504 *Meier-Hayoz/Forstmoser*, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 17 N 25 ff.

505 Vgl Art 771 OR.

506 Vgl Art 765 Abs 3 OR.

507 Vgl Art 770 Abs 1 OR; *Beilstein/Maritz*, Kommanditaktiengesellschaft, Der Schweizer Treuhänder 4/2006, 278.

Hinsichtlich der Haftung für Gesellschaftsschulden ist festzuhalten, dass primär das Gesellschaftsvermögen heranzuziehen ist. Insofern stimmt die Haftung mit der AG überein – allerdings auch mit der bei der KolG bzw KommG. Sollte das Gesellschaftsvermögen nicht ausreichen, so haften die Komplementäre subsidiär, persönlich, unbeschränkt und solidarisch – gleich den Kollektivgesellschaftern. Hier ist also die Nähe zur KolG erkennbar. Die Kommanditäre haften wiederum gleich Aktionären nach erfolgter gänzlicher Liberierung ihrer Aktien nicht mehr; eine persönliche Haftung ist ausgeschlossen<sup>508</sup>.

Die Höhe des Dividendengewinns und die Beteiligung am Liquidationserlös der Komm-AG bemessen sich wie auch bei der AG mangels abweichender gesellschaftsvertraglicher Regelung am Verhältnis der auf das Aktienkapital einbezahlten Beträge.

Ein Vorteil der Komm-AG ist also die Kombination aus Realhaftung und Personalhaftung – welche dem Anschein nach bereits bei der KommG genutzt werden könnte, da letztere aber über keine Rechtspersönlichkeit verfügt, kann diese weder Rechte noch Pflichten erwerben, noch Sicherheiten geben. Wesentliche Vorteile der Komm-AG sind weiters die Anonymisierung der Aktienbeteiligungen der Kommanditäre und die Handelbarkeit der verbrieften Gesellschaftsanteile. Springender Kern einer PE-Gesellschaft ist es sohin, eine natürliche Person als Komplementär für die Komm-AG aufzustellen, deren Haftungsrisiko selbstverständlich abgegolten werden muss. Faktisch heisst das aber auch, dass die Geschäftsleitung nicht nur aus Angestellten bestehen kann, sondern auch aus eigentlichen (personengesellschaftsrechtlichen) Mitunternehmern, denen die Geschäftsführung obliegt. Die übrigen Gesellschafter haben die Stellung gewöhnlicher Aktionäre, ohne direkte Mitsprache in der Unternehmensführung, aber auch ohne entsprechende Verantwortung. Dies macht es Dritten leicht, sich an einer solchen PE-Gesellschaft zu beteiligen<sup>509</sup>.

### 3. Stiftung

Unter einer Stiftung im Sinne von Art 80 ff ZGB versteht man ein Vermögen, das von einer Person zu einem von ihr festgesetzten dauernden Zweck in der Weise verselbständigt wird, dass das Vermögen aus dem Rechtskreis des Stifters ausgeschieden und mit eigener Rechtspersönlichkeit ausgestattet wird. Ein derart verselbständigtes Zweckvermögen weist mit den Körperschaften gewisse Übereinstimmungen auf, der grundlegende Unterschied besteht jedoch darin, dass den Teilhabern einer Gesellschaft das Recht zusteht, den ur-

<sup>508</sup> Vgl Art 620 Abs 2 OR.

<sup>509</sup> *Beilstein/Maritz*, Kommanditaktiengesellschaft, *Der Schweizer Treuhänder* 4/2006, 279.

sprünglich angestrebten Zweck immer wieder aufzuheben oder überhaupt aufzugeben. Der Zweck der Stiftung ist hingegen bindend<sup>510</sup>. Eine Stiftung hat aber weder Mitglieder noch Teilhaber und über das Vermögen der Stiftung darf keiner der «Beteiligten» verfügen, dh weder Stifter noch die Stiftungsorgane noch die Stiftungsbegünstigten<sup>511</sup>. Die Stiftung hat keine Mitglieder, welche souverän über Zweck und Fortbestand der juristischen Person entscheiden können, sondern sie besitzt nur dienende Verwaltungsorgane, welche den vorgegebenen Willen des Stifters mit den vorhandenen Vermögensmitteln auszuführen haben<sup>512</sup>.

Zur Unternehmensstiftung finden sich im Gesetz keine speziellen Bestimmungen, sondern Lehre und Praxis haben den Begriff geprägt und die rechtliche Ordnung entwickelt: Es handelt sich dabei um eine Stiftung, deren Aufgabe der Betrieb eines Unternehmens ist oder die maßgebend an einem solchen beteiligt ist. Besonderes Merkmal ist also die unmittelbare oder mittelbare maßgebliche unternehmerische Beteiligung. Die gesetzliche Ordnung der Stiftung ist jedoch nicht auf unternehmerische Tätigkeit zugeschnitten<sup>513</sup>. Es handelt sich bei dieser Eigenart der Stiftung um eine Form, welche sich mehrheitlich bzw als Hauptgesellschafter an einem Unternehmen beteiligt. Die Bildung eines Beteiligungsportfolios durch mehrere Minderheitsbeteiligungen ist damit nicht gemeint, aber auf jeden Fall möglich.

Mit einer Revision des Stiftungsrechtes wurde die Änderung des Stiftungszwecks mit Genehmigung durch die zuständige Behörde zulässig, soweit der ursprüngliche Stiftungszweck *«eine ganz andere Bedeutung oder Wirkung erhalten hat, so dass die Stiftung dem Willen des Stifters offenbar entfremdet worden ist.»*<sup>514</sup> Oftmals ist daher der Wille, die Organisation eines Unternehmens dauerhaft zu fixieren, das Motiv für die Bildung einer Unternehmensstiftung, da man damit noch hinreichend flexibel agieren kann.

Stiftungen können somit auch gewinnstrebig orientiert sein, wobei die Gewinnausschüttung – analog zu Aktiendividenden – voraussetzungslos an einen bestimmt umschriebenen Begünstigtenkreis (zB den bzw die Stifter) erfolgen soll<sup>515</sup>.

Die Stiftung erscheint daher als Finanzintermediär untauglich, da Kontrollrechte des Stifters an der Stiftung grundsätzlich ausgeschlossen sind<sup>516</sup>. Zwar

---

510 Meier-Hayoz/Forstmoser, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 2 N 56 f.

511 Klaus J. Hopt/Dieter Reuter, Stiftungsrecht in Europa (2001) 512.

512 Meier-Hayoz Forstmoser, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 2 N 57.

513 Meier-Hayoz/Forstmoser, Gesellschaftsrecht<sup>10</sup>, § 23 N 12 f; der schweizer Gesetzgeber hat es unterlassen, die Unternehmensstiftung ausdrücklich zu untersagen.

514 Vgl Art 86 ZGB.

515 Hopt/Reuter, Stiftungsrecht, 517.

516 Es bietet sich jedoch die Möglichkeit an, dass der Stifter als (Präsident des) Verwaltungsrats auf die Vertretung und die Geschäftsführung der Stiftung Einfluss nimmt.

erscheint der Stiftungszweck der «Beteiligungsfinanzierung» mE als tauglich<sup>517</sup>, jedoch stellt sich in der Folge die Problematik der Aufnahme frischen Kapitals<sup>518</sup> und der Ausschüttung realisierter Beteiligungsgewinne. Ersteres stellt ein großes Handicap dar, da so ein Portfoliounternehmen im Laufe seiner Entwicklung weitere Mittel benötigt. Schließlich gibt es bei der Stiftung keine Selbstauflösung (für PE-Gesellschaften eine durchaus wichtige Möglichkeit), obwohl die Stiftung mit auflösender Bedingung ab ovo versehen werden kann. Dennoch darf im Ergebnis kein eigentlicher Vermögensrückfall an den/die Stifter erreicht werden, was an sich die Grundvoraussetzung jedes tauglichen Finanzintermediärs darstellt<sup>519</sup>.

## C. Weitere gebräuchliche Gesellschaftsformen innerhalb der EU

Aufgrund der im EG-Vertrag normierten Grundfreiheiten – und hier vor allem aufgrund der Niederlassungsfreiheit<sup>520</sup> und der Kapitalverkehrsfreiheit<sup>521</sup> – hat der EuGH mit seiner Judikatur gezielt versucht, Beschränkungsverbote weit auszulegen. Damit war die Grundlage für die Niederlassungsfreiheit von in einem Mitgliedstaat gegründeten Gesellschaften geschaffen, auf dem Gebiet eines anderen Mitgliedstaats Zweigniederlassungen einzurichten<sup>522</sup> und den Verwaltungssitz in einen anderen Staat verlegen zu können, ohne Rechts- und Parteifähigkeit zu verlieren<sup>523</sup>. Der Anwendungsbereich der Sitztheorie wurde damit stark eingeschränkt<sup>524</sup>.

Damit ist der Weg frei, sich innerhalb der Union vieler verschiedener nationaler Gesellschaftsformen zur wirtschaftlichen Betätigung in einem Mitglied-

517 *Heinz Hausheer/Regina E. Aebi-Müller*, Das Personenrecht des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (2005) Rz 19.14 f.; so auch *Grüninger* in *Harold Grüninger*, Die Unternehmensstiftung in der Schweiz (1984) 128 f.

518 Die Beschaffung von Eigenmitteln auf dem Wege der Einlage bisheriger oder neuer Teilhaber ist nicht möglich. Wie jeder andere Unternehmensträger kann jedoch auch die Stiftung fremde Mittel aufnehmen (vgl. *Grüninger*, Unternehmensstiftung, 82).

519 *Hausheer/Aebi-Müller*, Personenrecht, Rz 19.49, 19.54 f.

520 Vgl. Art 43, 48 EGV.

521 Vgl. Art 56 EGV.

522 EuGH Rs C-212/97, *Centros*, Slg 1999, I-1459; EuGH Rs C-167/01, *Inspire Art*, Slg 2003, I-10155.

523 EuGH Rs C-208/00, *Überseering*, Slg 2002, I-9919.

524 *Sabine Dommès/Georg Eckert/Desiree Lembeck/Vanessa Metzler*, Die englische Private Company Limited in Österreich – gesellschaftsrechtliche Fragen, SWI 2005, 477 (478); vgl. §§ 10, 12 IPRG, die besagen, dass ein Gesellschaftsstatut nach dem Recht des Staates zu beurteilen ist, in dem die Gesellschaft ihren tatsächlichen Verwaltungssitz hat.

staat zu bedienen<sup>525</sup>. Innerhalb der Europäischen Gemeinschaft stechen aufgrund ihrer hohen Praxisrelevanz bei PE-Finanzierungen vor allem die beiden Gesellschaftsformen der luxemburgischen SICAR und der englischen private company limited by shares hervor, welche im Folgenden in groben Zügen einer Tauglichkeitsprüfung unterzogen werden sollen.

## 1. Limited (Vereinigtes Königreich)

Die englische private company limited by shares ist eine sehr leicht und kostengünstig zu gründende juristische Person mit eigenen Rechten und Pflichten. Die Gesellschaft ist getrennt von den Gesellschaftern zu betrachten und als Kapitalgesellschaft einzustufen. Sie wird durch den director (Geschäftsführer) vertreten. Diesem obliegt gegenüber der Gesellschaft eine besondere Treuepflicht, er hat aber auch die Interessen der Gesellschafter zu berücksichtigen. Bei Interessenkonflikten ist aber grundsätzlich dem Interesse der Gesellschaft der Vorrang zu gewähren<sup>526</sup>.

Der director kann auch Gesellschafter sein, allerdings ist Drittorganschaft möglich. Er ist für die Führung der Gesellschaft und ihre Vertretung im Innen- und Außenverhältnis zuständig. Das board of directors wird in der Gesellschafterversammlung (general meeting of shareholders) gewählt, in der die Gesamtheit der Gesellschafter vertreten ist. Das genaue Ausmaß der Kompetenzen der directors ergibt sich aus den gesellschaftsvertraglichen Vereinbarungen. Dennoch steht es der Gesellschafterversammlung frei, die directors mit einfacher Mehrheit abzuberufen und ihnen aufgrund qualifizierten Mehrheitsbeschlusses Weisungen erteilen zu können<sup>527</sup>.

Bei der Gründung einer englischen private limited company ist zu bedenken, dass die Rechtsprechung des EuGH aufgrund der europarechtlichen Niederlassungsfreiheit die Anwendung des Gründungsrechts auf im europäischen Ausland gegründete Gesellschaften verlangt. Das heißt in Konsequenz, dass die englische Gesellschaft nach englischem Gesellschaftsrecht zu behandeln ist, egal wo sie ihren Verwaltungssitz innerhalb der Gemeinschaft unterhält<sup>528</sup>. Dies betrifft daher alle Fragen des Innen- und Außenrechts wie etwa Geschäftsführerbestellung, Mitgliederwechsel und Kapitalerhöhungen und -herabsetzungen. Nach Gründung im Vereinigten Königreich ist daher die Gesellschaft in einem österreichischen Firmenbuch einzutragen, da die Gesell-

---

525 Kai Schadbach, Die englische Ltd. Im Vergleich mit der GmbH, Venture Capital Magazin 2005, 46 (46).

526 Michael Silberberger/Oliver Buhl, Die britische Limited in Österreich und Deutschland (2004) 16.

527 Dommès/Eckert/Lembeck/Metzler, Private Company Limited in Österreich – gesellschaftsrechtliche Fragen, SWI 2005, 477 (486).

528 OGH 15.7.1999, 6 Ob 123/99b und 6 Ob 124/99b, RdW 1999, 719 f.

schaft der Intention nach ausschließlich hier ihre operative Haupttätigkeit ausüben wird<sup>529</sup>. Weiters bedeutet dies die uneingeschränkte Anwendbarkeit der im Rahmen dieser Arbeit näher untersuchten Exit-Klauseln, da auch diese ihre Herkunft im anglo-amerikanischen Raum haben.

Ein großes Problem für die Nutzung als Finanzintermediär ist der Umstand, dass Ausschüttungen an die Gesellschafter nur aus Gewinnen erfolgen können. Dennoch erfolgte Ausschüttungen<sup>530</sup>, wie auch verdeckte Gewinn-ausschüttungen, sind nach englischem Recht rechtswidrig und nichtig<sup>531</sup>.

Kapitalherabsetzungen bedürfen hingegen lediglich einer special resolution samt einer Erklärung der directors, dass die Gesellschaft innerhalb des der Kapitalherabsetzung folgenden Jahres alle fälligen Schulden begleichen können wird. Die Abgabe einer solchen Erklärung ohne dementsprechende Grundlage zieht die Strafbarkeit des erklärenden director's nach sich<sup>532</sup>. Die Umgehung

529 Rechtsträger mit ausländischer Hauptniederlassung müssen sich gem § 13 Abs 1 UGB in das zuständige österreichische Firmenbuch eintragen, so sie hier eine Zweigniederlassung unterhalten. Im Größenschluss bedeutet dies, dass ausländische Gesellschaften, die aufgrund der Niederlassungs-freiheit ihren tatsächlichen Sitz der Hauptverwaltung in Österreich nehmen, sich ebenfalls ins österreichische Firmenbuch eintragen lassen müssen. In diesem Fall stellt die Zweigniederlassung de facto die Hauptniederlassung dar (*Martin Gelter*, Rechnungslegungspflicht der englischen *limited* mit Sitz in Österreich, RdW 2005, 134 (136)). Dennoch ist zu beachten, dass eine Löschung der Gesellschaft im Gründungsstaat (etwa aus dem Grunde der Nichteinhaltung der Offenlegungspflichten) auch die Löschung der «Zweigniederlassung» in Österreich zur Folge hat (*Jörg Zehetner/Ulf Zehetner*, Die Limited: Eine Alternative zur GmbH? (Teil II), GBU 2008/11/12).

530 Der Begriff der Ausschüttung umfasst nach Companies Act 2006, sections 829 (2), 830 jede monetäre oder nicht-monetäre Zuwendung an die Gesellschafter mit Ausnahme von Aktienrückkäufen, der Ausgabe von Bonusaktien oder Kapitalherabsetzungen (siehe dazu unter <http://www.statutelaw.gov.uk>).

531 *Schadbach*, englische Ltd., Venture Capital Magazin 2005, 46 (46); *Alexander von Rummel*, Institutioneller Gläubigerschutz im Recht der kleinen Kapitalgesellschaft (2008) 34 f; bei der Limited bietet sich zwar der Vorteil, dass kein Mindestgrundkapital und auch keine bestimmte Mindesteinzahlung oder externe Überprüfung der Bewertung von Sacheinlagen vorgesehen ist – diese Eigenschaft ist jedoch bedeutungslos, wenn es um die Zwecke der Nutzung als PE-Finanzintermediär geht.

532 Vgl sections 641 (1)(a), 642 ff CA 2006; *von Rummel*, Gläubigerschutz, 40 f; vor dem Erlass des CA 2006 war die Durchführung einer Kapitalherabsetzung von der Mitwirkung von Gesellschafterversammlung und einem englischen Gericht geprägt und sie war daher als kompliziert und langwierig einzustufen; es gilt zu beachten, dass Verletzungen von formalen Pflichten durch den director schnell und hart geahndet werden. So ist die nicht rechtzeitige Lieferung von Dokumenten eine Straftat, weiters geht das Companies House sehr schnell davon aus, dass die Limited nicht mehr tätig ist, wenn etwa Post nicht an das registered office zugestellt werden kann, die Limited wird daraufhin gelöscht: Vermögenswerte der Gesellschaft fallen dann an die Krone (*Stefan Hartmann*, Englische Limited (Ltd.) für Deutschland (2005) 24).

dieser director's-Haftung ist nur teilweise durch Einschaltung einer Management-Gesellschaft möglich, da zumindest eine natürliche Person als director im Namen der Management-Gesellschaft agieren muss<sup>533</sup>. Eine Durchgriffshaftung auf die Gesellschafter, etwa wegen Unterkapitalisierung, wird durch die englische Spruchpraxis ähnlich zurückhaltend angenommen, wie in Österreich bei Kapitalgesellschaften<sup>534</sup>.

Die Limited Partnership an sich genießt im Vereinigten Königreich keine steuerlichen Sonderbegünstigungen. Wenn die Limited allerdings ihre Geschäftsleitung in Österreich unterhält, dann gilt sie in Österreich als unbeschränkt körperschaftsteuerpflichtig. Befindet sich der Ort der Geschäftsleitung nicht in Österreich, sondern im Vereinigten Königreich, so sind die geschäftlichen Tätigkeiten in Österreich annahmegemäß regelmäßig einer Betriebsstätte zuzurechnen, was wiederum zu einer Besteuerung in Österreich führt<sup>535</sup>. Dies hat zur Folge, dass Erträge wie bei den übrigen Kapitalgesellschaften auf Ebene der Limited mit 25 % KSt und bei Ausschüttung von Gewinnen mit 25 % KESt zu versteuern sind und sich keine steuerlichen Vorteile ergeben<sup>536</sup>.

## 2. SICAR (Luxemburg)

Die luxemburgische Gesellschaftsform der Société d'investissement en capital à Risque wurde im Jahr 2004 eingeführt. Es handelt sich dabei um ein gesellschaftsrechtlich flexibles Vehikel, das speziell auf die Bedürfnisse von PE-Finanzintermediären ausgerichtet wurde. Sie dient daher nicht als Gesellschaftsform für Zielgesellschaften.

Die SICAR stellt wie auch der österreichische IG-Entwurf keine neue Gesellschaftsform dar, sondern einen Mantel, der über bestehende nationale Gesellschaften gestülpt werden kann<sup>537</sup>. Hervorstechendstes Merkmal ist das

---

533 Vgl section 155 CA 2006; *Derek French/Stephen W. Mayson/Christopher Ryan*, Company Law<sup>25</sup> 2008–2009 Edition (2008) Kapitel 15.3.4, 418.

534 *Dommes/Eckert/Lembeck/Metzler*, Private Company Limited in Österreich – gesellschaftsrechtliche Fragen, SWI 2005, 489.

535 *Brandner/Jud/Kofler/Polster-Grüll*, Private Equity, ÖBA 2007, 376; *Sabine Dommes/Georg Eckert/Desiree Lembeck/Vanessa Metzler*, Die englische Private Company Limited in Österreich – steuerrechtliche Fragen, SWI 2005, 537 (546).

536 *Zehetner/Zehetner*, Limited, GBU 2008/11/12.

537 *Mario Starita*, The SICAR: A New Luxembourg Vehicle for Private Equity and Venture Capital Investments, Intertax 2006, 418 (418); Die SICAR kann gem Art 4 Abs 2 Loi à la SICAR (in der Folge SICAR-G) gegründet werden als AG (société anonyme, SA), GmbH (société à responsabilité limitée, Sàrl), Kommanditgesellschaft auf Aktien (société en commandite par actions, SCA), als eine AG organisierte Genossenschaft (société cooperative organisée en société anonyme) oder aber als Kommanditgesellschaft (société en commandite simple, SCS).

variable Gesellschaftskapital. Sie wird anhand des spezifischen Unternehmensgegenstands definiert, der darin besteht, ihre Mittel in Risikovermögenswerte einzulegen, um das erwirtschaftete Ergebnis im Ausgleich für das getragene Risiko an «erfahrene Anleger» zu verteilen. Es werden auch keine Anforderungen an Mindestinvestments oder Investitionsvolumina durch die SICAR in Zielgesellschaften gestellt, lediglich die Gruppe der Gesellschafter der SICAR ist definiert<sup>538</sup>.

Der Sitz der Gesellschaft und ihre Hauptverwaltung müssen in Luxemburg sein<sup>539</sup>. Das Gesellschaftskapital beträgt mindestens € 1 Mio<sup>540</sup> und die Ausgabe von jungen Aktien ist lediglich den Regelungen im Gesellschaftsvertrag unterworfen<sup>541</sup>. Ebenso sind die formellen Voraussetzungen für Rückzahlungen und Dividendenausschüttungen im Gesellschaftsvertrag frei regelbar und es ist keine Art von Rücklagen zu bilden<sup>542</sup>. Die Vermögenswerte<sup>543</sup> einer SICAR müssen an eine in Luxemburg ansässige Verwahrstelle (Kreditinstitut) übertragen werden<sup>544</sup>. Die SICAR muss von der CSSF<sup>545</sup> befähigt werden, was der Qualifikation eines Wertpapierdienstleisters in Österreich durch die FMA entspricht. Auch die weitere Beaufsichtigung erfolgt durch die CSSF<sup>546</sup>.

Nicht zuletzt die in Luxemburg gewährten Steuerbegünstigungen machen diese Gesellschaftsform so attraktiv. So unterliegt die SICAR in Luxemburg grundsätzlich dem normalen Körperschaftsteuersatz von 29,6 %<sup>547</sup> und es bestehen weitgehende Steuerbefreiungen für Veräußerungsgewinne, Dividendenausschüttungen und Zinserträge aus PE-Finanzierungen, sodass die Steuerbemessungsgrundlage in der Regel minimal gehalten werden kann. Weiters unterliegen von einer SICAR bezahlte Dividenden und Liquidationsgewinne

538 Vgl Art 6 Abs 1 und Abs 2 SICAR-G; gem Art 1 Abs 1 SICAR-G ist die Rede von *investisseurs avertis*, also von erfahrenen Investoren, welche in Art 2 SICAR-G näher definiert werden als institutionelle, professionelle Investoren, oder Investoren, die sich schriftlich mit diesem Status erklären und mindestens € 125.000,- investieren oder aber es wird ihm von weiter geführten Stellen Finanz-Expertise nachgewiesen.

539 Vgl Art 1 Abs 3 SICAR-G.

540 Vgl Art 4 Abs 2 SICAR-G.

541 Vgl Art 5 Abs 1 SICAR-G.

542 Vgl Art 6 Abs 1 und Abs 2 SICAR-G.

543 Die Bewertung der Vermögenswerte des SICAR erfolgt unter Heranziehung des voraussichtlichen Verkehrswertes (vgl Art 5 Abs 3 SICAR-G).

544 Vgl Art 8 Abs 1 SICAR-G.

545 Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), luxemburgische Finanzkommission, welche im wesentlichen die selben Agenden betreut wie die österreichische FMA; es wurde versucht, einen Mittelweg zwischen regulierten und unregulierten Fondsstrukturen zu schaffen und es wurde der regulieren SICAR der Vorzug gegeben (vgl No 5201 Chambre des deutes, Projet de Loi relative à la Société d'investissement en capital à risque SICAR, Session ordinaire 2003–2004, 18.2.2004, S. 1, 3).

546 Vgl Art 11 ff SICAR-G.

547 Stand November 2008.



keiner luxemburgischen Quellensteuer<sup>548</sup>. Die SICAR in Form einer Personengesellschaft ist steuerlich transparent, die Gewinne werden daher bei den Gesellschaftern versteuert.

Da die SICAR selbst wie auch die verwahrende Depotbank ihren Sitz in Luxemburg haben müssen, stellt sich nicht die Frage der Gründung einer SICAR und späteren Verlegung nach Österreich. Der Nutzen ergibt sich freilich in Form einer Holdingstruktur bzw einer fund of fund Organisation, deren «Dach» aus steuerlichen Gründen in Form einer luxemburgischen SICAR besteht. Auffallend ist die der SICAR zustehende Möglichkeit der buy out Finanzierung, die der österreichischen IG soweit ersichtlich nicht zugestanden wurde.

---

548 *Brandner/Jud/Kofler/Polster-Grüll*, Private Equity, ÖBA 2007, 376; Dividenden können im Ansässigkeitsstaat des Anteilseigners besteuert werden, wobei der Ansässigkeitsstaat der Gesellschaft eine Quellensteuer von idR 15 % (OECD-Musterabkommen) bei Ausschüttung an natürliche Personen einbehalten darf (*Martin Jann/Claudia Modarressy* in *Fraberger/Baumann/Plott/Waitz-Ramsauer* (Hrsg), Handbuch Konzernsteuerrecht (2008) 29).

## IV. Exitstrategien

---

Der Verkauf der Unternehmensbeteiligungen an einen Dritten (Exit) steht am Ende jedes Engagements von PE-Finanzierungen. Dem Finanzintermediär stehen unterschiedliche Möglichkeiten der Wahl des geeigneten Exits offen, die sich, in Abhängigkeit davon, an wen die Veräußerung erfolgen soll, in Bezug auf die geeignete Käuferzielgruppe, die erzielbare Rendite und weiteren Parametern unterscheiden<sup>549</sup>. Ziel jeder PE-Finanzierung ist die Erzielung einer substanziellen Wertsteigerung während der Dauer der Beteiligung, welche strategieabhängig zwischen drei und sieben Jahre andauern kann. Der capital gain stellt daher einen zentralen Bestandteil jeder PE-Investition dar<sup>550</sup>. Es realisiert sich dadurch erst der return on investment (ROI).

Dies geschieht klassischerweise entweder im Wege des Börsegangs (IPO) oder des Anteilverkaufs an einen weiteren Investor (trade sale). Möglich sind aber auch der Rückkauf der Anteile an den Altgesellschafter (buy back) oder des Anteilsverkaufs an einen anderen Finanzintermediär. Der Börsegang gilt dabei als Königsweg, da er bei weitem die höchsten Renditen verspricht<sup>551</sup>.

Die Optimierung des Exits ist primäres Ziel für die Geschäftstätigkeit des Finanzintermediärs. Im Zuge des Exits werden neben dem Verkauf der Eigenkapitalanteile des Investors auch stille Beteiligungen und Gesellschafterdarlehen, die im Rahmen der Beteiligung eventuell eingegangen bzw gegeben wurden, zurückbezahlt<sup>552</sup>. Der Verkauf muss dabei aber nicht unbedingt alle vom Investor gehaltenen Anteile umfassen, sondern kann auch lediglich als Teilverkauf erfolgen<sup>553</sup>. Während für den Investor bei der Wahl der geeigneten Exitstrategie der ROI von zentraler Bedeutung ist, legen das im Unternehmen verbleibende Management und die Mehrheitseigentümer meist ihr Haupt-

---

549 *Michael Schefczyk*, Finanzieren mit Venture Capital (2000) 44.

550 *Khinast-Sittenthaler* in *Kofler/Polster-Grüll* (Hrsg) Private Equity, 270.

551 *Khinast-Sittenthaler* in *Kofler/Polster-Grüll* (Hrsg) Private Equity, 276 f.

552 *Walter Springer*, Factbook Vermögensveranlagung in Österreich (2003) 76 f.

553 *Schefczyk*, Finanzieren (2000), 44.

augenmerk auf die Rechte und Haftungsregelungen, die ihnen nach dem Exit des Investors zustehen bzw eingegangen wurden<sup>554</sup>.

Generell sollte der Unternehmer in dieser Phase eine Veräußerung seiner eigenen Anteile und damit eine Realisierung der erwirtschafteten Anteile anstreben. Im Nachhinein kann nur dann von einem erfolgreichen Exit gesprochen werden, wenn die Renditeerwartungen der Beteiligungsgesellschaft erfüllt wurden und der Fortbestand des Unternehmens gewährleistet ist<sup>555</sup>.

Erfolgreiche Exitkonzepte bauen auf der Analyse auf, in welcher Entwicklungsphase sich das Unternehmen befindet und an wen man es veräußern will. So wird die Unternehmensstrategie für ein Unternehmen, welches man in einigen Jahren an einen internationalen Wettbewerber der gleichen Branche veräußern will, anders aussehen, als jene für ein Unternehmen, das an die Börse geführt werden soll<sup>556</sup>.

Für den Exit aus der Beteiligung eines Zielunternehmens kommen normalerweise nachstehende Formen in Betracht<sup>557</sup>:

- Rückkauf (buy back): Rückkauf der Anteile des Investors durch den Alt- bzw Mitgesellschafter;
- trade sale: Verkauf der Anteile an einen strategischen Investor, der meist in der selben Branche agiert (inklusive leveraged buy out's);
- secondary purchase: Verkauf der Anteile an einen weiteren Finanzinvestor;
- going public: Ausgabe der Anteile in Form von Aktien am Kapitalmarkt, inklusive cold IPO;
- liquidation (write off): vollständige Abwicklung des Beteiligungsunternehmens als Negativszenario, welche die (vollständige) Abschreibung der Beteiligung aus Sicht des Investors mit umfasst.

Im Rahmen der rechtlichen Analyse des jeweiligen Exitkanals spielen die hier angeführten Einflussfaktoren inhaltlich eine zentrale Rolle:

Größe: Gemeint ist die Größe des Zielunternehmens. Können etwa die Mindestanforderungen zur Durchführung eines Börsenganges erfüllt werden?

Zeit: Mit dem Einflussfaktor Zeit soll der Zeitraum verstanden werden, der notwendig ist, um den individuellen Exit vorzubereiten. Einige Formen des Exits sind kurzfristig und ohne umfangreiche Vorbereitung jederzeit durchführbar, während andere

---

554 *Khinast-Sittenthaler* in *Kofler/Polster-Grüll* (Hrsg) *Private Equity & Venture Capital*, 270.

555 *Khinast-Sittenthaler* in *Kofler/Polster-Grüll* (Hrsg) *Private Equity & Venture Capital*, 270.

556 *Wolfgang Lenoir* in *Stefan Jugel* (Hrsg), *Private Equity Investments* (2003) 242.

557 *Andreas Bascha/Uwe Walz*, *Convertible securities and optimal exit decisions in venture capital finance*, *Journal of Corporate Finance*, 2001, 285 (286).

- Exitmöglichkeiten einer intensiven Vorbereitung bedürfen, die ihrerseits Zeit in Anspruch nimmt.
- Rendite: Mit welchem Exit lässt sich der größtmögliche capital gain erzielen?
- Anteilshöhe: Hier ist die prozentuale Höhe des Anteiles gemeint, den der Investor an der Zielgesellschaft hält. Je höher der Anteil, umso flexibler ist der Investor in der Regel zum Zeitpunkt des Verkaufs. So ist eine Mehrheit häufig einfacher zu verkaufen, unter anderem etwa dann, wenn bspw. ein Käufer durch die Übernahme auch die Führung über ein Unternehmen erlangen will, um es in sein eigenes Unternehmen integrieren zu können.

## A. Buy Back

Beim buy back werden die Anteile des PE-Investors durch die Altgesellschafter oder das Unternehmen zurückgekauft. Dies kann zum Beispiel erfolgen, wenn weder ein IPO noch ein trade sale möglich ist, da das Unternehmen nur mäßig erfolgreich ist, aber über einen hohen cashflow verfügt und daher für die Gründungsgesellschafter die Fortführung noch attraktiv ist. Der Kaufpreis der Anteile orientiert sich dabei in der Regel an der Ertrags- oder Substanzwertmethode. Aufgrund der daraus resultierenden, vergleichsweise niedrigen Bewertung ist der buy back für renditeorientierte Risikokapitalgesellschaften häufig kein angestrebter Exit-Kanal, ja ist es von der Tendenz her für PE-Investoren die am wenigsten attraktive Ausstiegsmöglichkeit (wenn man von der Liquidation absieht, die noch eher den Zweck einer Portfoliobereinigung verfolgt). Typischerweise haben Familienunternehmen eine ausgeprägte Präferenz für einen Anteilsrückwerb<sup>558</sup>. Besonders in Fällen von early stage Finanzierungen wird vom PE-Investor schon ab ovo der Finanzierung vertraglich die Möglichkeit ausbedungen, sich in bestimmten Situationen aus dem Vertragsverhältnis (binnen weniger Wochen) zurückziehen zu können. Solche Konstellationen betreffen etwa von der Zielgesellschaft nicht erfüllte Performance Ziele, wenn ein Börsegang nicht mehr durchführbar erscheint oder schlicht, wenn nur ein zeitlich befristetes Engagement des PE-Investors vorgesehen war<sup>559</sup>. Eine stille Beteiligung wird häufig in Form eines buy back aufgelöst. Diese Beteiligungsform besitzt auch eher einen Darlehenscharakter und wird daher auch als mezzanine Finanzierungsform angesehen.

558 Schefczyk, *Venture Capital*, 30; Christoph J. Börner/Detlef Geldmacher, *Exit am Ende?*, *Finanz Betrieb* 2001, 695 (700); Jäger in *Eller/Heinrich/Perrot/Reif*, *Handbuch*<sup>3</sup>, 97.

559 Douglas J. Cumming/Jeffrey G. MacIntosh, *Venture Capital Exits in Canada and the United States*, *University of Toronto Law Journal*, Vol. 53, 2003, 101 (125 f).

## 1. Rückerwerb der Anteile durch die Altgesellschafter

Buy backs werden fallweise in Gesellschafts- und Beteiligungsverträgen ausgehandelt und versuchen auch Altgesellschafter damit möglichst gezielt bereits im Vorfeld trade sales zu verhindern. Da jedoch genau diese Altgesellschafter meist den Großteil ihres Vermögens bereits ins Unternehmen investiert haben (weshalb sie schließlich die Unterstützung durch einen PE-Investor gesucht haben), müssen die finanziellen Mittel für den Rückkauf durch Fremdmittel aufgestellt werden, was dem Kaufpreis enge Grenzen steckt<sup>560</sup>. Das Finanzierungsproblem liegt weiters darin, dass die Zielgesellschaft seit dem Eintritt des PE-Investors (bei planmäßiger Entwicklung) gewachsen ist und dementsprechend auch die Anteile des PE-Investors an Wert gewonnen haben. Folglich besteht ein höherer Kapitalbedarf für einen Rückkauf der Anteile<sup>561</sup>. Es erfolgt somit idR eine Substitution von Eigenkapital durch Fremdkapital<sup>562</sup>. Grundsätzlich kann daher festgehalten werden, dass die Realisierbarkeit eines buy back's mit abnehmenden Unternehmensanteilen des PE-Investors zunimmt oder anders ausgedrückt, dass ein höherer Gesellschaftsanteil der Gründungsgesellschafter die Realisierbarkeit eines Rückkaufes erhöht<sup>563</sup>.

Die gesellschaftsvertragliche Vorbereitung des buy back's erfolgt durch Gewährung von Rückkaufs- und Vorkaufsrechten an die Unternehmensgründer. Der wohl größte Vorteil eines buy back's besteht darin, dass die Unternehmensgründer das Unternehmen sehr gut kennen, wodurch es kaum zu zeitlichen Mehraufwendungen für den Anteilskauf oder etwaige Restrukturierungen kommt<sup>564</sup>.

In einer weit gefassten Definition zählen zu den potenziellen Käufern bei einem buy back auch das eigene oder fremdes Management, das eine Beteiligung am Unternehmen erwirbt (management buy out bzw management buy in). Die Parallelen bestehen darin, dass die Gründer, die ja bereits als Teil des Managementteams tätig waren, weiterhin einen überwiegenden Anteil am Unternehmen halten und die Finanzierung wiederum durch externes Eigenkapital aufgestellt wird. Es wäre allerdings auch eine Qualifizierung als secondary purchase möglich<sup>565</sup>.

---

560 Michael Schefczyk, Erfolgsstrategien deutscher Venture-Capital-Gesellschaften<sup>3</sup> (2004) 59; Börner/Geldmacher, Exit, Finanz Betrieb 2001, 700; Christina Khinast-Sittenthaler in Kofler/Polster-Grüll, Private Equity, 280 f.

561 Oskar Betsch/Alexander P. Groh/Kay Schmidt, Gründungs- und Wachstumsfinanzierung innovativer Unternehmen (2000) 135.

562 Franke/Hax, Finanzwirtschaft<sup>5</sup>, 565.

563 Melanie Prester, Exit-Strategien deutscher Venture Capital Gesellschaften (2002) 75 f.

564 Die Transaktionskosten sind daher mit einem IPO oder einem trade sale verglichen relativ gering.

565 Khinast-Sittenthaler in Kofler/Polster-Grüll, Private Equity, 282.

## 2. Erwerb eigener Anteile durch die Gesellschaft

Hinsichtlich der Anteile von Kapitalgesellschaften ist festzuhalten, dass § 81 GmbHG den entgeltlichen Erwerb eigener Geschäftsanteile durch die GmbH verbietet, soweit sie nicht zur Hereinbringung einer Forderung im exekutiven Wege erworben worden sind<sup>566</sup>.

Hingegen vertreten Teile der Lehre<sup>567</sup> einen gegenteiligen, mE durchaus annehmbaren Standpunkt. § 81 Satz 1 GmbHG ist zwingend. Die Untersuchung des Normzwecks ergibt, dass das Verbot des Erwerbs eigener Anteile auf der Prämisse der Erhaltung des Stammkapitals fußt<sup>568</sup>. Dies führt zur gegenständlichen Überlegung, dass die Finanzierung des Erwerbs eigener Anteile aus verteilungsfähigem Gewinn<sup>569</sup> der Gesellschaft jedenfalls zulässig sein muss. Ein solcher Rückerwerb aus zur Ausschüttung verfügbarem Gewinn gerät mit Gläubigerschutzgrundsätzen nicht in Konflikt, findet allerdings seine faktischen Grenzen an der Gewinnsituation der Gesellschaft. Während also die AG – wie sich im Verlauf der weiteren Untersuchung ergeben wird – den Erwerb eigener Aktien fremdfinanzieren könnte, bleibt der Spielraum für die Abschichtung von PE-Investoren zu Marktpreisen der Anteilspakete bei der GmbH eng bemessen. Es macht jedoch wenig Sinn, im Rahmen einer durchdachten PE-Finanzierung einen PE-Investor durch Aufnahme von Fremdkapital aus der Zielgesellschaft abzuschichten.

Hingegen kann die AG eigene Aktien erwerben. Von eigenen Aktien spricht man, wenn Aktien der eigenen Gesellschaft erworben werden. Solche Rechte werden in anglo-amerikanischen Rechtskreisen *redemption rights*<sup>570</sup> (Rückgaberechte, Rückverkaufsrecht) genannt. Das Rückverkaufsrecht ist ein Mittel für den PE-Investor, schon vor einem Verkauf oder Börsengang der Zielgesellschaft einen Teil des Investitionsvolumens zu liquidieren. Es dient damit der Risikoreduzierung und kann nur durchgeführt werden, soweit ausreichende Liquidität des Rückkaufverpflichteten (Zielgesellschaft) gewährleis-

566 *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG<sup>3</sup>, § 81 Rn 4; vgl hiezu die Möglichkeiten bei der deutschen GmbH gem § 33 dGmbHG.

567 *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG<sup>3</sup>, § 81 Rn 9 f mwN; *Christian Nowotny*, Kleine Reformschritte im Wirtschaftsrecht, RdW 2000, 650 (651); *derselbe* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Rn 4/435 mwN.

568 *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG<sup>3</sup>, § 81 Rn 2.

569 Dies setzt sohin voraus, dass keine satzungsmäßige Gewinnverwendung gem § 35 GmbHG vorliegt und daher ein jährlicher Gewinnverwendungsbeschluss durch die Gesellschafter ergehen muss.

570 Der Ausdruck ist jedenfalls im Kontext zu verstehen, da *redemption right* auch das Rückverkaufsrecht des PE-Investors an einen Altgesellschafter bedeuten kann. Letzterer Fall berechtigt den PE-Investoren, seine Anteile zu einem bestimmten Preis (meist Kaufpreis plus einer bestimmten Mindestverzinsung) an den Altgesellschafter zu übertragen (vgl *Bernegger/Haimberger* in *Kofler/Polster-Grüll*, *Private Equity*, 207).

tet ist. Im Gegensatz zu den USA, wo der Rückerwerb eigener Aktien durch die Gesellschaft sehr weitgehend möglich ist, erlaubt das österreichische Aktienrecht einen Rückerwerb nur in engen Grenzen<sup>571</sup>.

Da der Erwerb eigener Aktien, zumindest wenn er entgeltlich erfolgt, wirtschaftlich einer Rückgewähr der Einlagen an die Aktionäre gleichkommt, ist er nur bei Vorliegen besonderer Gründe gem § 65 Abs 1 AktG zulässig<sup>572</sup>. Dabei gilt jedoch vorweg zu beachten, dass der Erwerb nur dann zulässig ist, wenn dadurch nicht mehr als insgesamt 10 % des Grundkapitals ins Eigentum der AG übergehen<sup>573</sup>. Die praktische Relevanz dieser Regelung für einen buy back ist daher bereits aus diesem Gesichtspunkt relativ gering, da dies meist nicht ausreichend ist, wenn das Rückgaberecht zur Desinvestition des PE-Investors dienen soll. Weiters sind zeitliche Grenzen des Haltens eigener Anteile von einem bzw drei Jahren zu beachten<sup>574</sup>.

Die Gesellschaft erwirbt die Anteile auf Grundlage eines betriebswirtschaftlich gerechtfertigten Marktpreises als Ergebnis ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung, wobei die aus dem Verbot der Einlagenrückgewähr erwachsenden Grenzen zu beachten sind<sup>575</sup>. Der PE-Investor partizipiert also auf diesem Weg an Wertverlust/-steigerung der Unternehmensanteile am Ende seines Engagements.

Für den Fall des Ausstieges eines PE-Investors gibt es sohin die Möglichkeit, der Gesellschaft zum Schutz vor Übernahme der Anteile durch Dritte, den PE-Investor vorerst aus dem Gesellschaftsvermögen heraus abzufinden. Dies scheint für jene Fälle relevant, in denen die übrigen Aktionäre die Finanzierung zur Übernahme dieser Anteile nicht aufstellen kann, es jedoch der Gesellschaft möglich ist, die dazu nötigen Barmittel bereit zu halten. Mögliche Tatbestände, die dieses Vorgehen rechtfertigen könnten, wären der Erwerb zur Schadensabwehr (Abs 1 Z 1), Entschädigung von Minderheitsaktionären (Abs 1 Z 5) und bei erfolgter Börsennotiz der Aktien auch der zweckneutrale Aktienrückerwerb (Abs 1 Z 8).

Der Erwerb zur Schadensabwehr darf erfolgen, wenn es zur Abwehr «*eines schweren, unmittelbar bevorstehenden Schadens notwendig ist*». Dabei muss es sich um einen Schaden der Gesellschaft handeln, nicht bloß bei den Aktionären (etwa durch Kursverluste). Dabei sind nicht nur zukünftige, sondern auch bereits eingetretene Schäden umfasst. Als Beispiel bietet die Literatur

---

571 Nicholas Ziegert, Der Venture Capital-Beteiligungsvertrag (VCB) (2005) 189 f.

572 Duursma/Duursma-Kepplinger/Roth, Handbuch, Rz 3736.

573 Vgl § 65 Abs 2 Satz 1 AktG; Karollus in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 74.

574 Vgl § 65a AktG.

575 Gerhard Saria, Schranken beim Erwerb eigener Aktien nach § 71 I Nr. 8 AktG, NZG 2000, 458 (460 f), derselbe, Zum Entwurf eines Aktienrückerwerbsgesetzes, ÖJZ 1999, 673 (674), Karollus in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 80 mwN.

etwa *schwere* Kursstürze<sup>576</sup>. Ob allerdings der Einkauf lästiger Aktionäre bzw. die Abwehr von Übernahmeversuchen<sup>577</sup> bei nicht börsennotierten Gesellschaften, ebenso die Ausübung eines Erwerbes rechtfertigen, wird von der Literatur kontrovers diskutiert. Für beide Vorhaben wird ins Treffen geführt, dass für den Vorstand keine Befugnis besteht, sich in die Aktionärsstruktur einzumischen<sup>578</sup>. Der Ausstieg eines PE-Investors aus der Gesellschaft rechtfertigt daher mE nicht den Aktienrückwerb aufgrund Schadensabwehr.

Die Entschädigung von Minderheitsaktionären ist bereits deshalb nicht auf das freiwillige Ausscheiden eines PE-Investors applikabel, da jedenfalls eine rechtliche Verpflichtung zur Rücknahme der Aktien erforderlich ist.<sup>579</sup>

Der zweckneutrale Aktienrückwerb schließlich steht nur börsennotierten AG's offen, daher ist der Anwendungsbereich stark eingeschränkt. Weiters muss schon aus praktischen Gesichtspunkten heraus bezweifelt werden, dass nach erfolgreicher Börseinführung der Exit des PE-Investors durch Abfertigung aus dem Gesellschaftsvermögen angestrebt wird, wo doch der Zugang zum Kapitalmarkt und damit einhergehende höhere Fungibilität der Anteile erklärtes Ziel des IPO sind.

Eine dennoch wichtige Aufgabe des Erwerbs eigener Aktien liegt in der Vorbereitung einer Kapitalherabsetzung durch Einziehung der Anteile gem § 65 Abs 1 Z 6 AktG. Diese Funktion und die formellen Schranken werden im Folgenden dieser Arbeit von Relevanz sein. Voraussetzung für die Einziehung ist lediglich Beschlussfassung durch die Hauptversammlung<sup>580</sup>.

Abschließend betrachtet ist daher der buy back lediglich in der Form zu sehen, dass zwischen den Gesellschaftern Vorkaufs- und Andienungsrechte hinsichtlich der Gesellschaftsanteile vereinbart werden. Die Gesellschaften selbst sind in diesen Vorgang nicht involviert.

## B. Ausstieg durch Kapitalherabsetzung

Wie bereits an anderer Stelle erwähnt, ist der PE-Investor primär nicht an laufenden Gewinnen und Ausschüttungen der Zielgesellschaft interessiert. Dividendengewinne und laufende Zinszahlungen werden daher nur als sekundäre

576 Karollus in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 16 f mwN.

577 Ablehnend Kalss in Doralt/Nowotny/Kalss, Kommentar zum AktG (2003) § 65 Rz 20.

578 Karollus in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 18 f mwN; die Kompetenz für die Entscheidung über den Erwerb eigener Aktien liegt grundsätzlich beim Vorstand. Die Hauptversammlung muss in bestimmten Fällen höchstens eine *Ermächtigung* bzw. *Genehmigung* beschließen.

579 Vgl § 65 Abs 1 Z 5 AktG: «... , soweit dies gesetzlich vorgesehen ist.»; Karollus in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 65 Rz 38.

580 Hinsichtlich der notwendigen Mehrheiten vgl unter Punkt IV.B.3.



Exiterfolge gewertet. Die direkteste Form des Exits erfolgt daher durch Abschichtung von equity-Kapital von der Zielgesellschaft selbst an den PE-Investor. Eine solche «Teilliquidation» ist dem Unternehmensrecht allerdings fremd und es muss daher zwischen einer Kapitalherabsetzung und einer Liquidation (Abwicklung) unterschieden werden<sup>581</sup>.

Kapitalherabsetzungen haben immer die Herabsetzung von Eigenkapital zur Folge. Ziele können die Ausschüttung überflüssiger Eigenmittel der Gesellschaft an die Gesellschafter, die Abfindung eines ausscheidenden Gesellschafters, oder aber die Beseitigung einer Unterbilanz sein. Da also insgesamt durch diese Vorgänge Gesellschaftskapital vermindert wird und dadurch die Gefahr der Veränderung des Deckungsfonds besteht, sind besondere Maßnahmen für den Gläubigerschutz notwendig<sup>582</sup>.

Kapitalherabsetzungen können in nahezu jeder Gesellschaftsform durchgeführt werden. Es ergeben sich dabei jedoch grundlegende Unterschiede aufgrund Gesellschafts- und Haftungsstruktur der jeweiligen Einheit.

Bei Personengesellschaften ist nicht explizit von Kapitalherabsetzungen die Rede. Für Komplementäre gelten Regelungen über Gewinnausschüttungen/Entnahmen<sup>583</sup> sowie für den Kapitalanteil<sup>584</sup>, für Kommanditisten besteht die Möglichkeit der Herabsetzung der Haftsumme<sup>585</sup>. Für die Berechnung der Abfindungsansprüche ausscheidender Personengesellschafter wird auf die entsprechenden Ausführungen in dieser Arbeit verwiesen<sup>586</sup>.

Für den Bereich der PE-Investitionen ist jedoch, wie oben besprochen, vorrangig das vollständige Ausscheiden eines Gesellschafters von Interesse. Im Bereich der Kapitalgesellschaften bestehen dafür (und auch für den Bereich einer «Teilliquidation») explizite gesetzliche Möglichkeiten, die im Folgenden besprochen werden.

Grundsätzliche Voraussetzungen der Kapitalherabsetzungen bei Kapitalgesellschaften sind ein vorausgehender Beschluss der Gesellschafterversammlung. Da es sich um eine Änderung des Gesellschaftsvertrages handelt, ist eine Mehrheit von  $\frac{3}{4}$  der Stimmen notwendig<sup>587</sup>. In den folgenden Punkten werden die möglichen Varianten anhand der AG diskutiert, da bei der GmbH entsprechende Vorgehensweisen meist analog Anwendung finden.

---

581 *Gerald Heidinger/Markus Heidinger*, Kapitalherabsetzung nach Kapitalberichtigung als «Teilliquidation»? *ecolex* 1993, 477 (479).

582 *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht, Rn 3/880.

583 Vgl § 122 UGB.

584 Vgl § 109 UGB, vgl dazu weiters *Schauer* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht, Rn 2/370 ff.

585 Vgl § 174 f UGB.

586 Vgl dazu unter Punkt II.A.1. und Punkt II.A.2.

587 Vgl dazu etwa §§ 54 ff GmbHG sowie §§ 175 Abs 1, 192 Abs 2 AktG, *Bachner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG, Band II, § 175 Rz 10.

## 1. Ordentliche Kapitalherabsetzung

Die ordentliche (oder auch effektive) Kapitalherabsetzung ist eine Verminderung des Gesellschaftskapitals durch Satzungsänderung<sup>588</sup>. Bei der Beschlussfassung ist gesetzlich eine  $\frac{3}{4}$  Mehrheit vorgesehen, die satzungsmäßig nur durch eine höhere Mehrheit abgeändert werden kann. Eine Herabsetzung der Beschlussmehrheiten ist unzulässig<sup>589</sup>. Sie kann durch Rückführung von Eigenmitteln an die Gesellschafter oder durch Verminderung von Einlageverpflichtungen<sup>590</sup> erfolgen.

Es gilt zu beachten, ob Nennbetragsaktien oder Stückaktien ausgegeben worden sind. Bei Nennbetragsaktien ist die Herabsetzung des Nennbetrages<sup>591</sup> der Aktien durchzuführen. Zu beachten ist dabei der Mindestbetrag von € 1,-, weshalb auch Aktienzusammenlegungen<sup>592</sup> erfolgen können. Bei Stückaktien ist eine Herabsetzung des Nennbetrages hingegen nicht möglich, aber auch nicht nötig. Durch die Herabsetzung vermindert sich der auf die einzelne Aktie entfallende fiktive Nennbetrag des Grundkapitals automatisch, weshalb die ordentliche Kapitalherabsetzung bei Stückaktien leichter zu gestalten ist<sup>593</sup>.

Wenn also der Mindestnennbetrag der Aktien (aus dem Aktienpaket des PE-Investors) in der Höhe von € 1,- unterschritten wird, erfolgt die Herabsetzung durch Zusammenlegung der Aktien<sup>594</sup>. In concreto soll der Wert der Aktien jeweils auf Null gesetzt werden.

Die Herabsetzung hat dabei auf Grundlage des Gleichheitsgrundsatzes<sup>595</sup> und der Prämisse der Hintanhaltung von Stimmrechtsverschiebungen auf verhältnismäßigem Wege, also gleichmäßig für alle ausgegebenen Aktien, zu erfolgen. Dies entspricht jedoch nicht dem Ziel der Gesellschaft, einen einzelnen Gesellschafter (hier also den PE-Investor) abzuschichten. Eine nicht verhältnismäßige Herabsetzung der Nennbeträge von einzelnen Aktien ist jedoch zulässig, soweit der betroffene Aktionär, der überproportional von der Nennbetragsherabsetzung betroffen ist (PE-Investor), dem auch ausdrücklich zu-

---

588 Vgl §§ 175 ff AktG.

589 Vgl § 175 Abs 1 AktG; *Bachner in Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG, Band II, § 175 Rz 10.

590 Die Verminderung von Einlageverpflichtungen ist bereits deshalb für PE-Investoren nicht von Bedeutung, da es ja gerade Sinn und Zweck der Aufnahme eines PE-Investors in den Gesellschafterkreis ist, frisches Kapital in die Gesellschaft zu schaffen. Dieser Weg erfolgt in der Regel durch Einlageleistung des PE-Investors, etwa im Rahmen einer zuvor durchgeführten Kapitalerhöhung.

591 Vgl § 175 Abs 4 AktG.

592 Vgl § 179 AktG.

593 *Kalss in Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht, Rn 3/887.

594 Vgl § 175 Abs 4 AktG.

595 Vgl § 47 a AktG, *Kalss in Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht, Rn 3/175 ff.

stimmt<sup>596</sup>. Im Ergebnis bedeutet dies, dass der PE-Investor nach Durchführung einer solchen imparitätischen Herabsetzung aus der Gesellschaft ausscheidet<sup>597</sup>.

Das führt auch zu dem vom Hauptversammlungsbeschluss notwendig anzuführenden Zweck der Kapitalherabsetzung, namentlich, ob Teile des Grundkapitals zurückgezahlt werden sollen<sup>598</sup>. Eine Rechtfertigung oder Begründung der Maßnahme, wie etwa das Ausscheiden eines bestimmten Gesellschafters, muss im Beschluss nicht angeführt werden<sup>599</sup>. Es ist soweit nicht ersichtlich, ob die Fokussierung des Zwecks einer Kapitalherabsetzung auf das Ausscheiden eines einzelnen Gesellschafters als unzulässig einzustufen wäre<sup>600</sup>.

Als äußerst ungünstig stellt sich für den PE-Investor jedenfalls der Zeithorizont dar, der für eine ordentliche Kapitalherabsetzung einzuplanen ist. Aus Gründen des Gläubigerschutzes ist gesetzlich eine Frist von sechs Monaten<sup>601</sup> ab Bekanntmachung der Eintragung des Kapitalherabsetzungsbeschlusses im Firmenbuch einzuhalten, während der von Seiten der Gesellschaftsgläubiger Sicherheiten für vor diesem Zeitpunkt begründete, aber noch nicht fällige Forderungen verlangt werden können. Dabei muss keine Gefährdung der Einbringlichkeit glaubhaft gemacht werden<sup>602</sup>. Vor Ablauf dieser Frist dürfen keine Einlagen an die Aktionäre zurückgewährt werden<sup>603</sup>. Diese Zeitverzögerung steht natürlich dem Interesse von PE-Investoren entgegen, flexibel und zügig aus einer Zielgesellschaft bzw einem Finanzintermediär auszusteigen.

Für den Bereich der PE-Investition bleibt jedoch – abschließend betrachtet – das große Problem bestehen, dass im Rahmen einer Kapitalherabsetzung durch Rückzahlung geleisteter Einlagen immer nur Nominalwerte ausgeschüttet werden können<sup>604</sup>. Das bedeutet, dass der abzuschichtende Gesellschafter nicht am Firmenwert partizipiert. Sei es daher auf Ebene Zielgesell-

596 *Bachner in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG, Band II, § 175 Rz 7 mwN*; so offenbar auch *Nagele in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 175 Rz 14*.

597 Beispiel: Gesellschafter B hält ein Aktienpaket im Wert von 100. Die AG hat ein Stammkapital von 1000. Es wird eine Kapitalherabsetzung auf 900 beschlossen. Der Abschichtungsbetrag betrifft nur das Aktienpaket von B, der somit aus der Gesellschaft ausscheidet.

598 Vgl § 175 Abs 3 AktG.

599 *Bachner in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG, Band II, § 175 Rz 12*.

600 UU zustimmend sind die Ausführungen von *Nagele* zu werten, der die Subsidiarität der Zusammenlegung von Aktien der hL folgend als Schutz der Aktionäre für den Fall interpretiert, dass «... die bloße Herabsetzung zum gänzlichen ... Verlust der Mitgliedschaft führen kann; ...» (*Nagele in Jabornegg/Strasser, AktG<sup>4</sup> § 175 Rz 22*).

601 Vgl § 178 Abs 1 AktG; bei der GmbH dauert diese Frist gem § 55 Abs 2 GmbHG nur drei Monate.

602 *Kalss in Kalss/Nowotny/Schauer, Gesellschaftsrecht, Rn 3/890*.

603 Vgl § 178 Abs 2 AktG; außer es wird den Gläubigern Sicherheit gewährt.

604 *Bachner in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG, Band II, § 175 Rz 5, 11*.

schaft – Finanzintermediär oder aber Finanzintermediär – Investor: Es kann kein erwirtschafteter Firmenmehrwert, der sich in der Zeit nach Eingang der Investition gebildet haben sollte, lukriert werden. Damit ist allerdings auch das Hauptziel einer PE-Investition vernichtet.

## 2. Vereinfachte Kapitalherabsetzung

Die vereinfachte (nominelle) Kapitalherabsetzung<sup>605</sup> ist für die Zwecke der Desinvestition nicht applikabel, da sie nicht zu einer effektiven Rückzahlung von Kapital an Aktionäre bzw. Gesellschafter führen darf, sondern eine bloß nominelle Herabsetzung der Ziffer des Grund- bzw. Stammkapitals darstellt. Ihr Zweck ist es, einen sonst auszuweisenden Bilanzverlust zu decken und allenfalls Beträge in die gebundene Kapitalrücklage einzustellen. Da somit keine Beträge von der Gesellschaft abfließen, muss auch kein Gläubigeraufruf durchgeführt werden<sup>606</sup>, welcher Umstand jedenfalls zuerst die Aufmerksamkeit des PE-Investors auf diese Form der Kapitalherabsetzung lenken würde, da der Gläubigerschutz im Gegensatz zur ordentlichen Kapitalherabsetzung erst nachträglich ansetzt und daher einen beträchtlichen Zeitvorteil bieten würde<sup>607</sup>.

## 3. Einziehung von Geschäftsanteilen

Bei der GmbH ist gem § 58 GmbHG die Einziehung von Anteilen (Amortisation) möglich. Diese Bestimmung verlangt jedoch nach Unternehmenstätigkeiten, die einen naturgemäßen Vermögensverzehr nach sich ziehen wie etwa bei Bergwerken<sup>608</sup>. Die Norm hat soweit ersichtlich keinerlei praktische Bedeutung erlangt<sup>609</sup>. Für gegenständliches Vorhaben der Abschichtung von PE-Investoren bereitet auch die Meinung *Koppensteiners*<sup>610</sup> zum Erwerb eigener

605 Vgl § 182 AktG, § 54 Abs 2 GmbHG.

606 Vgl § 187 AktG; für die GmbH gilt gleiches analog.

607 Vgl § 182 Abs 2 AktG, der § 178 AktG ausnimmt; *Johannes Reich-Rohrwig*, Sanierung durch vereinfachte Kapitalherabsetzung und –erhöhung, GesRZ 2001, 69 (69) mwN; *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht, Rn 3/892, 3/894.

608 Diese gesetzliche Voraussetzung muss sich auch im Gesellschaftsvertrag wiederfinden und vom Firmenbuch bestätigt werden (*Gellis/Feil*, Kommentar zum GmbH-Gesetz<sup>6</sup> (2006) § 58 Rz 2).

609 Die Bestimmung wurde für Unternehmen mit naturgemäßem Vermögensverzehr konzipiert wie etwa Bergwerke oder Unternehmen mit zeitlich beschränkten Patentrechten; vgl dazu *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG<sup>3</sup>, § 59 Rz 1; *Nowotny* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Rn 4/529; vgl hiezu die Möglichkeiten bei der deutschen GmbH gem § 34 dGmbHG.

610 *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG<sup>3</sup>, § 81 Rn 9 f mwN; vgl dazu unter Punkt IV.A.2.

Anteile durch die GmbH keinen möglichen Anwendungsbereich und es bleibt daher der GmbH die Kapitalherabsetzung durch Einziehung von Geschäftsanteilen im Bereich der PE-Finanzierung verwehrt.

Im Rahmen der AG ist die Einziehung von Anteilen nur zulässig, so sie satzungsmäßig angeordnet oder gestattet<sup>611</sup> ist. Es handelt sich hier im Regelfall um eine ordentliche Kapitalherabsetzung, bei der Anteile zurückgekauft werden<sup>612</sup>. Für den Bereich des Exits ist also die Einziehung nach Erwerb durch die Gesellschaft und dabei § 65a Abs 3 AktG relevant, der die Einziehung eigener Aktien zwingend vorschreibt, wenn deren Bestand die Grenze von 10 % des Grundkapitals übersteigt und die Aktien nicht innerhalb der in § 65a Abs 1 und 2 AktG festgelegten Fristen wieder veräußert werden.

Im Bereich der PE-Finanzierung ist das Augenmerk vor allem auf jenen Sachverhalt zu legen, bei dem die AG das Anteilspaket des PE-Investors bereits zum Marktpreis abgekauft hat<sup>613</sup> und der PE-Investor zu diesem Zeitpunkt nicht mehr Aktionär ist.

Da also keine liquiden Mittel mehr von der Gesellschaft an den ausscheidenden Gesellschafter fließen werden und unter der Voraussetzung, dass der Aktienrückwerb aus dem Bilanzgewinn oder einer Rücklage gem § 225 Abs 5 Satz 2 UGB finanziert wurde, sind die Voraussetzungen für die Durchführung einer vereinfachten (nominellen) Kapitalherabsetzung gegeben<sup>614</sup>. Aus diesem Grund reicht zur Beschlussfassung auch lediglich die einfache Mehrheit<sup>615</sup>, die Gläubigerschutzvorschriften zur ordentlichen Kapitalherabsetzung entfallen und damit auch die gesetzliche Wartefrist von sechs Monaten<sup>616</sup>.

Wenn jedoch die AG den Erwerb eigener Aktien fremdfinanzieren musste, so sind die Vorschriften über die ordentliche Kapitalherabsetzung anzuwenden<sup>617</sup>. Es macht jedoch wenig Sinn, im Rahmen einer durchdachten PE-Finanzierung einen PE-Investor durch Aufnahme von Fremdkapital aus der AG abzuschichten.

Diese Form der Kapitalherabsetzung eignet sich daher gut zum Zwecke des Exits, zumal hier auch nach der gesetzlichen Intention gezielt ein einzelner Gesellschafter aus der Gesellschaft ausgeschlossen werden kann<sup>618</sup>.

---

611 Auf die damit einhergehenden formellen Unterschiede soll an dieser Stelle lediglich hingewiesen werden. Siehe dazu weiter etwa *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Rn 3/898 f.

612 *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Rn 3/896.

613 Vgl dazu unter Punkt IV.A.2.

614 Vgl § 192 Abs 3 AktG; so auch *Bachner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG, Band II, § 192 Rz 14.

615 Vgl § 192 Abs 4 AktG.

616 Vgl § 192 Abs 3 Z 2 iVm § 182 Abs 2 AktG.

617 Vgl § 192 Abs 3 AktG e contrario.

618 *Bachner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG, Band II, § 192 Rz 4; der allerdings an selber Stelle die *selektive Vernichtung von Mitgliedschaftsrechten von Aktionären* auf dem

## C. Leveraged Buy Out

Der leveraged buy out (LBO) stellt einen Unternehmenskauf dar, der durch einen Großteil fremdfinanziert wird. In diesem Zusammenhang wird der leverage effect<sup>619</sup> genutzt, der diesem Vorgang auch den Namen gegeben hat. Dahinter steht das wirtschaftliche Ziel, die Belastung aus der hohen Fremdkapitalfinanzierung (Zinsaufwand, Haftung, Tilgungsfristen etc) auf die Zielgesellschaft zu überwälzen<sup>620</sup>. Die Rendite des im Rahmen des Investments zugeführten Eigenkapitals nimmt mit steigender Verschuldung zu, solange sich die Gesamtkapitalrendite auf höherem Niveau bewegt, als der Fremdkapitalzins.

Zur Veranschaulichung folgende Beispiele:

### Geringer Eigenkapitalanteil:

Der Käufer erwirbt eine Zielgesellschaft zum Preis von 100 Geldeinheiten (GE). Er bringt Eigenkapital im Ausmaß von 20 GE in die Zielgesellschaft ein, der Rest von 80 GE wird durch Kredit mit Zinsfuß von 8 % p.a. finanziert. Aus dem cashflow im ersten Jahr wird ein Volumen von 10 GE des Kredites getilgt. Wird die Zielgesellschaft nach 1 Jahr schuldenfrei zu einem Preis von 100 GE veräußert, so muss der Käufer zur Tilgung des Kredites 70 GE an den Fremdkapitalgeber abführen und ihm verbleiben nach Abzug der Zinsen von 6,4 GE noch 23,6 GE. Die Eigenkapitalrendite beträgt sohin 18 %.

### Hoher Eigenkapitalanteil:

Der Käufer erwirbt eine Zielgesellschaft zum Preis von 100 Geldeinheiten (GE). Er bringt Eigenkapital im Ausmaß von 70 GE in die Zielgesellschaft ein, der Rest von 30 GE wird durch Kredit wiederum mit Zinsfuß von 8 % p.a. finanziert. Aus dem cashflow im ersten Jahr wird ein Volumen von 10 GE des Kredites getilgt. Wird die Zielgesellschaft nach 1 Jahr schuldenfrei zu einem Preis von 100 GE veräußert, so muss der Käufer zur Tilgung des Kredites 20 GE an den Fremdkapitalgeber abführen und ihm verbleiben nach Abzug der Zinsen von 2,4 GE noch 77,6 GE. Die Eigenkapitalrendite beträgt damit nur etwa 11 %.

Ob angeführte Beispiele sollen in diesem Zusammenhang lediglich dem besseren Verständnis für die Finanzierung dienen, da in praxi die Risiken des Engagements in der Zielgesellschaft konzentriert werden und der PE-Investor in der Regel keine Sicherheiten für die hohe Fremdfinanzierung des Unternehmens stellt. Aus diesem Grund ist das finanzielle Risiko des PE-Investors im Verhältnis zum Volumen der Transaktion gering und daher liegt der wesentliche Vorteil für den PE-Investor in der Begrenzung des Risikos im Falle der Fehlentwicklung des Investments, allerdings sind auf der anderen Seite die

---

Wege der ordentlichen Kapitalherabsetzung ausschließt und sich daher selbst widerspricht, vgl dazu ebendort § 175 Rz 7.

619 Dt. Hebelwirkung.

620 *Heinz Kußmaul/Armin Pfirrmann/Vassil Tcherveniachki*, Leveraged Buyout am Beispiel der Friedrich Grohe AG, Der Betrieb 2005, 2533 (2533 f).

Zinssätze für Fremdkapital dementsprechend hoch, um das Ausfallrisiko decken zu können<sup>621</sup>.

Im angloamerikanischen Raum ist der LBO eine bereits etablierte Form des Unternehmenserwerbs. In Österreich hat sich der LBO im Bereich der Klein- und Mittelbetriebe als Möglichkeit der Nachfolgelösung durchgesetzt<sup>622</sup>. Der buy out wird dabei oftmals als Mittel der Übernahme durch das vorhandene Management durchgeführt, weshalb in solchen Fällen der Begriff management buy out verwendet wird. Da jeder MBO in der Praxis fremdfinanziert abläuft, ist er daher auch als LBO einzustufen<sup>623</sup>.

LBO's werden vor allem bei Zielgesellschaften eingesetzt, deren Gesellschaftsanteile sich im Streubesitz vieler Kleinaktionäre (Publikumsgesellschaften) befinden. Der Erwerb großer Aktienpakete von Kernaktionären würde hingegen meist zu teuer ausfallen, als dass sich das Investment später rentieren könnte. Weiters müssen Zielgesellschaften die aufgenommenen Fremdmittel selbst refinanzieren. Damit diese Kalkulation stimmt, müssen die Zielgesellschaften einer mittel- und langfristigen Prognose über freie cashflows entsprechen, da aus diesen frei werdenden Mitteln die Tilgungs- und Zinszahlungen erfolgen werden. Um diesen cashflow eventuell auf ein adäquates Niveau steigern zu können, kommt es oftmals zu Reorganisierungsmaßnahmen innerhalb der Zielgesellschaften, etwa durch Verkauf nicht betriebsnotwendiger Aktiva. Aber auch die Auflösung freier Rücklagen oder vorhandener liquider Mittel können zur Schuldentilgung herangezogen werden. Schließlich sollte die Zielgesellschaft über einen geringen Verschuldungsgrad und besicherbare Vermögensgegenstände verfügen, um weitere, eventuell notwendige betriebliche Fremdkredite aufnehmen zu können<sup>624</sup>.

## D. Trade Sale

Trade sales stellen, an der Anzahl der Transaktionen gemessen, die bisher häufigste Exitvariante dar. Beim trade sale werden die Unternehmensanteile an einen industriellen oder strategischen Investor verkauft. Dieser erwirbt oftmals nicht nur die vom PE-Investor bisher gehaltenen Anteile an der Zielgesellschaft, sondern auch Anteile der Gründungsgesellschafter. Für große Firmen stellt dieses einen Weg dar, an das technische knowhow einer kleinen Gesellschaft durch den Erwerb der Kapitalmehrheit zu gelangen. Die neue Gründergeneration sieht den Verkauf der Mehrheit ihres Unternehmens an

---

621 *Frank Schäffler*, Leveraged Buy Out, Betriebs-Berater Special 9/2006, 1.

622 *Maria Doralt*, Management Buy Out (2001) 18.

623 *Emilie Jeneba-Hirtl*, Management Buy-out (2005) 20; *Doralt*, Management Buy Out, 21.

624 *Kußmaul/Pfirmann/Tcherveniachki*, Leveraged Buyout, Der Betrieb 2005, 2534.

einen Dritten oftmals als Mittel zum Zweck auf dem Weg zum großen Geld an<sup>625</sup>.

Der trade sale kann sich aus mehreren Gründen als Exit-Strategie anbieten. Zum einen wird der Verkauf der Unternehmensanteile an einen industriellen Investor erfolgen, wenn das Unternehmen noch nicht börsenreif ist, da es die für eine Börsennotierung erforderlichen Kriterien nicht erfüllt. Ist die Börsenreife des Unternehmens erfüllt, so können zum anderen nachhaltig schwache Aktienmärkte einen Börsengang nicht ratsam erscheinen lassen oder gar unmöglich machen. Da ein Börsengang ein langwieriger Prozess ist und der PE-Investor die Unternehmensanteile nach dem Börsengang bis zum Ende der so genannten lock up Periode halten muss, empfiehlt sich ein trade sale, wenn der Verkaufserlös relativ schnell beim PE-Investor ankommen soll. Außerdem sind strategische PE-Investoren aufgrund der Ergänzung des eigenen Portfolios oder der Ausschöpfung sonstiger Synergiepotentiale bereit, eine Prämie auf den ermittelten Marktwert der Gesellschaft zu entrichten, was erheblich über den Substanz- bzw Ertragswert hinaus gehen kann. Zusätzlich wird von Investoren für die Erlangung eines relativ großen Aktienpakets ein Kontrollentgelt entrichtet, um über den erlangten Einfluss die langfristige strategische Einbindung der Zielgesellschaft zu sichern. Dies auch mit dem Zweck, Widerstände zu bereinigen, die oftmals beim amtierenden Management (das zumeist aus den Unternehmensgründern besteht) aus Furcht vor Verlust der Gestaltungsmöglichkeit entstehen. Tatsächlich wird jedoch das Management in der Regel nicht von den neuen Eigentümern mit übernommen<sup>626</sup>.

Für den PE-Investor liegt der Vorteil eines trade sale's im Vergleich zum Börsengang in der schnellen und kostengünstigen Abwicklung. Dies resultiert aus der begrenzten Zahl der Beteiligten, weswegen sich Verhandlungen weniger langwierig gestalten. Angelpunkt ist das Suchen und Finden von potenziellen Käufern. Zu beachten ist beim trade sale jedenfalls, dass er sich in der Regel nur für die Veräußerung von Mehrheitsbeteiligungen eignet, da Minderheitsbeteiligungen mangels ausreichender Kontrollmöglichkeiten für Dritte wenig attraktiv sind. Da PE-Investoren in der Regel jedoch nur Minderheitsanteile besitzen, sind diese für ein aufkaufendes Unternehmen überdurchschnittlich weniger wert als ein Anteilspaket, mit dem die Mehrheit übernommen werden könnte. Um dieses Problem zu lösen, schließen PE-Investoren mit den Unternehmensgründern bereits vor dem Einstieg eine sogenannte take along Klausel<sup>627</sup> ab, bei der sich diese verpflichten, ihre Anteile entweder zur Gänze mit dem PE-Investor an einen zukünftigen Eigentümer mitzuverkaufen oder sich auf die Minderheit zurückzuziehen, um dadurch den Mehrheitserwerb im

625 Jäger in *Eller/Heinrich/Perrot/Reif*, Handbuch<sup>3</sup>, 96; *Leitinger/Strobbach/Schöfer/Hummer*, Venture Capital, 294 f.

626 Jäger in *Eller/Heinrich/Perrot/Reif*, Handbuch<sup>3</sup>, 96.

627 Vgl dazu unter Punkt V.D.



Rahmen eines trade sales zu ermöglichen: Es kann sich dabei um ein Mitveräußerungsrecht oder um eine Mitveräußerungspflicht handeln, je nach Ausgestaltung<sup>628</sup>.

Der trade sale kann sich dann als problematisch erweisen, sobald etwa gegen eine vollkommene (also nicht in Raten geleistete) Barzahlung des Kaufpreises das Unternehmen übergeht: Die finanzielle Gegenleistung des Käufers erfolgt meistens in bar, welcher Vorgang in der Fachsprache als *100 % Cash Exit* bezeichnet wird. Oftmals verlangen nämlich die Käufer von den verkaufenden Unternehmensgründern (und auch dem PE-Investor) in der Mehrzahl der Fälle Garantien und Schadloshaltungserklärungen für vorgelegte Geschäftsberichte, Dokumentationen und sonstige Informationen. Aussteigende PE-Investoren sind aufgrund von Limitierungen bei Eventualverbindlichkeiten in ihren Büchern sowie des Wunsches definitiver Beendigung ihres Engagement mit dem Exit nicht dazu bereit, derartige Garantien abzugeben. Garantien beziehen sich jedoch nur auf die Bereitstellung von falschen oder unvollständigen Informationen, was sehr wohl durch die Unternehmensgründer gesteuert werden kann<sup>629</sup>.

## E. Secondary Purchase

Beim secondary purchase verkauft ein PE-Investor seine Anteile an der Zielgesellschaft an einen anderen PE-Investor oder an einen Finanzinvestor. Der Umfang der verkauften Anteile beschränkt sich jedoch auf die bisher vom PE-Investor gehaltenen Anteile, was damit den Unterschied zu einem Trade Sale ausmacht (abgesehen natürlich von den Beweggründen). Ein secondary purchase kommt also beispielsweise dann zum Einsatz, wenn sich beim verkaufenden PE-Investor aus strategischen Überlegungen heraus der Investitionsfokus ändert. Wegen des fehlenden Sekundärmarktes muss der verkaufende PE-Investor in der Regel einen Abschlag (Discount) auf die letzte Bewertung der Zielgesellschaft vornehmen. Daher sind im Regelfall nennenswerte Gewinne kaum erzielbar. Die Suche nach einem Käufer erfolgt fast ausschließlich durch den PE-Investor selbst, dem diesbezüglich sein internationales Netzwerk zur Verfügung steht. In der Regel wird die Verkaufsbereitschaft des Erstinvestors von potenziellen Folgefinanziers aber als negatives Qualitätssignal gewertet. Aus diesem Grund ist dieser Exit-Kanal aus Sicht eines bestehenden Risikokapitalgebers weniger attraktiv und hat einen geringen Praxiswert<sup>630</sup>.

---

628 Börner/Geldmacher, Exit, Finanz Betrieb 2001, 699; Leitinger/Strobbach/Schöfer/Hummer, Venture Capital, 296.

629 Leitinger/Strobbach/Schöfer/Hummer, Venture Capital, 295 f.

630 Jäger in Eller/Heinrich/Perrot/Reif, Handbuch<sup>3</sup>, 97; Börner/Geldmacher, Exit, Finanz Betrieb 2001, 700.

Ein secondary purchase erfolgt vor allem, wenn sich der gegenwärtige PE-Investor nur auf eine bestimmte Phase der Unternehmensentwicklung (meist start ups) spezialisiert hat und sich bereits vor der eigentlichen Wachstumsphase aus dem Unternehmen zurückzieht. Ein derartiger Verkauf kann auch einen letzten Ausweg für den PE-Investor darstellen, wenn ein Verkauf an die Altgesellschafter wegen Kapitalmangels ausscheidet, das Unternehmen für einen Börsegang zu klein ist und ein trade sale nicht erwünscht oder nicht möglich ist. Kann demnach ein neuer Investor nicht zusätzliche Hilfen oder Kontakte für die Zielgesellschaft anbieten, die der Unternehmenstätigkeit zuträglich wären, gibt es meist keine wesentlichen Änderungen für das Unternehmen<sup>631</sup>.

## F. Börsegang

Beim Börsegang (auch going public, initial public offering oder Neuemission) wird das Unternehmen an der Börse eingeführt und aus private wird public equity. Der Börsegang an sich ist also zunächst nichts anderes als ein Zulassungsverfahren von Aktien des Unternehmens zum Handel an einer Wertpapierbörse. Der endgültige Exit des PE-Investors findet nach Ablauf der lock up Periode statt, die dann den Verkauf von Aktien aus Altbesitz gestattet<sup>632</sup>. Das ist die Kurzbeschreibung des Königsweges der Exit-Kanäle, der unbedingt einer näheren Betrachtung unterzogen werden muss.

Für den PE-Investor weist der Börsegang einige Vorteile auf. Zum Einen erwartet ihn ein voraussichtlich höherer Verkaufspreis als bei einem trade sale, denn der Wert eines nicht börsennotierten Unternehmens liegt im direkten Vergleich niedriger als bei einem Unternehmen, das an der Börse gelistet ist. Darüber hinaus sind die Anleger bereit, für die Möglichkeit des börsentäglichen Aktienverkaufs eine Liquiditätsprämie zu bezahlen. Der PE-Investor kann den Zeitpunkt des Börsegangs je nach Aktienmarktsituation flexibler als beim trade sale gestalten. Solange er noch in der lock up Periode gezwungen ist, die Unternehmensanteile zu halten, kann er darüber hinaus an Wertsteigerungen des Börsenneulings profitieren<sup>633</sup>. Die Möglichkeit, höchste Verkaufserlöse erzielen zu können, muss selbstverständlich dahingehend relativiert werden, als dass diese Chance stark vom zum Verkaufszeitpunkt herrschenden Kapitalmarktklima abhängt<sup>634</sup>. Situationsbedingt kann sich ein trade sale lukra-

631 *Khinast-Sittenthaler* in *Kofler/Polster-Grüll*, Private Equity, 282 f; *Schefczyk*, Erfolgsstrategien<sup>3</sup>, 57; *Leitinger/Strobbach/Schöfer/Hummer*, Venture Capital, 296 f.

632 *Jäger* in *Eller/Heinrich/Perrot/Reif*, Handbuch<sup>3</sup>, 96.

633 *Jäger* in *Eller/Heinrich/Perrot/Reif*, Handbuch<sup>3</sup>, 96 f.

634 Vgl dazu etwa den «auf unbestimmte Zeit verschobenen» Börsegang der österreichischen Knapp AG im Juli 2008. Von diesem Zeitpunkt der Börseneinführung war auf-

tiver gestalten. Generell bietet das going public als Exit-Variante die meisten Vorteile gegenüber anderen Exit-Kanälen<sup>635</sup>:

- es besteht ein sehr breiter Markt für die Unternehmensanteile,
- der Emissionspreis ist nachvollziehbar zu ermitteln,
- auch kleinere Beteiligungsanteile können veräußert werden und
- die Anteile werden durch den Börsengang hoch fungibel.

Dabei ist jedoch darauf hinzuweisen, dass dieser Weg nur den deutlich überdurchschnittlich erfolgreichen Unternehmen offen steht, da für die Zulassung an einer Wertpapierbörse vom Unternehmen bestimmte Voraussetzungen in Bezug auf finanzielle Kennzahlen, wie beispielsweise dem Nettovermögen oder dem Gewinn nach Steuer, erfüllt werden müssen. Voraussetzung für die Emission und Platzierung von Aktien an einem organisierten Wertpapiermarkt ist weiters auch die vorhergehende Umwandlung des Unternehmens in eine Aktiengesellschaft<sup>636</sup>.

Für den PE-Investor bietet der IPO neben den überdurchschnittlich hohen Renditeerwartungen noch weitere Vorteile, wie etwa die Möglichkeit, auch nach dem Börsengang weiterhin von der Wertsteigerung der Zielgesellschaft zu profitieren, da nicht zwingend alle Anteile beim Börsengang zu verkaufen sind. In einem solchen Fall ist im Prinzip nicht von einem Exit des PE-Investors die Rede, jedoch wird der Zeitpunkt des Exits für den Kapitalgeber dadurch frei wählbar<sup>637</sup>. Allerdings verursachen IPO's hohe Kosten, insbesondere die im Vorfeld einzuholenden Beratungsleistungen von Wirtschaftsprüfern, Rechtsanwälten, etc. Weiters entstehen in der Folge erhebliche Kosten durch die den Börsengang begleitenden Banken bzw die beratenden Investmenthäuser, von den organisatorischen Anforderungen an das Management und der damit dem operativen Tagesgeschäft fehlenden Zeit abgesehen<sup>638</sup>.

Nicht nur Eigentümer werten ein IPO als optimale Exit-Strategie, sondern auch das Management der Zielgesellschaft steht diesem Vorhaben positiv gegenüber, da die Geschäftsführung idR nicht ausgetauscht wird, wie es etwa bei einem Verkauf an einen industriellen Investor der Fall ist<sup>639</sup>. Die Qualität der Kontrolle des Managements hängt allerdings entscheidend von der Aktionärs-

---

grund des damals vorherrschenden schlechten Kapitalmarktklimas jedenfalls unbedingt abzurufen.

635 Thomas A. Jesch, *Private-Equity-Beteiligungen* (2004) 97.

636 Andreas Fendel in Wilfried Stadler (Hrsg), *Venture Capital und Private Equity* (2001) 305.

637 Leitinger/Strobbach/Schöfer/Hummer, *Venture Capital*, 290 f.

638 Khinast-Sittenthaler in Kofler/Polster-Grüll, *Private Equity*, 279.

639 Leitinger/Strobbach/Schöfer/Hummer, *Venture Capital*, 292.

struktur ab. Bei hohem Streubesitzanteil ohne Großaktionär(e) besteht ein typisches free rider Problem. Aufgrund fehlender Eigentümerkontrolle, die sich für Kleinaktionäre aufgrund der damit verbundenen Kosten als nicht praktikabel darstellt, werden die Unternehmensressourcen faktisch durch das Management kontrolliert. Bei Existenz eines Großaktionärs, der naturgemäß Interesse am Schutz seines investierten Kapitals vor geschädigten Handlungen der Verwaltung schützen will, stellt sich dieses Problem nicht<sup>640</sup>.

Vor allem im Zusammenhang mit der Restrukturierung von Konzernen spielen sogenannte equity carve out's<sup>641</sup> eine wichtige Rolle. Es handelt sich dabei um die Ausgliederung und Verselbständigung eines Teilbereiches einer Gesellschaft im Konzern im Wege einer Börseneinführung, bei dem die Muttergesellschaft aber einen Mehrheitsanteil an ihrer nunmehr börsennotierten Tochter behält und der Konzernverbund mithin bestehen bleibt. Die angebotenen Aktien stammen entweder aus dem Altbesitz der Muttergesellschaft, einer Kapitalerhöhung der Tochtergesellschaft oder einer Kombination aus beidem. Nach der Aufspaltung eines Konzerns können sich die beiden Teilunternehmen auf ihr jeweiliges Kerngeschäft konzentrieren, dadurch lassen sich negative Verbundeffekte vermeiden<sup>642</sup>. Zu unterscheiden ist ein equity carve out von einem spin off. Bei letzterem werden den bestehenden Aktionären Aktien an der Tochtergesellschaft kostenlos zugeteilt, wobei die gesamten Anteile des Tochterunternehmens an der Börse notieren. Bei einem equity carve out hingegen wird in der Regel nur eine Minderheit der Anteile des Tochterunternehmens zum freien Handel angeboten. Der Vorteil der Muttergesellschaft<sup>643</sup> besteht bei einem equity carve out ua darin, die unternehmerische Kontrolle zu behalten und gleichzeitig die Erträge aus dem Börsengang vereinnahmen zu können. Diese Erträge können wiederum durch Kapitalausschüttung dem PE-Investor zugeführt werden. Eher werden damit jedoch Ziele der Konzernfinanzierung verfolgt und der PE-Investor profitiert in späterer Phase am erhöhten Unternehmenswert der Muttergesellschaft.

Ein spin off<sup>644</sup> hingegen beschreibt die Veräußerung eines Teilunternehmens einer Konzernunternehmung, bei dem es sich um eine rechtliche selbstständige Tochtergesellschaft als auch um einen unselbstständigen Unternehmensbereich handeln kann. Es wird idR von einer verhältnismäßigen

640 Dirk Schmitt/Harald Lohr, Equity Carve-outs am deutschen Kapitalmarkt, ÖBA 2008, 261 (264).

641 Vgl dazu unter Punkt II.D.3. und Punkt II.D.4.

642 Schmitt/Lohr, Equity Carve-outs, ÖBA 2008, 261 ff; Britta Heidkamp, Die Rechte der Aktionäre beim Börsegang von Tochtergesellschaften (2003) 9f, Christoph Glatzel, Börsliche Desinvestitionen mittels Equity Carve-Out, Spin-Off und Tracking Stock (2003) 14.

643 Die in diesem Sachverhalt die Zielgesellschaft der Risikofinanzierung darstellt.

644 Vgl dazu unter Punkt II.D.3.

Auskehrung von Anteilen einer Tochtergesellschaft einer Konzernunternehmung an ihre Anteilseigner iRe Sachdividende gesprochen. Durch den spin off wird eine Konzernunternehmung faktisch in zwei (oder mehrere) rechtlich und wirtschaftlich unabhängige Unternehmen gespalten, die durch dieselben Anteilseigner gehalten werden. Der spin off kann auch als Form eines management buy out durchgeführt werden<sup>645</sup>.

## G. Liquidation

Der unerfreulichste Exit-Kanal entsteht entweder durch eine freiwillige Beendigung des Unternehmens durch die Eigentümer oder durch einen zwangsweise durchgeführten Konkurs.

Während Unternehmensgründer dazu tendieren, ein Unternehmen jedenfalls retten zu wollen, neigen PE-Investoren rascher dazu, ihr Scheitern einzugestehen, das Unternehmen zu liquidieren und dadurch wertvolle Vermögensgegenstände zu verkaufen, ehe auch diese ihren Wert verlieren oder die Schulden Überhand nehmen. Der Verkauf vorhandener Aktiva in Form von asset deals bietet sich hier daher an. Um diesem Interessensgegensatz bereits von Anfang an zu begegnen, werden entsprechende Optionsrechte in die Verträge aufgenommen (durch sog liquidation preferences). Besonders anfällig für Liquidationen sind einerseits Unternehmen in rascher Wachstumsphase mit Liquiditätsproblemen und erst kürzlich sanierte, unterkapitalisierte Unternehmungen<sup>646</sup>. Auch die freiwillige Beendigung in Form der Kündigung des Beteiligungsvertrages durch den PE-Investor ist mit einer Liquidation gleichzusetzen, da die Zielgesellschaft dann nicht mehr über ausreichende finanzielle Mittel auf Eigenkapitalseite verfügt.

Das Unternehmen ist in diesem Zeitpunkt mit dem unter dem Fortführungswert liegenden Liquidationswert zu bewerten – dieser stellt idR auch die Untergrenze eines möglichen Unternehmenswertes dar. Er setzt sich aus der Summe der Einzelveräußerungserlöse der Aktiva abzüglich der Liquidationskosten sowie Ertragsteuern auf aufgedeckte stille Reserven zusammen<sup>647</sup>.

Beim Exit über Liquidation der Zielgesellschaft handelt es sich für den PE-Investor in aller Regel um einen wirtschaftlichen Totalausfall des betreffenden Finanzierungsprojektes, der abzuschreiben ist. Bedingt durch die allgemeine Wirtschaftslage können Liquidationen eine entscheidende Rolle einnehmen und es ist in der Regel bei 25 % aller Beteiligungen mit einem write off zu rechnen. Mit einer negativen durchschnittlichen Rentabilität von -10 % ist dieser

---

645 Georg Schultze, Der spin-off als Konzernspaltungsform (1998) 7 ff; Glatzel, Desinvestitionen, 16.

646 Leitinger/Strobbach/Schöfer/Hummer, Venture Capital, 299.

647 Robert Bachl, Einführung in die Unternehmensbewertung (2007) 54 f.

Exit als Schadensbegrenzung einer schlecht verlaufenden Beteiligung zu verstehen<sup>648</sup>.

Aufgrund dieses hohen Ausfallrisikos, das von PE-Investoren bewusst mitinkalkuliert wird, wird klar, warum sich die durchschnittliche Renditeerwartung für Finanzierungsprojekte auf hohem Niveau bewegen muss. Nur durch diese hohen Renditeanforderungen lassen sich die Verluste aus einzelnen Projekten für den PE-Investor erst verkraften.

## H. Rekapitalisierung

Bei Rekapitalisierungen (Recaps) wird der Zielgesellschaft zusätzliches Fremdkapital zugeführt. Dadurch wird vor allem bei positiver Geschäftsentwicklung eine (teilweise) Rückzahlung des Kapitaleinsatzes der Beteiligungsgesellschaft vor der eigentlichen Beteiligungsveräußerung und damit ein wirtschaftlicher Teil-Exit bewirkt.

Es handelt sich dabei also um die Reorganisation und Restrukturierung der Kapitalverhältnisse der Zielgesellschaft. Dabei bedeutet Rekapitalisierung die Neustrukturierung der Passivseite der Bilanz, insbesondere durch die Zufuhr von Fremdkapital und/oder Mezzanine-Kapital. Zweck einer Rekapitalisierung ist daher üblicherweise die Substitution von finanziellen Mitteln der PE-Investoren nach erfolgreicher equity Finanzierung. Das heißt, sobald die Zielgesellschaft wieder durch Gewinnthesaurierung Eigenkapital anhäufen kann oder aufgrund eines aufgebauten cashflows wieder in der Lage ist, Fremdkapitalzinsen zu bedienen, kann durch die Aufnahme von frischem Fremdkapital bei der Zielgesellschaft<sup>649</sup> ein Teil des equity Kapital's der PE-Investoren bereits vor einem endgültigen Exit an diese rückgeführt werden. Die PE-Investoren können dadurch ihre in der Kapital-Tranche gebundene Liquidität realisieren und die Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital erhöhen<sup>650</sup>. Diese Rekapitalisierungs-Variante ist besonders dann interessant, wenn ein Börsengang oder ein trade sale auf Grund besonderer Umstände nur schwer realisierbar erscheint<sup>651</sup>.

648 *Schefczyk*, *Venture Capital* (2000), 30; *Khinast-Sittenthaler* in *Kofler/Polster-Grüll*, *Private Equity*, 284.

649 Etwa in Form von Bankkrediten, die in der Regel weitaus günstigere Zinssätze aufweisen.

650 ZB indem dieses wiederum – etwa bei einer anderen Zielgesellschaft im Portfolio – neu investiert wird.

651 *Werner*, *Mezzanine-Kapital*<sup>2</sup>, 69; *Stephan Eilers*, *Gefährliche Halbwahrheiten – eine differenzierte Betrachtung von Finanzinvestoren tut Not*, AG 2006, 792 (793).

Rekapitalisierungen stellen daher keinen Exit im eigentlichen, hier gesellschaftsrechtlichen Sinn dar, verkörpern aber dennoch für den PE-Investor eine Form des Ausstiegs aus dem Investment.

## I. Reverse Takeover

Eine Alternative zum regulären Börsengang durch Neuzulassung im Wege eines IPO ist der so genannte reverse takeover (auch cold IPO, reverse IPO, backdoor IPO). Hierbei übernehmen letztlich die Gesellschafter eines nicht börsennotierten Unternehmens das «Vehikel» einer börsennotierten Gesellschaft, dies entweder durch Anteilstausch oder durch Verschmelzung ihrer Gesellschaft auf die börsennotierte Gesellschaft bei gleichzeitiger Übernahme der Mehrheit hieran. In der Regel handelt es sich dabei um die Verschmelzung der größeren auf die kleinere Gesellschaft. Die rechtliche Strukturierung folgt einer Verschmelzung durch Aufnahme<sup>652</sup>. Ist das börsennotierte Unternehmen nicht mehr operativ tätig, spricht man von einem Mantelkauf. Die Lokalisierung und der Erwerb eines solchen special purpose vehicle<sup>653</sup> ist daher der Hauptpunkt eines reverse takeover. Eine Kapitalerhöhung zur Ausgabe neuer Aktien ist mit dem reverse takeover, anders als beim IPO, nicht verbunden<sup>654</sup>.

Hauptmotiv des reverse takeover ist nicht die Zufuhr frischen Kapitals, sondern der langfristige Zugang zum Kapitalmarkt und für den PE-Investor die Möglichkeit des leichteren und lukrativeren Exits. Das bedeutet also, dass eine geplante Kapitalerhöhung durch Ausgabe junger Aktien auch zu einem späteren Zeitpunkt stattfinden kann, dann schließlich auch mit geringeren Vorlaufzeiten als ein «herkömmliches» IPO mit sich bringt<sup>655</sup>. Dadurch kann ein gewisser Wettbewerbsvorteil in Hinblick auf das Timing erreicht und auch die Kosten für die Börsenzulassung einer Zielgesellschaft vermieden werden<sup>656</sup>.

In der Regel ist die aufzunehmende Gesellschaft mit einer deutlich höheren Marktkapitalisierung ausgestattet als das übernehmende SPV. Dies hat zur Folge, dass die hinzutretenden Anteilseigner eine kontrollierende Betei-

---

652 Vgl dazu unter Punkt II.D.2.

653 Dt Zweckgesellschaft. Damit ist kein Unternehmen bestimmter Branche gemeint, sondern eine geeignete Unternehmensform. Für den Bereich des reverse takeover grenzt sich dieses Merkmal auf den Bereich einer (börsennotierten) AG oder SE ein.

654 *Weitnauer*, Handbuch<sup>3</sup>, 407.

655 *Komrad Bösl*, Gestaltungsformen und Grenzen eines indirekten Börsengangs, *Finanz Betrieb* 2003, 297 (298).

656 Dies vor allem in Hinblick auf eine in der Regel über sechsmonatige Vorbereitungszeit und der damit einhergehenden Abschätzung des richtigen Emmissionstermins (vgl *Börner/Geldmacher*, Exit, *Finanzbetrieb* 2001, 699).

ligung am SPV erlangen könnten<sup>657</sup>. Die Berechnung des Umtauschverhältnisses basiert eingangs auf der Bewertung der Anteile beider Gesellschaften<sup>658</sup>. Aus den gesetzlichen Regelungen ergibt sich lediglich, dass das Umtauschverhältnis *angemessen* sein muss<sup>659</sup>. Ein angesprochener übersteigender Wert der übertragenden Gesellschaft hat wiederum zur Folge, dass die neuen Mehrheitseigentümer am SPV gem §§ 22 Abs 1 ÜbG<sup>660</sup> verpflichtet sind, nach Eintragung der Verschmelzung ein Pflichtangebot für alle Beteiligungspapiere des SPV abzugeben. Genau in diesem Umtauschverhältnis ist aber auch der hauptanfälligste Problembereich zu sehen, da dieses von den bisherigen Aktionären des SPV durch Anfechtungsklage bekämpft und damit zu einer teils massiven Verzögerung der Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses führen kann<sup>661</sup>.

Zu beachten sind also die Vorgaben des Übernahmerechts, sofern das SPV als börsennotiertes Unternehmen an einem organisierten Markt in Österreich gelistet ist. In diesem Fall gelten die besonderen Regeln des ÜbG. Hiernach ist zu prüfen, ob ein Gesellschafter durch die ihm zuzuteilenden Aktien in eine «Kontrollposition» hinsichtlich des gelisteten Unternehmens kommt. Dies ist der Fall, wenn er mindestens 30 %<sup>662</sup> der Stimmrechte an der Zielgesellschaft erwirbt. Für die Ermittlung der Schwelle von 30 % der Stimmrechte an der Zielgesellschaft gilt gem § 22 Abs 3 ÜbG das Zurechnungskriterium des *acting in concert*. Damit sind Sachverhalte angesprochen, in denen sich mehrere Erwerber in Bezug auf die SPV, insb den Erwerb von Aktien oder die künftige Ausübung des Stimmrechts am gelisteten Unternehmen, entweder aufgrund einer ausdrücklichen Abrede oder faktischer Abstimmung einheitlich verhalten – sei es nun, dass es sich um ein Konsortium von PE-Investoren, oder lediglich die Gruppe der Gesellschafter der Zielgesellschaft inklusive des PE-Investors handelt, die nunmehr Anteilsrechte am SPV erhalten. Ist dies der Fall, werden die Stimmrechte der Erwerber zusammengezählt. Wenn die Summe der Stimmrechte mindestens 30 % erreicht, hat der Neu-Gesellschafter bzw die Gruppierung der Neu-Gesellschafter allen anderen Aktionären des SPV binnen 20 Börsetagen ab Kontrollerlangung ein Pflichtangebot<sup>663</sup> zum Erwerb von deren Aktien zu unterbreiten. Im Fall eines transborder reverse

657 *Hansjörg Scheel in Wolfgang Blättchen/Gerhard Wegen* (Hrsg), Übernahme börsennotierter Unternehmen (2003) 223.

658 Eine bestimmte Bewertungsmethode legt das Gesetz nicht fest. Von der Lehre wird allerdings die Buchwertmethode abgelehnt und mE zu Recht grundsätzlich die Ertragswertmethode herangezogen (vgl *Kalss*, Verschmelzung § 22 AktG Rz 11 mwN).

659 *Kalss*, Verschmelzung § 22 AktG Rz 10.

660 Übernahmegesetz idF BGBl I 2007/72 (GesRÄG 2007).

661 Vgl §§ 225b – 225m, 230 AktG; *Scheel in Blättchen/Wegen*, Übernahme, 220.

662 Vgl § 22 Abs 2 ÜbG.

663 Vgl § 22 Abs 4 ÜbG.



takeover sind die Übernahmeregeln auch des jeweiligen ausländischen Kapitalmarkts zu beachten<sup>664</sup>.

Zu beachten ist weiters, dass nach den Regeln der ad-hoc-Publizität der anstehende reverse takeover wegen seiner Kursrelevanz als grundsätzlich zu veröffentlichende Insiderinformation zu verstehen ist. Zweck der ad-hoc-Publizität ist die Sicherstellung der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte und des Anlegerschutzes. Emittenten (sohin die Geschäftsleitung des SPV) müssen Insiderinformationen, die sie unmittelbar betreffen, gem § 48d Abs 1 BörseG<sup>665</sup> unverzüglich der Öffentlichkeit bekannt geben. Vor Veröffentlichung ist die Information der FMA und dem Börseunternehmen mitzuteilen. Konkret sind offlegungspflichtige Schwellen zu beachten, wenn Stimmrechtsanteile diese erreichen, über- oder unterschreiten<sup>666</sup>.

Als weitere Form des reverse takeover ist auch eine Kapitalerhöhung durch Sacheinlage beim SPV vorstellbar. Die Zielgesellschaft wird dabei als Ganzes in das SPV als Sacheinlage eingebracht, als Gegenleistung erhalten die Eigentümer der Zielgesellschaft Anteile am SPV. Eine solche Kapitalerhöhung durch Sacheinlage erfordert zwingend eine Sacheinlagenprüfung<sup>667</sup>, die als Grundlage der Bewertung der Einlage und damit der Ausgabe junger Aktien dient. Hier liegt wiederum das Hauptrisiko des gesamten Vorganges, nämlich der Fehlbewertung und einer dadurch möglichen Anfechtung des Bezuges der Aktien.

Wenn nun aber das SPV sämtliche Anteile an der Zielgesellschaft übernommen hat, ist in der Regel dennoch anschließend eine Verschmelzung durch Aufnahme durchzuführen, da ein Mutter-Tochter-Geflecht der beiden Gesellschaften nur unnötigen organisatorischen Aufwand<sup>668</sup> mit sich bringt. Auch die finanzielle Verflechtung im Konzern erscheint nicht zielführend.

Möglich erscheint daher mE weiters die Variante, den Betrieb als Ganzes aus der Zielgesellschaft in das SPV als Sacheinlage einzubringen. Die damit übrigbleibende leere Hülle der Zielgesellschaft könnte in Folge abgewickelt und gelöscht werden. Allerdings kommt es auch bei dieser Variante zur unerwünschten Aufdeckung stiller Reserven, da die Sacheinlagen bewertet werden müssen und wiederum steuerliche Synergieeffekte – etwa aus Verlustvorträgen – nicht genutzt werden können. In einem Wort kann bei den beiden Versionen der Sacheinlage keine Gesamtrechtsnachfolge erzielt werden.

---

664 *Weitnauer*, Handbuch<sup>3</sup>, 407 f.

665 Börsegesetz idF BGBl I 136/2008.

666 Vgl § 91 Abs 1 BörseG; die Schwellen liegen bei 5, 10, 15, 20, 25, 30, 40, 45, 50, 75 und 90%.

667 Vgl § 150 Abs 3 AktG.

668 ZB gesonderte Aufrechterhaltung der Organe der Zielgesellschaft.

## J. Share Deal/Asset Deal

Der Kauf eines Unternehmens mit einer Gesellschaft als Unternehmensträgerin kann auf zwei unterschiedliche Arten erfolgen: asset deal oder share deal.

Der asset deal beschreibt die Übertragung der Vermögensgegenstände eines Unternehmens ohne den Unternehmensträger. Abgelöst vom bisherigen Rechtsträger werden die einzelnen assets<sup>669</sup> des Unternehmens nach den jeweils maßgeblichen Vorschriften (insb §§ 38 ff UGB, § 1409 ABGB<sup>670</sup>) im Rahmen von Einzelrechtsnachfolge übertragen. Nicht erforderlich ist dabei, dass das Unternehmen als Ganzes erworben wird. Entscheidend ist vielmehr, dass der Unternehmenskern übergeht<sup>671</sup>.

Der share deal<sup>672</sup> ist die Veräußerung des Unternehmens auf der Gesellschafterebene durch Übertragung der Beteiligungsrechte, also der Gesellschaftsanteile an einer Kapitalgesellschaft, die an dem Unternehmen gehalten werden. Es erfolgt ein Übergang der Mitgliedsrechte an einer Gesellschaft, ohne dabei die Eigentumsrechte an den einzelnen Vermögensgegenständen des Unternehmens zu verändern<sup>673</sup>.

Zivilrechtlich handelt es sich bei beiden Vorgängen um einen Kauf. Die Durchführung gestaltet sich jedoch beim asset deal weit aufwändiger, da jeder Vermögensgegenstand einzeln gelistet werden muss, wohingegen beim share deal das bewertete Anteilspaket alleine das Kaufobjekt darstellt. Das heißt unter anderem, dass beim asset deal auch sämtliche Vertragsbeziehungen auf den Erwerber übertragen werden müssen, was auch den Übergang behördlicher Genehmigungen umfassen kann, welcher etwa mit der Durchführung neuer Ausschreibungen und damit verbundener Wartezeiten verbunden sein kann. Nachteilig sind daher neben dem hohen Zeitaufwand auch die hohen Transaktionskosten, die bei der Übertragung (va auch in Hinblick auf Immobilienerwerb) anfallen<sup>674</sup>.

669 Dt. Wirtschaftsgüter.

670 Vgl dazu unter Punkt V.L.

671 Roth/Fitz, Unternehmensrecht<sup>2</sup>, Rz 772.

672 Dt. Übernahme durch Kauf der Geschäftsanteile.

673 Weitnauer, Handbuch<sup>3</sup>, 394 f.

674 Ulrich Saurer, Leveraged Management Buy-Out (1995) 38 ff.

## V. Vertragsgestaltung

---

Im Bereich von private equity haben sich spezielle Vertragsgestaltungen eingebürgert, die zum großen Teil auf der langjährigen Praxis in den USA beruhen. Dort gibt es schon seit mehreren Jahrzehnten einen funktionierenden Markt für Wagniskapital und dementsprechend haben sich auch für die juristische Gestaltung von PE-Vertragswerken bestimmte Standards etabliert. Im Kern geht es bei diesen Klauseln darum, den Investor gegen die besonderen Risiken einer solchen Beteiligung abzusichern. So verlangen die Kapitalgeber meist bestimmte Informations-, Mitsprache- und Entsenderechte, um bei nachteiligen Entwicklungen korrigierend eingreifen zu können. Weitere Sonderrechte sollen gegen Wertverluste schützen (zB Verwässerungsschutzklauseln) oder die fehlende Fungibilität ausgleichen, indem der Investor unter bestimmten Voraussetzungen einen Verkauf aller Anteile und die vorrangige Abführung des Erlöses an sich selbst durchsetzen kann.

### A. Veräußerungspflichten (Exit Obligations)

Veräußerungspflichten erlauben einer Gesellschaftermehrheit, alle Gesellschafter zu zwingen, in einen Veräußerungsprozess einzusteigen. So kann zB nach Ablauf einer bestimmten Frist die Vorbereitung eines Börsengangs verlangt werden. Denkbar ist hierzu auch die sog show down Klausel (auch: shoot out clause; vgl dazu Punkt 5.6.). Die Klauseln halten sich in der Regel allgemein, so dass dem PE-Investor möglichst großer Spielraum bleibt.

So wird zB in abgeschwächter Form oftmals ein Vorveräußerungsrecht des Finanzintermediär's vereinbart um ihm vorerst die Geschäftschancen zu wahren:

*«Der Finanzintermediär hat ein Vorveräußerungsrecht für sämtliche von ihm gehaltene Geschäftsanteile. Das heißt, der Finanzintermediär hat das Recht, sofern ein potenzieller Erwerber nicht sämtliche Anteile an der Gesellschaft erwirbt, die von ihm gehaltenen Anteile vor jenen der Altgesellschafter dem potentiellen Erwerber zu veräußern.»*

Nachstehende Klausel verdeutlicht den allgemeinen Drang des PE-Investors nach Exit-Kontrolle:

*«Der Finanzintermediär strebt einen Ausstieg aus der Gesellschaft (Übertragung der Beteiligung) ab 30.06.XX an. Dieses Ziel kann durch Verkauf der von dem Finanzintermediär gehaltenen Geschäftsanteile an der Gesellschaft, Verkauf eines Mehrheitsanteiles (der vom Finanzintermediär gehaltenen Geschäftsanteile plus Anteile der Gründungsgesellschafter), Gesamtverkauf des Unternehmens oder Übernahme der vom Finanzintermediär gehaltenen Geschäftsanteile durch die Gründungsgesellschafter, oder auf andere Art und Weise erfolgen. Die Zielgesellschaft und mit ihr verbundene Gesellschaften verpflichten sich daher, den Finanzintermediär wie auch jeden anderen Investoren an der Zielgesellschaft bei der Bestrebung zum Verkauf von Gesellschaftsanteilen zu unterstützen.»*

*«Im Falle der Konkursreife der Zielgesellschaft verpflichten sich die Gesellschafter zur Durchführung einer Kapitalerhöhung zu einem dann festzustellenden Ausmaß, dass die Durchführung eines ordentlichen Konkursverfahrens möglich macht.»*

## B. Vorkaufsrechte (Right of First Refusal)

Vorkaufsrechte erlauben Gesellschaftern, Anteilsveräußerungen durch Ausübung des Vorkaufsrechtes zu verhindern. Das Vorkaufsrecht bedeutet, dass jeder Gesellschafter die Befugnis hat, durch eine einseitige, vorbehalt- und bedingungslose Erklärung gegenüber dem verkaufswilligen Gesellschafter dessen Anteile zu erwerben, sofern dieser sie einem Dritten nach konkret vorliegendem Kaufangebot verkaufen will. Das Vorkaufsrecht wird regelmäßig über Andienungspflichten konkretisiert<sup>675</sup>. Für den Fall einer Nichtausübung durch einzelne Gesellschafter wächst das Vorkaufsrecht stufenweise den übrigen Gesellschaftern zu. Darüber hinaus werden Anteilsveräußerungen grundsätzlich an die Zustimmung der Gesellschaft gebunden. Damit wird das Ziel verfolgt, dass einzelne Gesellschafter nicht vorzeitig Kapitalgewinne realisieren können<sup>676</sup>.

---

675 Als abgeschwächte Version werden auch Vorhandrechte/Anbietungspflichten (rights of first refusal ieS) vereinbart, die den vorhandbelasteten Gesellschafter verpflichten, seine Gesellschaftsanteile dem oder den vorhandberechtigten Partnern zum Kauf anzubieten, sofern er sie zu veräußern beabsichtigt, allerdings die Anteile noch niemandem zum Kauf angeboten hat. Das Vorkaufsrecht wird daher grundsätzlich durch den Abschluss des Kaufvertrages mit dem Dritten ausgelöst, das Vorhandrecht verlangt lediglich bloße Veräußerungsabsicht (vgl. Oertle, Joint Venture, 84 ff).

676 Schefczyk, Erfolgsstrategien<sup>3</sup>, 51.

Bei Vorkaufsrechten<sup>677</sup> gilt jedenfalls zu berücksichtigen, dass gem § 1075 ABGB ein Geschäftsanteil als bewegliches, unkörperliches Gut zu qualifizieren ist und von daher die Einlösung des Vorkaufsrechtes, also nicht nur die fristgemäße Ausübungserklärung, sondern vielmehr die fristgemäße Leistung des Kaufpreises, binnen 24 Stunden ab Anbietung zu erfolgen hat. Jedoch wurde vom OGH diese Frist im Fall eines Unternehmenskaufes auf 30 Tage ausgeweitet und darauf basierend ist mE diese verlängerte Frist auch im Falle des Erwerbes von Geschäftsanteilen im Wege des share deal wie auch des asset deals (Unternehmensteile, eigenständige Betriebe) anzuwenden<sup>678</sup>.

Da die Regelungen des § 1075 ABGB dispositiv sind, kann jedoch nach Parteienvereinbarung der Fristenlauf beliebig verändert und auch die wirkliche Einlösung durch bloße Annahme durch den Berechtigten entschärft werden<sup>679</sup>. Tatsächlich erfolgt in praxi oftmals eine Fristverlängerung über die 30 Tage hinaus und es genügt eine Einlösung des Rechtes durch einfache schriftliche Annahmeerklärung.

Das Einlösungsangebot muss dem Berechtigten die Information bieten, die er benötigt, um von seinem Einlösungsrecht Gebrauch machen zu können. Die Rsp hält fest, dass ein gehöriges Einlösungsangebot alle Einzelheiten des vom Dritten gestellten Kaufanbotes unter Einschluss allfälliger Nebenbedingungen und auch dessen Namen enthalten muss<sup>680</sup>.

Das Vorkaufsrecht auf GmbH-Geschäftsanteile ist notariatsaktpflichtig und hat außerhalb des Gesellschaftsvertrages nur obligatorische Wirkung<sup>681</sup>. Bei der AG bedarf es dazu der Einführung von vinkulierten Namensaktien, um dieses Recht außerhalb der Satzung wirksam vereinbaren zu können und noch mit absoluter Wirkung kombinieren zu können<sup>682</sup>. Im Gesellschaftsvertrag der AG ist die Verankerung von anderen Übertragungsrechten als der Vinkulierung nicht möglich. Bei Personengesellschaften gilt Vertragsfreiheit, jedoch bedarf es wie auch bei den Kapitalgesellschaften der Zustimmung aller Gesellschafter, da der Gesellschaftsvertrag geändert wird<sup>683</sup>. Dazu nachstehendes Beispiel:

677 Vgl § 1072 ABGB.

678 Aicher in *Rummel*<sup>3</sup>, ABGB § 1075 Rz 1, 10 f mwN.

679 Aicher in *Rummel*<sup>3</sup>, ABGB § 1075 Rz 12.

680 Aicher in *Rummel*<sup>3</sup>, ABGB § 1072 Rz 24.

681 Vgl § 1073 ABGB; *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG<sup>3</sup>, Anh 76 Rn 19.

682 Ansonsten sind natürlich obligatorische Vereinbarungen möglich.

683 *Kastner/Doralt/Nowotny*, Grundriss<sup>5</sup>, 132 f; es werden jedoch keine Geschäftsanteile wie bei den Kapitalgesellschaften übertragen, sondern einzelne Gesellschafterrechte. Das heißt etwa, dass der Erwerber als Gesellschafter der Personengesellschaft aufgenommen wird und die Vermögens- und Mitwirkungsrechte des ausscheidenden Verkäufers übernimmt.

*«Bei der Veräußerung von Aktien an Personen, die nicht bereits Aktionäre sind, steht den anderen Aktionären ein Vorkaufsrecht im Verhältnis ihrer Beteiligung, sofern unter diesen kein anderes Ergebnis vereinbart wird, zu. Dieses Vorkaufsrecht erlischt, sobald die Gesellschaft an einer Börse notiert.»*

Im Weiteren wird oftmals vereinbart:

*«Übt ein Gründungsgesellschafter das ihm zustehende Vorkaufs- und Aufgriffsrecht hinsichtlich vom Finanzintermediär gehaltener Geschäftsanteile aus, verpflichtet er sich im Falle der Weiterveräußerung binnen sechs Monaten den dadurch erzielten Veräußerungsgewinn in der Höhe von 75 %, bei einer Weiterveräußerung binnen weiterer sechs Monate den Veräußerungsgewinn in der Höhe von 50 % und bei einer Weiterveräußerung binnen weiterer sechs Monate den Veräußerungsgewinn in der Höhe von 25 % an den Finanzintermediär zu bezahlen.»*

*«Kein Fall des Vorkaufs- und Aufgriffsrechts liegt vor, wenn der Finanzintermediär im Wege einer Umgründung (Einbringung, Spaltung, Verschmelzung ua) seinen Geschäftsanteil an XX oder die Gesellschafter des Finanzintermediärs das Vermögen des Finanzintermediärs im Wege einer Umgründung (Einbringung, Verschmelzung, Spaltung ua) überträgt oder verändert.»*

## C. Leaver Klauseln

Für den Kauf einer Immobilie gibt es drei Entscheidungskriterien: Die Lage, die Lage und nochmals die Lage. Demgegenüber werden im Rahmen von buy out Transaktionen die wertbildenden Faktoren des Zielunternehmens durch das Management, das Management und nochmals das Management bestimmt. Dem PE-Investor ist daran gelegen, dass Führungskräfte der Gesellschaft nachhaltig zur Verfügung stehen und will er damit dem principal agent Konflikt entgegenwirken, der in der Regel nicht mit dem Ziel des PE-Investors, den Wert des Zielunternehmens während des Investitionszeitraumes nachhaltig zu steigern und durch Unternehmensverkauf zu realisieren, konform geht. Beim Erwerb von Zielgesellschaften durch PE-Investoren entspricht es gängiger Praxis, dass sich neben dem Investor auch das Management des Zielunternehmens am Erwerb beteiligt<sup>684</sup>.

---

<sup>684</sup> Etwa im Rahmen eines buy out's beteiligt sich der PE-Investor in der Regel nicht unmittelbar, sondern mittelbar über eine Erwerbengesellschaft («NewCo») an der Zielgesellschaft. An dieser (zumeist Kapital-) Gesellschaft beteiligen sich der PE-Investor und das Management, wobei das Management regelmäßig mit bis zu 15 % partizipiert. Es

Diese so genannte Management-Beteiligung ist heute fester Bestandteil jeder PE-Transaktion. Endet der Dienst- oder Anstellungsvertrag mit einem Schlüsselmitarbeiter, wird dieser Zweck obsolet. Die Anteile der ausscheidenden Führungskraft werden benötigt, um einen vergleichbar qualifizierten Mitarbeiter rekrutieren zu können.

Verträge über Management-Beteiligungen enthalten daher idR so genannte leaver Klauseln<sup>685</sup>, mit denen sichergestellt werden soll, dass die Beteiligung an die Investoren zurückfällt, wenn der Manager das Unternehmen verlässt. In leaver Klauseln verpflichten sich Schlüsselmitarbeiter daher, ihre Anteile für diesen Fall an die Gesellschaft zu übertragen. Für den Finanzinvestor und die Gesellschaft ist die Konzentration der Tätigkeit der Schlüsselmitarbeiter auf die Gesellschaft wichtig. Diese Personen bilden für den Investor nicht selten eine Geschäftsgrundlage. Führungskräfte werden am Gesellschaftskapital beteiligt, um sie an das Unternehmen zu binden. Sie sollen motiviert werden, an einer Steigerung des Unternehmenswertes aktiv mitzuwirken, an der sie dann auch partizipieren dürfen. Die Manager profitieren in der Regel nur bei Veräußerung der Anteile, die im Rahmen von Mitveräußerungspflichten und/oder Liquidationspräferenzen gestaltet werden<sup>686</sup>.

Leaver Klauseln fallen in die Kategorie von Hinauskündigungsklauseln. Es handelt sich dabei um gesellschaftsvertragliche Bestimmungen, die bestimmten Gesellschaftern das Recht einräumt, andere Mitgesellschafter aus freiem Ermessen aus der Gesellschaft auszuschließen.

Hinauskündigungsklauseln im Gesellschaftsverträgen begründen dabei die Gefahr, dass die von der jederzeitigen Ausschließungsmöglichkeit bedrohten Gesellschafter von ihren Rechten keinen Gebrauch machen und die ihnen obliegenden Pflichten nicht ordnungsgemäß erfüllen, sondern sich den Wünschen des oder der durch das Ausschließungsrecht begünstigten Gesellschafter(s) beugen. Damit steht einer nicht zu billigenden Willkürherrschaft der – mit dem Ausschließungsrecht ausgestatteten – Gesellschafter nichts im

---

handelt sich dabei allerdings nicht um ein Mitarbeiter-beteiligungsprogramm, sondern um für die Zielgesellschaft wichtige Entscheidungsträger (key men).

685 Es wird dabei in good leaver Fälle (zB Tod, Erwerbs- und Berufsunfähigkeit, Kündigung des Managers aus wichtigem Grund, den er nicht zu vertreten hat) und bad leaver Fälle (zB Kündigung des Managers aus wichtigem Grund, den er zu vertreten hat, Pflichtverletzung, häufig auch Kündigung des Managers innerhalb eines Zeitraumes von 3 bis 5 Jahren) unterschieden (vgl. *Benedikt Hobaus/Michael Inhexter*, Rahmenbedingungen von Management-Beteiligungen, DStR 2003, 1765 (1766)).

686 *Henrik Drinkuth*, Hinauskündigungsregeln unter dem Damoklesschwert der Rechtsprechung, NJW 2006, 410 (413); *Florian Kästle/Katja Heuterkes*, Leaver-Klauseln in Verträgen über Management-Beteiligungen im Lichte der neuesten OLG-Rechtsprechung, NZG 2005, 289 (289).

Wege<sup>687</sup>. Typische Klauseln, die eine der Hinauskündigung vergleichbare Wirkung entfalten können, sind vor allem Verwässerungsschutz<sup>688</sup> (anti dilution), Liquidationspräferenzen bei Liquidation oder Verkauf der Gesellschaft oder der Zwang zum Mitverkauf (drag along)<sup>689</sup>.

Der deutsche BGH hat für Personengesellschaften<sup>690</sup> eine Ausschlussmöglichkeit ohne Grund wegen Sittenwidrigkeit solcher Klauseln verneint und hat diese Rsp in weiterer Folge auch auf die GmbH<sup>691</sup> übertragen.

Der BGH<sup>692</sup> wendet das Verbot der Hinauskündigung auch weiterhin zugunsten der Anlagegesellschafter einer Publikums-KG an und erklärt eine Bestimmung, die dem Gründer-Gesellschafter einseitig das Recht einräumt, die (Kommandit-) Beteiligung von Kapitalgebern (zB von PE-Investoren) zu übernehmen, für unwirksam. Zur Begründung stellt der BGH weniger auf die Willensbildung (wie etwa bei personalistisch strukturierten Gesellschaften zB OG oder GmbH), sondern viel mehr auf die wirtschaftlichen Interessen der Kapitalgeber ab.

---

687 *Frank Oppenländer* in *Frank Oppenländer/Thomas Trölitzsch*, Praxishandbuch der GmbH-Geschäftsführung (2004) § 9 Rn 23 mwN.

688 Dabei handelt es sich um Regelungen für den Fall, dass bei späteren Finanzierungsrunden weitere Investoren hinzutreten – oftmals nach dem milestone Prinzip des Erreichens festgelegter Kennzahlen durch die Zielgesellschaft. Diese Erweiterung des Gesellschafterkreises führt zu einem rechtlichen und wirtschaftlichen Verwässern der Beteiligungen der Altgesellschafter. Da es sich dabei um keinen exitrelevanten Sachverhalt handelt, wird diese Vertragsgestaltung im Rahmen dieser Arbeit nicht näher beleuchtet.

Hier ist aus praxisrelevanten Gründen vor allem an den Sachverhalt zu denken, dass der PE-Investor über mehrere Finanzierungsrunden die bestehenden Anteile verwässern lässt und dadurch Anteilspakete unter die gleich erörterte 10%-Marke rutschen. Die Anteilsinhaber gehen dadurch zahlreicher Rechte verlustig und könnten, wie sich gleich zeigen wird, im Rahmen des Gesellschafterausschlusses ihre Anteile verlieren.

689 *Philip Martinus/Julia Stubert*, Venture-Capital-Verträge und das Verbot der Hinauskündigung, Betriebs-Berater 2006, 1977 (1977 f); vor allem die Kombination von drag along und Liquidationspräferenz kann dazu führen, dass die Gründergesellschafter gezwungen werden, ihre Anteile am Unternehmen abzugeben und im Gegenzug nur ein sehr geringes oder gar kein Entgelt erhalten, was in seiner Gesamtheit einer Hinauskündigungsklausel gleich kommt.

690 Vgl NZG 2004, 569, BGHZ 125, 74, BGHZ 107, 351, BGHZ 105, 213, BGHZ 81, 263.

691 Vgl BGHZ 112, 103, BGH DB 2005, 937, NZG 2005, 968, NZG 2005, 971.

692 BGH, 3.5.1982 II ZR 78/81, BGHZ 84, 11 f (Optionsrecht der Komplementär-GmbH zur Übertragung der Kommanditbeteiligung an Dritte); BGH, 21.3.1988 – II ZR 135/87, BGHZ 104, 50 (Ankaufsrecht der Komplementär-GmbH einer treuhänderisch gehaltenen Kommanditbeteiligung); BGH, 7.2.1994 – II ZR 191/92, BGHZ 125, 74 (Unzulässigkeit der Hinauskündigung der kapitalanlegenden stillen Gesellschafter einer als atypisch stille Gesellschaft errichteten Publikumsgesellschaft durch den Geschäftsinhaber).



Der BGH<sup>693</sup> sieht darin die Gefahr begründet, «... dass durch die Beklagte (= Gründer-Gesellschafter, Anm Verfasser) davon in einer Weise Gebrauch gemacht wird, die zu einer einseitigen Benachteiligung der Kapitalgeber führt. Denn nach der Lebenserfahrung ist damit zu rechnen, dass die Beklagte das Optionsrecht nur dann ausübt, wenn sich das Gesellschaftsunternehmen (= Zielgesellschaft, Anm Verfasser) als wirtschaftlich erfolgreich erweist und zu erwarten ist, dass die Gesellschaftsbeteiligung auch in Zukunft Erträge abwirft, und davon Abstand nimmt, wenn es unrentabel arbeitet und auch in Zukunft mit Verlusten zu rechnen ist. Das bedeutet, dass ein angemessener Interessenausgleich nicht mehr gesichert und damit der gebotene Schutz der Kapitalgeber nicht gewährleistet ist».

Das Verbot gilt nach Ansicht des BGH nicht nur für die Satzung, sondern ausdrücklich auch für vertragliche Regelungen zwischen den Gesellschaftern (va shareholders' agreements), die wie ein gesellschaftsrechtlich eingeräumtes Hinauskündigungsrecht wirken<sup>694</sup>.

Anderes gilt jedoch, wenn für die Ausschlussklausel eine sachliche Rechtfertigung gefunden werden kann, wie das insbesondere bei Mitarbeiterbeteiligungsmodellen und einer mit dem Bestand des Arbeitsverhältnisses verknüpften Beteiligung der Fall ist<sup>695</sup>. Für den konkreten Fall der Beteiligung von Organmitgliedern des Vorstandes heißt dies in logischer Konsequenz, dass Mitgliedschaftsrechte an der Gesellschaft mit der Dauer der Bestellung zeitlich befristet gewährt werden können.

Koppensteiner<sup>696</sup> stimmt dieser Meinung für die österreichische Seite zu und führt einem noch liberaleren Standpunkt folgend unter Heranziehung des § 140 UGB<sup>697</sup> aus, dass bereits von Gesetzes wegen nach dem Umwandlungsgesetz<sup>698</sup> und dem Gesellschafterausschlussgesetz<sup>699</sup> ein voraussetzungs-

693 BGH, 3.5.1982 II ZR 78/81.

694 BGH, 9.7.1990 – II ZR 194/89, BGHZ 112, 103 ff (Kauf- und Abtretungsvertrag in dem der «auszuschließende» Gesellschafter ein bindendes Angebot zur Übertragung des Gesellschaftsanteils an den verbleibenden Mitgesellschafter abgibt).

695 Vgl BGH NZG 2005, 968, NZG 2005, 971, BGH DB 2005, 937 mit Anm Hohaus.

696 Koppensteiner/Rüffler, GmbHG<sup>3</sup>, Anh 71 Rn 15; so auch Friedrich Rüffler in Susanne Kalss/Friedrich Rüffler (Hrsg), Satzungsgestaltung in der GmbH – Möglichkeiten und Grenzen (2005) 82 f.

697 Der Ausschluss von Gesellschaftern kann demnach sowohl erschwert, als auch erleichtert werden. Ob in diesem Kontext auf das Erfordernis eines wichtigen Grundes verzichtet werden kann, ist nach Meinung Koppensteiner's jedoch zu verneinen. Vor allem Hinauskündigungen mit den von der deutschen Judikatur verwendeten Damokles-Schwert-Problematiken sind unwirksam, wenn nicht sachliche Rechtfertigung vorliegt (Koppensteiner in Straube, HBG I<sup>3</sup> § 140 Rz 16). Auch er folgt damit der deutschen Linie.

698 BGBl 1996/304 (= Art XIV EU-Gesellschaftsrechtsänderungsgesetz) idF BGBl I 2007/72 (GesRÄG 2007); danach ist es einer zumindest 90%igen Mehrheit durch Übertragung des Unternehmens auf den Hauptgesellschafter oder einer Nachfolgepersonen-

loser Ausschluss einer bis zu 10%igen Minderheit zulässig ist. Daher kann eine statutarisch festgelegte Klausel, die den Ausschluss einer ebensolchen Minderheit ermöglicht, ebenso wenig sittenwidrig sein, was ansonsten zur Folge hätte, dass die eine Hand des Gesetzgebers erlaubt, was die andere verbietet. Er kommt damit zu dem Ergebnis, dass durch den Gesellschaftsvertrag der grundlose Ausschluss von Beteiligungen bis zu 10 % vorgesehen werden kann. Bei größeren Geschäftsanteilen von über 10 % ist ein Ausschluss nur bei Vorliegen einer sachlichen Rechtfertigung zulässig. Sieht der Gesellschaftsvertrag keine Regelung der Abfindungshöhe vor, so ist gem § 306 ABGB der objektive Verkehrswert (Ertragswert) heranzuziehen<sup>700</sup>.

Die einzelfallabhängigen Abwägungen durch den BGH lassen nur in groben Zügen eine Entscheidungslinie erkennen. *Rüffler*<sup>701</sup> versucht mE erfolgreich ein Prinzip der Zulässigkeit zu formulieren, indem als Prämisse dem auszuschließenden Gesellschafter die Teilhabe an der Willensbildung der Gesellschaft durch die Ausschlussdrohung nicht faktisch genommen werden darf.

Als zwei mögliche Gruppen dieser Einschränkung lässt er einerseits die zeitlich begrenzte Ausschlussdrohung zu, die eine Art Probezeit eines neuen Gesellschafters gewährleisten soll. Die Beeinträchtigung der freien Willensbetätigung rechtfertigt sich hier durch einen auch im Gesellschaftsinteresse gelegenen Zweck, den die anderen Gesellschafter bzw der Ausschlussberechtigte verfolgen. *Rüffler* führt dazu eine BGH Entscheidung<sup>702</sup> an, die einen Geltungszeitraum von zehn Jahren als «bei weitem» zu lang erachtet, führt allerdings selbst keinen annehmbaren Standard an.

Andererseits sollen Gesellschafter, die die Mitgliedschaft nur deswegen erhalten haben, weil diese bloß unterstützende oder dienende Funktion in Hin-

---

gesellschaft möglich, eine höchstens 10 %-Minderheit hinauszukündigen (§§ 2 und 5 UmwG). Die Ausschlussmöglichkeit der Minderheit ist nicht Hauptzweck der Regelung des UmwG, wird aber vom Gesetzgeber bewusst eingeräumt. Der Umwandlungsbeschluss bedarf nach überwiegender Ansicht keiner besonderen sachlichen Rechtfertigung, ermöglicht also die voraussetzungslose Hinauskündigung einer Minderheit (vgl *Rüffler* in *Kalss/Rüffler*, Satzungsgestaltung, 82 Fn 60 mwN).

699 BGBl I 2006/75 (ÜBRÄG 2006); dieses Gesetz ist seit 20.5.2006 in Kraft und ermöglicht bei GmbH und AG einen squeeze out, wonach auf Verlangen des Hauptgesellschafters, der eine Beteiligung von mindestens 90 % halten muss, von der Generalversammlung die Übertragung der Anteile der übrigen Gesellschafter auf den Hauptgesellschafters beschlossen wird. Dies allerdings nur, soweit im Gesellschaftsvertrag nichts anderes vorgesehen ist.

700 OGH 25.9.2003, 2 Ob 189/01 k; aA *Nowotny* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Grundriss, Rn 4/314, der dem Abgehen vom Verkehrswert zustimmt, soweit dem Auszuschließenden ein Verschulden trifft (also im Fall eines bad leaver).

701 *Rüffler* in *Kalss/Rüffler*, Satzungsgestaltung, 87 f.

702 BGH, Urt. V. 8.3.2004 – II ZR 165/02 (OLG Karlsruhe) = NZG 2004, 569.

blick auf ein anderes Rechtsverhältnis darstellen, als wohl weniger gewichtig gewertet werden. *Rüffler* sieht hier vor allem die Verbindung zur Managementbeteiligung, die lediglich den Dienstvertrag eines Geschäftsführers ergänzen soll. In Anbetracht dieser Umstände sei beim Rechtsverhältnis zwischen Gesellschaft und Gesellschafter ein so deutliches Überwiegen der nicht kooperativen Komponente festzustellen, dass deren Beeinträchtigung durch eine Ausschlussklausel als im Verhältnis zum verfolgten Hauptzweck – also der Bindung der Person des Geschäftsführers an das von diesem geleitete Unternehmen – geringfügige und damit sachlich gerechtfertigte Einschränkung gewertet werden kann.

Der OGH hingegen ist bislang eine Antwort auf diesen Problemkreis schuldig geblieben. Selbst in einer jüngst ergangenen Entscheidung<sup>703</sup> um die gesellschaftsvertragliche Gestaltung des Ausschlusses eines Gesellschafters (Kommanditisten) unter Verzicht eines wichtigen Grundes ließ der OGH die Lösung – nach ausführlicher Darstellung der deutschen Rsp und Lehre – offen.

Dabei gilt jedenfalls zu bedenken, dass sämtliche Ausführungen nicht für die AG applikabel (und auch ursprünglich nur für Personengesellschaften und GmbH gedacht) sind, da bei dieser Gesellschaftsform der Verlust der Mitgliedschaft ausschließlich in Form der Kaduzierung, der Kapitalherabsetzung, Verschmelzung, Umwandlung oder Auflösung der AG erfolgen kann<sup>704</sup>. Die Anwendung erschiene auch systemwidrig, da die AG nicht personalistisch strukturiert ist und die Anteilsübertragung sehr viel leichter gestaltet werden kann. Dazu kommt, dass bei börsennotierten Aktiengesellschaften Optionsvereinbarungen, durch die sich Aktionäre zum Kauf oder Verkauf von Aktien verpflichten, eine Selbstverständlichkeit darstellen und somit auch nicht an einer sachlichen Rechtfertigung gemessen werden dürfen<sup>705</sup>.

Zusammenfassend ist daher zu sagen, dass für die Zulässigkeit der Ausschlussklausel, sieht man von der Bagatellklausel und einer etwaig vorliegenden sachlichen Rechtfertigung ab, entscheidend ist, ob sie auf einen wichtigen Grund abstellt oder nicht. Welche wichtigen Gründe über den § 140 UGB hinaus noch anerkannt sind, muss wiederum daran gemessen werden, warum bestimmte Fallkonstellationen sittenwidrig erscheinen: Wenn die Ausübung der Klausel im freien Ermessen liegt. Daher muss jeder Grund, der nicht von der Willkür der Ausschlussberechtigten abhängt, als den Ausschluss legitimierender wichtiger Grund anerkannt werden<sup>706</sup>. ME muss zusätzlich dem Gleichbehandlungsgebot der Gesellschafter genüge getan werden.

703 OGH 30.7.2007, 2 Ob 284/05m = ecolex 2007, 399.

704 *Kastner/Doralt/Nowotny*, Grundriss<sup>5</sup>, 286.

705 *Martinus/Stubert*, Venture-Capital-Verträge, Betriebs-Berater 2006, 1984.

706 *Rüffler* in *Kalss/Rüffler*, Satzungsgestaltung, 88; vgl *Schauer* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht, Rz 2/573, der ebenfalls der deutschen Rsp für Österreich folgt.

Hinsichtlich der Abfindungshöhe, die an die Ausscheidenden zu leisten ist, vgl unter Punkt 5.7. Würde aber der «Ausschluss ohne Grund» auch mit einer Buchwertklausel verbunden werden, so wäre das nach *Koppensteiner* und auch *Rüffler*<sup>707</sup> als sittenwidrig<sup>708</sup> anzusehen. Beide ziehen hier wieder den schlüssigen Vergleich zum § 2 Abs 2 Z 3 UmwG und dem § 2 GesAusG, wonach ein grundloser Ausschluss nur zu voller Abfindung zulässig ist.

Die Anwendung der Buchwertklausel hätte Sittenwidrigkeit des Ausschlusses nach § 879 ABGB zum Ergebnis. Rechtsfolge der Sittenwidrigkeit ist die Nichtigkeit der Entgeltsbestimmung. Diese ist von Amts wegen wahrzunehmen<sup>709</sup> und begründet ein Eintragungshindernis<sup>710</sup> eines solchen Gesellschaftsvertrages in das Firmenbuch. Obligatorische Vereinbarungen sind nicht durchsetzbar.

Formell ist zu bedenken, dass zwar die neuere öst Lehre die Formulierung einer Hinauskündigungsklausel bei der GmbH auch außerhalb des Gesellschaftsvertrages (also etwa in einem notariatsaktpflichtigen<sup>711</sup> shareholders' agreement) zulässt, jedoch die Rsp anderer Ansicht ist, was im Ergebnis die absolute Durchsetzbarkeit einer entsprechenden schuldvertraglichen Bestimmung verhindert<sup>712</sup>. Bei Personengesellschaften muss der Ausschluss aus wichtigem Grund gem § 140 UGB im Gesellschaftsvertrag geregelt werden.

707 *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG<sup>3</sup>, Anh 71 Rn 18 mwN; *Rüffler* in *Kalss/Rüffler*, Satzungsgestaltung, 83 f mwN; in der Regel erfolgt eine Bemessung der Abfindungshöhe in Fällen des good leavers zum Verkehrswert der Anteile, in bad leaver-Fällen häufig lediglich ein niedrigerer Wert (vgl *Hohaus/Inhexter*, Management-Beteiligungen, DStR 2003, 1766).

708 Hier hat der BGH wiederum einen liberaleren Ansatz gefunden und für ihn erscheint die Höhe der Abfindung für die Sittenwidrigkeit der Hinauskündigungsklausel als irrelevant, beide Aspekte seien strikt zu trennen. Ist die Abfindung etwa unangemessen niedrig, wird die Benachteiligung nach Treu und Glauben über eine Vertragsanpassung kompensiert und der Kündigende durch Bezahlung einer angemessenen Abfindung, deren Höhe durch den entscheidenden Richter anzupassen ist, an den ausscheidenden Gesellschafter verurteilt (*Martinius/Stubert*, Venture-Capital-Verträge, Betriebs-Berater 2006, 1982).

709 *Krejić* in *Rummel*<sup>3</sup>, ABGB § 879 Rz 248.

710 *G. Kodek* in *Kodek/Nowotny/Umfahrer* (Hrsg), Firmenbuchgesetz (2005) § 15 Rz 33.

711 Verpflichtungsverträge zu GmbH-Geschäftsanteilen sind notariatsaktpflichtig und haben außerhalb des Gesellschaftsvertrages nur obligatorische Wirkung (*Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG<sup>3</sup>, Anh 76 Rn 19).

712 *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG<sup>3</sup>, Anh 71 Rn 13 mwN; vgl dazu OGH 1Ob 135/06v vom 17.10.2006 mit krit Anm von *Reich-Rohrwig* mwN, in der der OGH seine ablehnende Haltung hinsichtlich Gesellschafterausschluss aus wichtigem Grund für das GmbH-Recht wiederholt und somit ausschließlich Fälle der Kaduzierung zulässt. Der OGH schließt also insofern das Vorliegen eines Dauerschuldverhältnisses und die damit verbundenen Gestaltungsmöglichkeiten außerhalb des Gesellschaftsvertrages für die GmbH aus.

*«Für die Mitglieder der Managementgruppe ist die Beteiligung an der Zielgesellschaft/am Finanzintermediär grundsätzlich an die Ausübung einer operativen Managementfunktion innerhalb der Zielgesellschaft gebunden.»*  
*«Eine rechtsgeschäftliche Veräußerung oder Übertragung oder Belastung der Geschäftsanteile der Managementgruppe an der Zielgesellschaft/am Finanzintermediär oder jede sonstige Beschränkung der Verfügungsgewalt über diese Geschäftsanteile bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung des Finanzintermediärs/der PE-Investoren.»*

## D. Mitveräußerungsrechte (Take Along Rights)

Mitveräußerungsrechte (take along rights, co sale rights, tag along rights) erlauben Gesellschaftern zu erzwingen, dass bei Anteilsveräußerungen an Dritte<sup>713</sup> nicht lediglich die Anteile einzelner Gesellschafter, sondern proportional die Anteile aller Gesellschafter veräußert werden. In Ergänzung zum Vorkaufsrecht wird hier die vorzeitige Realisierung von Kapitalgewinnen ermöglicht, allerdings eine ungleiche Verteilung unter den Gesellschaftern verhindert. Eine Variante mit Verschiebung der Balance kann dazu führen, dass PE-Investoren das Recht zugestanden wird, zuerst von ihnen selbst gehaltene Anteile zu veräußern<sup>714</sup>.

Mitveräußerungsrechte und Mitveräußerungspflichten (je nach Ausgestaltung mehr oder weniger zwingend für die Unternehmensgründer) sind für jene Fälle vorgesehen, in denen die Entwicklung der Zielgesellschaft nicht zufriedenstellend verlaufen ist und der Ausstieg über einen trade sale noch die relativ attraktivste Variante der Weiterführung darstellt. Zweck hinter dieser Bestimmung ist, dass Unternehmensanteile, die nicht die Unternehmensmehrheit darstellen, überdurchschnittlich weniger wert sind als ein Anteilspaket, mit dem die Mehrheit übernommen werden könnte. Die Unternehmensgründer verpflichten sich dabei, ihre Anteile entweder zur Gänze gemeinsam mit dem PE-Investor an einen zukünftigen Eigentümer mitzuverkaufen oder sich auf die Minderheit zurückzuziehen, um dadurch den Mehrheitserwerb zu ermöglichen. Dass die Vertragsbestimmung bei den Gründern, die seit der Anfangsphase nicht nur Kapital sondern auch viel Zeit und Emotionen in das Unter-

713 Dies wird vor allem deswegen so vorgesehen, um Missbrauch zu verhindern. Kein Mitverkaufsfall liegt beispielsweise vor, wenn ein PE-Investor seine Beteiligung, die er über einen seiner Finanzintermediäre hält, an einen anderen seiner Folgefonds veräußert. Weiters etwa dann nicht, wenn die Übertragung von Gesellschaftsanteilen innerhalb einer Unternehmensgruppe, von Gesellschaftergruppen oder an einen neuen Geschäftsführer erfolgen soll (vgl. Frick, Private Equity, Rz 1237).

714 Schefczyk, Erfolgsstrategien<sup>3</sup>, 51.

nehmen gesteckt haben, nicht immer auf Gegenliebe stößt, ist leicht nachvollziehbar<sup>715</sup>.

Take along rights bei qualifizierter Veräußerung erlauben den Gesellschaftern, bei bestimmten Veräußerungen (zB mindestens 75 % der Geschäftsanteile) durchzusetzen, dass nicht lediglich die Anteile bestimmter Gesellschafter, sondern proportional die Anteile aller Gesellschafter zu denselben Bedingungen veräußert werden können. Der Verkaufswillige hat also dafür zu sorgen, dass der Käufer auch bereit ist, die Anteile der übrigen Gesellschafter mit zu übernehmen, ansonsten im Extremfall der Verkauf untersagt werden kann<sup>716</sup>. Diese Regelung dient dem Minderheitenschutz und ist insbesondere dann erforderlich, wenn parallel einfache Mitveräußerungsrechte mit Präferenz für die PE-Investoren vereinbart wurden. Häufig verpflichten sich die Gesellschafter, eine Veräußerung von 100 % der Anteile anzustreben<sup>717</sup>. Es wird damit wirtschaftlich ein ähnliches Ergebnis wie bei einem Pflichtangebot für eine börsennotierte Gesellschaft nach einem Kontrollwechsel erzielt<sup>718</sup>.

Bei einer GmbH<sup>719</sup> kann diese Klausel im Gesellschaftsvertrag als auch im shareholders' agreement festgesetzt werden. Bei der AG bedarf es dazu der Einführung von vinkulierten Namensaktien, um dieses Recht außerhalb der Satzung zu vereinbaren. Im Gesellschaftsvertrag der AG ist die Verankerung von anderen Übertragungsrechten als der Vinkulierung nicht möglich. Bei Personengesellschaften gilt Vertragsfreiheit, jedoch bedarf es der Zustimmung aller Gesellschafter<sup>720</sup>.

Bei den Formerfordernissen der Vereinbarung gilt das zum Vorkaufsrecht Gesagte. Nachstehend ein Beispiel der praktischen Ausgestaltung eines take along right's:

*«Für den Fall, dass Gesellschafter (deren Anteile am nominalen Stammkapital mehr als 50 % erreichen) beschließen ihre Geschäftsanteile (teilweise) zu verkaufen, so haben diese Gesellschafter vor Veräußerung der Geschäftsanteile dafür Sorge zu tragen, dass den übrigen Gesellschaftern für die von ihnen gehaltenen Geschäftsanteile (im Verhältnis ihrer derzeitigen Beteili-*

715 Leitinger/Strobbach/Schöfer/Hummer, Venture Capital, 296.

716 Das Ergebnis einer empirischen Untersuchung in Deutschland zeigte auf, dass 67 % der befragten VC-Investoren in Deutschland, Österreich und der Schweiz Mitverkaufs-pflichten bei allen ihren Finanzierungen einsetzten, und, dass 19 % der Investoren von dieser Möglichkeit zumindest häufig Gebrauch machten (vgl. Lorenzo Trezzini, Finanzierungsstrukturierung im Venture Capital (2005) 285).

717 Schefczyk, Erfolgsstrategien<sup>3</sup>, 51.

718 Huber/Zandler, Exit Regelungen, ecolx 2007, 834.

719 Verpflichtungsverträge zu GmbH-Geschäftsanteilen sind notariatsaktpflichtig und haben außerhalb des Gesellschaftsvertrags nur obligatorische Wirkung (Koppensteiner/Rüffler, GmbHG<sup>3</sup>, Anh 76 Rn 19).

720 Kastner/Doralt/Nowotny, Grundriss<sup>5</sup>, 132 f.

gung entsprechenden Geschäftsanteiles) an der Zielgesellschaft ein zu den selben Konditionen (Kaufpreis und sonstige Modalitäten) gleichwertiges, unbedingtes Angebot vom potentiellen Erwerber unterbreitet wird.

Bietet der verkaufswillige Gesellschafter dem Finanzintermediär die vorgegebene Mitverkaufsmöglichkeit nicht, so hat der Finanzintermediär das Recht, vom verkaufenden Gesellschafter die Übernahmen seiner Anteile zur Gänze oder auch nur teilweise zu den selben Konditionen, wie sie dem verkaufenden Gesellschafter von dessen Käufer geboten wurden, zu verlangen. Ein allfälliger Anspruch auf Schadenersatz bleibt hievon unberührt.»

Zusätzlich:

«Der Finanzintermediär hat ein Mitverkaufsrecht hinsichtlich der von ihm gehaltenen Geschäftsanteile an der Zielgesellschaft bei rechtsgeschäftlichen Übertragungen von Geschäftsanteilen durch die Gründungsgesellschafter. Bei Überschreiten einer bestimmten Rendite trifft den Finanzintermediär die Pflicht, Rechtsgeschäften hinsichtlich der Übertragung von Geschäftsanteilen an der Gesellschaft durch die Gründungsgesellschafter zuzustimmen und auch die von ihm gehaltenen Geschäftsanteile mitzuverkaufen.»

«Für den Fall, dass der Erwerber, welcher den Geschäftsanteil zu übernehmen beabsichtigt, nicht bereit ist, den Geschäftsanteil auch des Mitgesellschafter zu übernehmen, hat die Übertragung durch sämtliche Gesellschafter an diesen Erwerber zu unterbleiben.»

## E. Mitveräußerungspflichten (Drag Along Rights)

Drag along Klauseln geben dem Investor das Recht, einen gemeinsamen Verkauf der Gesellschaft zu erzwingen. Anders als in den «klassischen» Fällen der Hinauskündigung gehen die Anteile des Ausgeschlossenen nicht an die den Ausschluss betreibenden Gesellschafter (also hier die PE-Investoren), sondern an einen Dritten<sup>721</sup>. Wie bereits dargestellt<sup>722</sup>, gilt das Verbot der freien Hinauskündigung zunächst unabhängig davon, ob das drag along Recht in der Satzung der Gesellschaft oder einer neben dem Gesellschaftsvertrag getroffenen schuldrechtlichen Vereinbarung im Rahmen von shareholders' agreements

721 Dies wird vor allem deswegen so vorgesehen, um Missbrauch zu verhindern. Kein Mitverkaufsfall liegt beispielsweise vor, wenn ein PE-Investor seine Beteiligung, die er über einen seiner Finanzintermediäre hält, an einen anderen seiner Folgefonds veräußert. Weiters etwa dann nicht, wenn die Übertragung von Gesellschaftsanteilen innerhalb einer Unternehmensgruppe, von Gesellschaftergruppen oder an einen neuen Geschäftsführer erfolgen soll (vgl. *Ulysses von Salis-Lütolf*, Private Equity Finanzierungsverträge (2002) Rz 1238; *Rupert Pearce/Simon Barnes*, Raising Venture Capital (2006) 209).

722 Vgl dazu unter Punkt V.C.

verankert ist. Entscheidend ist allein, dass die Mitverkaufspflicht den Ausschluss eines Gesellschafters bewirkt. Darüber hinaus verbleiben beim drag along Mechanismus auch die PE-Investoren nicht in der Gesellschaft, sondern verkaufen ebenfalls<sup>723</sup>.

Die Mitverkaufspflicht ist ein doppelt suspensiv bedingtes<sup>724</sup> Kaufrecht zugunsten Dritter<sup>725</sup>, das rechtlich als (einseitig verpflichtender) Vorvertrag zugunsten Dritter zu qualifizieren ist. Es empfiehlt sich, im shareholders' agreement festzuhalten, dass dem Dritten kein selbständiges Kaufrecht iSv § 881 Abs 2 ABGB zusteht. Die doppelte Bedingung besteht insoweit, als dass das Kaufrecht einerseits vom Mitverkaufsfall und andererseits vom Willen der berechtigten Partei (in concreto meist der im Exit befindliche PE-Investor) zur Auslösung der Mitverkaufspflicht abhängt<sup>726</sup>.

Diese Form der Mitveräußerungspflichten erlaubt Gesellschaftern, bei einem Gesamtkaufangebot unter bestimmten Bedingungen alle Gesellschafter zu zwingen, ihre Anteile zu veräußern. Hierdurch soll verhindert werden, dass Minderheiten die Veräußerung der Beteiligung verhindern bzw verzögern, indem sie entweder individuelle Bedingungen für die Veräußerung stellen oder aber die Bereitschaft zur Veräußerung verweigern, während der Käufer nur an 100 % der Geschäftsanteile interessiert ist<sup>727</sup>. Mitverkaufspflichten können in der Praxis aber auch unterschiedlich stark ausgestaltet sein. Teilweise steht es im Belieben des Berechtigten, wie viele Anteile die anderen Gesellschafter mitverkaufen müssen, oder aber die Anzahl der «verkaufspflichtigen» Anteile auf einen prozentualen Anteil des eigenen Anteils des Berechtigten beschränkt ist<sup>728</sup>.

Auch wenn diese speziellen Sachverhaltsmerkmale einen gravierenden Unterschied zu den bereits erörterten leave Klauseln darstellen, so hindern sie nicht an einem weitergehenden Vergleich von drag along Vereinbarungen an den Grundsätzen, die für Hinauskündigungen erstellt wurden. Beide Konstellationen müssen im Kern hinsichtlich Schutz des ausscheidenden Gesellschafters geprüft werden. Auch hier wird es dem ausscheidenden Gesellschafter genommen, selbständig über sein Ausscheiden aus der Gesellschaft entscheiden

---

723 *Martinus/Stubert*, Venture-Capital-Verträge, Betriebs-Berater 2006, 1981.

724 Dh aufschiebend bedingt.

725 Es genügt, wenn der Dritte, zu dessen Gunsten der Vertrag geschlossen wird, bestimmbar ist. Das ist auch hier der Fall, wenn der Dritte durch seine Funktion als Käufer beschrieben ist (vgl OGH 29.4.2003, 4 Ob 61/03 d in ecolex 2003, 751).

726 *v. Salis-Lütolf*, Finanzierungsverträge, Rz 1222; *Frick*, Private Equity, Rz 1231.

727 Das Ergebnis einer empirischen Untersuchung in Deutschland zeigte auf, dass 66 % der befragten VC-Investoren in Deutschland, Österreich und der Schweiz Mitverkaufspflichten bei allen ihren Finanzierungen einsetzten und, dass 24 % der Investoren von dieser Möglichkeit zumindest häufig Gebrauch machten (vgl *Trezzini*, Finanzierungsstrukturierung, 280).

728 *Schefczyk*, Erfolgsstrategien<sup>3</sup>, 51; *Ziegert*, VCB, 170.



zu können und andererseits lediglich bei Vorliegen wichtiger oder vereinbarter wichtiger Gründe gegen seinen Willen aus der Gesellschaft ausgeschlossen zu werden. Aus der Sicht des betroffenen Gesellschafters wirkt die Mitveräußerung wie eine Hinauskündigung, da sie die Gesellschafterstellung des ausscheidenden Gesellschafters gegen seinen Willen beendet. Standardmäßig schützen sich Minderheitsgesellschafter durch Vereinbarung eines Mindestpreises oder einer Mindestinvestitionsperiode, innerhalb derer ein drag along noch nicht oder nur bei Erzielung einer erhöhten Rendite durchgeführt werden kann.

*Martinus/Stubert*<sup>729</sup> vertreten hierbei den wirtschaftspolitisch liberalst möglichen Standpunkt, als dass Mitverkaufspflichten ihrer Meinung nach im Ergebnis jedenfalls an hinreichend konkrete Tatbestandsmerkmale anknüpfen. Dies schließe demnach eine willkürliche Kündigung aus, sodass Handeln im freien Ermessen jedenfalls ausschließbar sei. Weiters ist von vorneherein klar, dass der PE-Investor nicht durch Dividenden, sondern ausschließlich bei einem erfolgreichen Exit von seinem Engagement profitiert. Da der PE-Investor bei einem Misserfolg in der Regel auch einen höheren Betrag, als die Gründungsgesellschafter (vor allem bei start up Finanzierungen) verliert, wird das drag along Recht zu einem wichtigen Instrument, um das Investitionsrisiko kontrollieren zu können. Die Ausübung dessen wird jedenfalls auf Grundlage wirtschaftlicher Kriterien erfolgen und erscheint angesichts der geschilderten Risikostruktur einer PE-Beteiligung sachlich gerechtfertigt.

Diesem Standpunkt ist mE zu folgen, wobei jedenfalls das Prüfungsschema, wie es bei leaver Klauseln aufgestellt wurde, anzuwenden ist: Bagatellklausel, sachliche Rechtfertigung, freies Ermessen, Abfindungshöhe. Wiederum muss mE das Gebot der Gleichbehandlung der Gesellschafter berücksichtigt werden. Hinsichtlich der formellen Anforderungen der Verankerung einer drag along Klausel sind ebenfalls die Ausführungen zur leaver Klausel heranzuziehen.

Dennoch muss es dem Verpflichteten möglich sein, die Durchsetzung einer drag along Klausel einer Überprüfung zuzuführen, um rechtsmissbräuchliche Ausübung ausschließen zu können. Die Klausel steht an sich einer call Option nahe, deren Ausübungspreis von einem Dritten (dem Erwerber) festgelegt wird<sup>730</sup>. Es muss daher möglich sein, dass mit der Klausel in Verbindung stehende Transaktionen, die etwa durch mit dem Mehrheitsgesellschafter nahe stehenden Personen erfolgen und die Möglichkeit eines opportunistischen Gesellschafterausschlusses bieten, aus dem Anwendungsbereich der Klausel ausgeschlossen werden oder die inhaltliche Angemessenheit der Transaktion von unabhängiger dritter Seite bestätigt wird<sup>731</sup>.

729 *Martinus/Stubert*, Venture-Capital-Verträge, Betriebs-Berater 2006, 1982 f.

730 Vgl § 1056 ABGB.

731 *Huber/Zandler*, Exit Regelungen, ecolex 2007, 836.

Formell ist aufgrund der Nähe zu Hinauskündigungsklauseln auch hier zu bedenken, dass zwar die neuere öst. Lehre die Formulierung einer Hinauskündigungsklausel bei der GmbH auch außerhalb des Gesellschaftsvertrages (also etwa in einem notariatsaktpflichtigen<sup>732</sup> shareholders' agreement) zulässt, jedoch die Rsp. anderer Ansicht ist, was im Ergebnis die absolute Durchsetzbarkeit einer entsprechenden schuldvertraglichen Bestimmung verhindern könnte<sup>733</sup>. Bei Personengesellschaften muss der Ausschluss aus wichtigem Grund gem. § 140 UGB im Gesellschaftsvertrag geregelt werden. Dazu nachstehendes Beispiel:

*«Für den Fall, dass Gesellschafter, deren Geschäftsanteile 75 % des nominalen Stammkapitals erreichen, beschließen ihre Geschäftsanteile zu verkaufen, sind die verbleibenden Gesellschafter verpflichtet, ihre Geschäftsanteile mitzuverkaufen.»*

*«Diese Mitveräußerungspflicht wird durch die Übergabe einer Verwertungsvollmacht und treuhändige Hinterlegung der Aktien der Zielgesellschaft abgesichert.»*

*«Für den Fall, dass der Finanzintermediär ein Anbot auf Übertragung seines gesamten Geschäftsanteils – und nicht nur eines Teils davon – gegenüber einem Erwerber angenommen hat, ist der Finanzintermediär nach eigenem Ermessen berechtigt, indem er eine drag along Benachrichtigung an die Gründungsgesellschafter übermittelt, von diesen zu verlangen, dass diese ihre gesamten Geschäftsanteile an den Erwerber zum aliquot gleichen Preis und zu den selben Bedingungen verkauft, zu denen auch der Finanzintermediär seinen Geschäftsanteil an den Erwerber verkauft. Dies jedoch nur unter der Voraussetzung, dass zumindest der Kaufpreis erzielt wird, der dem Wert von € XXX entspricht, zuzüglich einer Verzinsung von 10 % Internal Rate of Return.»*

---

732 Verpflichtungsverträge zu GmbH-Geschäftsanteilen sind notariatsaktpflichtig und haben außerhalb des Gesellschaftsvertrages nur obligatorische Wirkung (Koppensteiner/Rüffler, GmbHG<sup>3</sup>, Anh 76 Rn 19).

733 Koppensteiner/Rüffler, GmbHG<sup>3</sup>, Anh 71 Rn 13 mwN; vgl. dazu OGH 10b 135/06v vom 17.10.2006 mit krit. Anm. von Reich-Rohrwig mwN, in der der OGH erst kürzlich seine ablehnende Haltung hinsichtlich Gesellschafterausschluss aus wichtigem Grund für das GmbH-Recht wiederholt, somit ausschließlich Fälle der Kaduzierung zulässt. Der OGH schließt also insofern das Vorliegen eines Dauerschuldverhältnisses und die damit verbundenen Gestaltungsmöglichkeiten außerhalb des Gesellschaftsvertrages für die GmbH aus.

## F. Russian Roulette Clause

In besonderen Fällen kann es auch sinnvoll sein, für bestimmte Fallkonstellationen (zB Nichterreichen von Meilensteinen bei milestone Finanzierungsrunden, grundlegender Dissens über die Geschäftspolitik) eine wechselseitige put/call Option vorzusehen, die den Ausstieg einer der Parteien herbeiführt. Bevor es also aufgrund unterschiedlicher Interessen der Gesellschafter zu einem Entscheidungsstillstand (deadlock) kommt, der offenbar nicht in angemessener Frist im Verhandlungswege ausgeräumt werden kann, ist es wirtschaftlich sinnvoll, das Engagement zu bereinigen, indem einer der Gesellschafter seine Beteiligung auf den anderen Gesellschafter überträgt und dieser eventuell im Alleingang wertsteigernde Reorganisationen in der Zielgesellschaft vornehmen kann<sup>734</sup>. Vorderhand ist somit eine Ähnlichkeit zur drag along Klausel erkennbar, doch werden im Gegensatz zu dieser hier Elemente der freiwilligen als auch der erzwungenen Übertragung kombiniert.

Diese Regelung sieht das Recht jeder Seite vor, der jeweils anderen Partei alle ihre Anteile zu einem vom Anbieter frei zu bestimmenden Preis anzubieten; nimmt die andere Partei dieses Angebot nicht innerhalb einer festzulegenden Frist an, ist sie ihrerseits verpflichtet, ihre Anteile zu dem von der Gegenseite genannten Preis an diese zu verkaufen<sup>735</sup>. Diese show down Klausel (nur ein Gesellschafterstamm bleibt übrig) reguliert den Preis sachgerecht von allein, da jeder, der von der put Option<sup>736</sup> Gebrauch macht (also verkaufen will), seinerseits damit rechnen muss, sich für diesen Preis eine call Option<sup>737</sup> einzuhandeln (also die Anteile des anderen kaufen zu müssen). In der Folge

734 Norbert Schulte/Jürgen J. Sieger, «Russian Roulette» und «Texan Shoot Out» – Zur Gestaltung von radikalen Ausstiegsklauseln in Gesellschaftsverträgen von Joint-Venture-Gesellschaften (GmbH und GmbH & Co. KG), NZG 2005, 24 (24 f).

735 Diese Lösung basiert auf einem arabischen Märchen, wonach ein reicher Scheich seinen beiden Söhnen eine testamentarische Auflage machte, wonach der ältere Sohn den gesamten Nachlass in zwei Teile scheiden sollte. Der Jüngere durfte nach der Auflage seinen Teil wählen (vgl. Roger Groner, *Private Equity – Recht* (2007) Fn 1741).

736 An dieser Stelle bietet sich hier und an der folgenden Fußnote die Darstellung von put- und call-Optionen an, welche einen nicht unwichtigen Stellenwert bei PE-Finanzierungen einnehmen. Die put-Option stellt eine Kaufspflicht für den Verpflichteten dar. Diese kann dann interessant sein, wenn es für den verkaufswilligen Gesellschafter schwierig erscheint, einen erwerbsbereiten Dritten zu finden. Gerade wenn es sich um Minderheitsanteile handelt, dürfte der Anreiz für außenstehende Dritte, sich an der Zielgesellschaft zu beteiligen, gering sein.

737 Die call-Option stellt ein Kaufrecht dar, anders ausgedrückt: Eine Verkaufspflicht des Verpflichteten. Dieses Recht wird für den Fall des Eintritts eines bestimmten Ereignisses vorgesehen. Voraussetzung ist, dass der Kaufpreis bestimmt oder wenigstens bestimmbar ist. Da es sich hierbei wiederum um einen Sachverhalt der Hinauskündigung handelt, ist mE wiederum das zu den leaver-Klauseln erstellte Prüfungsschema anzuwenden.

wird dadurch auch der kaufenden Partei der Verbleib in der Investition erleichtert, weil sie nun allein über die Zukunft der Zielgesellschaft entscheiden kann. Schließlich erweist sich in praxi der Wunsch nach einer freiwilligen, zügigen und lautlosen Übertragung aller Anteile auf einen Gesellschafter durch einen von den Parteien ad hoc auszuhandelnden Vertrag häufig als bloße Illusion, wenn bereits Streitatmosphäre herrscht<sup>738</sup>. Ohne vertragliche Lösung einer Pattsituation kommt nur ein langwieriges Gerichtsverfahren (die wahrscheinliche Variante) oder eine nachträgliche Einigung (die unwahrscheinliche Variante) zur Lösung des Spannungsverhältnisses in Frage<sup>739</sup>.

In der Regel werden russian roulette Klauseln<sup>740</sup> gegenseitig eingeräumt, dh beide Parteien sind berechtigt, den Mechanismus auszulösen. Mit der Auslösung der Option hat es der erste Gesellschafter nicht mehr in der Hand, ob er verkaufen oder kaufen muss. Er muss somit die Finanzierung des Kaufes bereits organisiert haben, obwohl er auch als Verkäufer enden kann<sup>741</sup>.

Als abgeschwächte Untervariante ist einerseits die buy or give a call Option möglich, bei der die Ablehnung des Angebots des ersten Gesellschafters lediglich zu einem Angebot des zweiten Gesellschafters über den Verkauf seiner Anteile an den ersten Gesellschafter führt, das der erste Gesellschafter ablehnen oder annehmen kann. Andererseits ist ein blind bids Verfahren möglich, bei dem die Parteien sich gleichzeitig gegenseitig Angebote für die Anteile der anderen Parteien unterbreiten, ohne zu wissen, wie hoch die Angebote der anderen Parteien sind. Das höchste Angebot erhält den Zuschlag<sup>742</sup>.

738 Wolfgang Weitnauer, Der Beteiligungsvertrag, NZG 2001, 1065 (1072); Schulte/Sieger, Ausstiegsklauseln, NZG 2005, 25; Ursula Ley/Norbert Schulte, Joint-Venture-Gesellschaften (2003) 220.

739 Groner, Private Equity, 371.

740 Auch shoot out-/shotgun-/show down- oder buy or put-Klausel genannt. Sämtliche dieser Formen haben strukturelle Parallelen und werden daher nicht gesondert dargestellt. Unterschiede bestehen in den Ausübungswahlrechten und der Höhe des Ausübungspreises. Die Literatur behandelt diese Klausel vor allem im Bereich von joint venture Gesellschaften und zieht als Lehrbeispiel stets die Zwei-Personengesellschaft mit 50:50 Beteiligungen heran. Doch kann es durchaus auch im Bereich von PE-Finanzierungen zur Anwendung dieser Exit-Klausel kommen, die dennoch als äußerst brutal einzustufen ist und daher nur ungern vereinbart wird, zumal ein eher unsicheres Klima der Zusammenarbeit entstehen kann. Die Anwendung beschränkt sich daher auf Bereiche des high risk investments.

741 v. Salis-Lütolf, Finanzierungsverträge, Rz 1231 f; steht allerdings von vorneherein fest, dass die verpflichtete Partei nicht über die finanziellen Mittel zum Kauf der Aktien der berechtigten Partei verfügt, und auch nicht oder nicht rechtzeitig andere Investoren beizuziehen vermag, kann die berechnigte Partei die andere mit einem zu tief angesetzten Preis aushebeln (v. Salis-Lütolf, Finanzierungsverträge, Rz 1238).

742 Christian J. Meier-Schatz, Kooperations- und Joint-Venture-Verträge (1994) 50 f; v. Salis-Lütolf, Finanzierungsverträge, Rz 1234 f.

Zivilrechtlich handelt es sich um einen zweigliedrigen bedingten Kaufvertrag. Der erste Gesellschafter muss ein Angebot zum Verkauf seiner Anteile an den zweiten Gesellschafter zu einem vom ersten Gesellschafter bestimmten Preis vorlegen. Im Anschluss kann der zweite Gesellschafter dieses Angebot annehmen. Das Besondere ist die Preisbestimmung, denn in dem Moment, wo der bedingte Kaufvertrag zustande kommt, ist der Preis objektiv bestimmbar: es ist der Preis des Angebots des ersten Gesellschafters. Der Preis muss nicht im Voraus bestimmt werden, da die Kombination als Selbstregulierungsmechanismus wirkt.

Falls der zweite Gesellschafter das Angebot des ersten Gesellschafters annimmt, kommt zu diesem Zeitpunkt ein normaler Kaufvertrag zustande, der eventuell bereits im Vorfeld in Teilen festgelegt wurde<sup>743</sup>.

Primär wichtigster Zweck der Klausel ist aber offenkundig die Durchführung eines zügigen und lautlosen fast track Beteiligungskaufes. Möglichst ohne Aufwand, Kosten und Zeitverlust sollen die Anteilsverhältnisse verschoben werden, was sich mit der Grundidee einer AG oder auch von Personengesellschaften problemlos vereinbaren lässt. Was geschieht jedoch im Anwendungsbereich der GmbH<sup>744</sup>, deren gesetzliche Struktur eine erschwerte Übertragung der Geschäftsanteile vorsieht, ja eine Immobilisierung derselben zum Ziel hat<sup>745</sup>.

Sämtliche Verpflichtungs- als auch Verfügungsgeschäfte über Geschäftsanteile wie auch Verpflichtungen über künftige Übertragung des Geschäftsanteiles sind notariatsaktpflichtig. Eine russian roulette Klausel fällt daher auch unter diese Formpflicht. Leidet also das zugrundeliegende Verpflichtungsgeschäft an einem Formmangel, so ist auch das (formgerechte) Verfügungsgeschäft ungültig. Zusätzlich ist zu beachten, dass Angebot und Annahme, so diese nicht in ein und demselben Dokument erfolgen, ebenso jeweils einen Notariatsakt erfordern<sup>746</sup>. Das bedeutet im Ergebnis, dass die Klausel an sich jedenfalls, sei es im Gesellschaftsvertrag oder im shareholders' agreement, einen Notariatsakt erfordert.

Die Rechtsprechung erfordert aber überwiegend auch für das Verfügungsgeschäft die Wahrung der Notariatsaktform und zwar auch dann, wenn ein

743 v. Salis-Lütolf, Finanzierungsverträge, Rz 1239 f.

744 Wichtig ist auch der Verkauf von Anteilen an einer GmbH & Co KG, bei der in der Regel auch die Anteile der Komplementär-GmbH übergehen.

745 Vgl dazu unter Punkt II.A.4., insbes FN 123.

746 Koppenteiner/Rüffler, GmbHG – Kommentar<sup>3</sup> § 76 Rn 17 ff mwN; ein *Verpflichtungsgeschäft* ist auf eine künftige Leistung gerichtet, es wirkt aber noch nicht auf bestehende Rechte ein (zB Kaufvertrag); ein *Verfügungsgeschäft* hingegen wirkt unmittelbar auf ein bestehendes Recht ein, indem es Rechte überträgt, aufhebt oder beschränkt (bei der GmbH die Firmenbucheintragung, bei Inhaberaktien etwa die Übergabe der Aktienpapiere) (vgl Koziol/Welser, Bürgerliches Recht<sup>13</sup> I (2006) 117 ff).

formgültiges kausales Grundgeschäft vorliegt. Mängel des Verfügungsgeschäftes können nicht geheilt werden<sup>747</sup>.

All diese Anforderungen laufen aber dem System des schnellen Geschäftes zuwider, erscheinen in concreto äußerst unpraktikabel und erhöhen die Kosten.

Zusätzlich stellt sich die Frage, ob die fehlende Kaufpreisnennung in der Klausel zu Problemen führen könnte. Da sich aber der Zweck der Immobilisierung und Klarstellung nicht auf die Gegenleistung erstreckt, muss dieser auch nicht angeführt werden. Selbst ein vorweg festgelegter, später nicht übernommener beurkundeter Pauschalpreis oder dessen Berechnungsmethode schadet nicht. Lediglich die genaue Bezeichnung des Geschäftsanteils, des Veräußerers und des Erwerbers sind ausreichend und verpflichtend<sup>748</sup>.

Jedenfalls stellt sich auch die Frage, ob ein Gericht einem streitigen Verfahren um Einhaltung einer russian roulette Klausel uneingeschränkt zur Durchsetzung verhelfen würde. Rechtliche Ansatzpunkte für entsprechende Zweifel sind das Verbot der Hinauskündigung oder eine Kündigungsbeschränkung durch faktisch erfolgende Beschränkung der Abfindungshöhe.

Schon auf den ersten Blick ist erkennbar, dass die Klausel an sich keine Einschränkung des Kündigungsrechts darstellt, sondern eine Form der Kündigung ermöglicht. Lediglich die vertragliche Vereinbarung einer cool down Periode nach Ausübung der Klausel bis zum signing bzw closing wird in praxi vereinbart, beträgt aber in der Regel nur wenige Wochen und ist daher nicht als übermäßige Kündigungsbeschränkung einzustufen<sup>749</sup>. Überlange Zeitperioden zwischen signing und closing des Kaufvertrages sollten allein wegen des Vorhabens schneller Kontrollerlangung ausgeschlossen werden können.

Es können aber Parallelen zur Hinauskündigung<sup>750</sup> erkannt werden. Da der zweite Gesellschafter die Wahl hat, zu kaufen oder zu verkaufen, liegt vorderhand keine übermäßige Bindung einer Vertragspartei vor, wie sie etwa bei der drag along Klausel erörtert worden ist. Weiters erfolgt die Trennung der Gesellschafter. Entweder, weil ein Miteinander nicht mehr möglich ist und damit in sachlich gerechtfertigter Weise, oder aber es kann zumindest argumentiert werden, dass der ausübende Gesellschafter sicherlich nicht aus reiner Willkür heraus handelt. Um auch dem Aspekt der Gleichbehandlung innerhalb der

---

747 *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG – Kommentar<sup>3</sup> § 76 Rn 26 f mwN; aA offenbar *Nowotny* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht, Rz 4/307.

748 *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG – Kommentar<sup>3</sup> § 76 Rn 20 mwN.

749 Vgl AC 3033 Entsch. V. 23. Mai 1911, R VII 96/11, womit eine zeitliche Übertragungsbeschränkung von GmbH-Anteilen an Nichtgesellschafter für einen Zeitraum von fünf Jahren ab Gründung der Gesellschaft als zulässig erachtet worden ist. Vorliegender Zeitraum erscheint daher mE jedenfalls als unproblematisch. Vgl dazu unter Punkt V.K.

750 Vgl dazu unter Punkt V.C.

Gesellschaft gerecht werden zu können, muss die Klausel so ausgestaltet sein, dass sie alle Gesellschafter gleichmäßig trifft.

Als letzter wichtiger Punkt ist noch die Abfindungshöhe des Ausscheidenden zu prüfen, die ja im Bereich des Buchwertes als sittenwidrig und damit in der Folge als nichtig einzustufen ist<sup>751</sup>. Das klassische russian roulette enthält jedoch gerade keine Beschränkung auf Zahlung (nur) des Buchwertes oder eines anderen Betrages. Vielmehr bleibt die Festlegung des Preises den Parteien unbeschränkt vorbehalten, die bei der Ausübung der Ausstiegsoption den fairen Preis bieten werden, um nicht selbst zu einem unvernünftig niedrigen Preis ausgekauft zu werden<sup>752</sup>. Gerade die Bewertung der Geschäftsanteile bereitet oft große Schwierigkeiten und nimmt wertvolle Zeit in Anspruch. Durch die Klausel ist der kündigende Teil gezwungen, einen fairen Preis vorzuschlagen. Diese Klausel ist aber nur da sinnvoll, wo beide Parteien Interesse an den Geschäftsanteilen haben und das Unternehmen allein fortführen können<sup>753</sup>.

Eine abschließende kurze Betrachtung soll eine mögliche nahe Verwandtschaft mit dem Glücksspielvertrag erörtern. Vor allem der Name der Klausel lässt dies vermuten. Jedoch ist festzuhalten, dass im Wirtschaftsleben mit vielen Verträgen ein Wagnis verbunden ist: Eine Verlust- oder Gewinnmöglichkeit. Sofern es dabei nur um Motive des Vertragsabschlusses geht, steht kein Glücksvertrag zur Diskussion. Wer etwas in der Hoffnung kauft, es mit Gewinn weiterveräußern zu können, schließt keinen Glücksvertrag. Beim Glücksvertrag gehört das aleatorische Moment zum Vertragsinhalt, es ist unmittelbarer Vertragsgegenstand bzw Hauptzweck des Vertrages<sup>754</sup>. Konkret wird das Angebot jedoch gemacht, da eine weitere Zusammenarbeit nicht gedeihlich erscheint und das Investment daher an Wert verlieren könnte. Das spekulative Element wird bestenfalls zum sekundären Faktor. Es liegt auch den Zielen des PE-Investors fremd, opportunistische Exit-Möglichkeiten zum Zweck seiner Rendite-Vorgaben zu machen. Vor allem, wenn er dabei Gefahr läuft, Anteile selbst übernehmen zu müssen, was den Zeithorizont einer Portfoliobereinigung weiter nach hinten schieben würde.

751 *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG<sup>3</sup>, Anh 71 Rn 18 mwN; *Rüffler* in *Kalss/Rüffler* (Hrsg), Satzungsgestaltung, 83 f mwN.

752 *Schulte/Sieger*, Ausstiegsklauseln, NZG 2005, 29.

753 *Klaus Langefeld-Wirth*, Joint Ventures im internationalen Wirtschaftsverkehr (1990) 156 ff; auch three-way oder multiple-way russian roulette können umgesetzt werden, werden aber aufgrund der Vielzahl von Parametern schnell unübersichtlich und damit der Prämisse einer schnellen Durchsetzung nicht gerecht (*Schulte/Sieger*, Ausstiegsklauseln, NZG 2005, 30).

754 *Krejci* in *Rumme*<sup>3</sup>, ABGB § 1274 Rz 4; *Wolff* in *Klang*, Kommentar zum ABGB V (1978), 982; so auch *Stadler* in *Jauernig* (Hrsg), Kommentar zum BGB<sup>12</sup> (2007) § 762 BGB Rn 2; *Reiner Schulze* in *Schulze/Dörner/Ebert* (Hrsg), BGB<sup>5</sup> (2007), § 762 Rz 2.

Die Einstufung als Glücksvertrag hätte zur Folge, dass die Leistung als Naturalobligation<sup>755</sup> einzustufen wäre. Das heißt einerseits, dass die Verbindlichkeit nicht eingeklagt und andererseits, dass die überbrachte Leistung nicht zurückgefordert werden kann, sohin «Schuld ohne Haftung»<sup>756</sup>.

Beispiel einer russian roulette Klausel:

*«Im Fall einer Kündigung hat die kündigende Vertragspartei in ihrer Kündigung einen Preis für ihre Gesellschaftsanteile zu nennen. Innerhalb von 60 Tagen nach Erhalt der Kündigung hat die andere Partei die Option, entweder zu dem vorgenannten in der Kündigung enthaltenen Preis die Gesellschaftsanteile der kündigenden Partei zu kaufen oder der kündigenden Partei ihre eigenen Gesellschaftsanteile zu demselben Preis zu verkaufen.»*

## G. Liquidations-/Veräußerungspräferenzen

Liquidationspräferenzen sorgen bei Veräußerung (oder Auflösung) einer Zielgesellschaft dafür, dass der PE-Investor einen größeren Anteil des Erlöses erhält, als seiner Beteiligung entspricht. Da der Investor in wesentlich höherem Maße als die Gründer Barmittel einbringt, soll er auch die Möglichkeit haben, vorrangig befriedigt zu werden und somit stellt diese Klausel eine Art direkten Investmentschutz dar<sup>757</sup>. Es handelt sich somit um eine vom Grundsatz der Verteilung des Liquidationserlöses nach Maßgabe der Gesellschaftsanteile abweichende Verteilung des Erlöses. Im Grundfall wird dem Investor der jeweils letzten Finanzierungsrunde zugesichert, dass dieser zuerst seinen Einsatz zurückerhält. Jedenfalls aber lassen sich PE-Investoren den von ihnen investierten Betrag zurückzahlen, bevor andere Gesellschafter zum Zug kommen. Investorenfreundlichere Varianten sichern dem PE-Investor eine bestimmte Mindestrendite oder (unabhängig von der Investitionsdauer) ein Mehrfaches des Investments zu. Altgesellschafterfreundlichere Varianten erlauben den Altgesellschaftern vor der Resterlösverteilung nach Anteilen ebenfalls eine

---

755 Vgl § 1271 ABGB.

756 Koziol/Welser, Bürgerliches Recht<sup>13</sup> II (2007) 12, 270 f mwN; Ausnahme besteht bei Hinterlegung der Leistung bei einem Dritten.

757 Dabei darf allerdings nicht übersehen werden, dass die Aufteilung des Restvermögens unter den Gesellschaftern bei der GmbH gem § 91 Abs 3 GmbHG erst nach dreimonatiger Wartefrist nach durchgeführtem Gläubigeraufruf erfolgen darf. Bei der AG hat gem § 208 AktG eine dreimalige Aufforderung an die Gläubiger zu ergehen die jeweiligen Forderungen anzumelden. Die Vermögensverteilung an die Aktionäre kann gem § 213 AktG erst nach einem Sperrjahr ab letzter Aufforderung erfolgen. Weniger problematisch erscheint die Liquidation von Personengesellschaften, bei denen gem § 155 Abs 2 UGB schon während der Liquidation das *entbehrliche Geld* an die Gesellschafter *vorläufig* verteilt werden kann.



Präferenz («catch up»), sobald eine bestimmte Mindestrendite für den Investor erreicht ist. Abgesehen von dem (eher seltenen) Fall, dass noch nennenswerte Barmittel vorhanden sind, kann es auch sein, dass die Gesellschaft ihren Geschäftsbetrieb ganz oder zum Teil veräußert. Dann greift die Liquidationspräferenz bei Verteilung des Erlöses aus diesem Verkauf. Gerade bei Notverkäufen hat der PE-Investor ein besonders starkes Interesse an der Vorabzufriedenstellung<sup>758</sup>.

Die Liquidationspräferenz gibt es in zwei Formen. Von Liquidationspräferenzen im engeren Sinn spricht man, wenn die Anteile der bevorrechteten Gesellschafter im Gesellschaftsvertrag mit einem Vorzug bei der Liquidation ausgestattet sind<sup>759</sup>. Derartige Vorzüge sind bei der AG (§ 212 AktG) wie auch bei der GmbH (§ 91 Abs 3 GmbHG) möglich. Bei den Personengesellschaften ist die Möglichkeit der Abfindung bei Liquidation mit einem Mehrbetrag aufgrund des Fehlens von strikten Kapitalaufbringungs- und -erhaltungsregeln noch weniger problematisch und muss im Gesellschaftsvertrag festgehalten werden. Liquidationspräferenzen i.e.S. erfordern eine Änderung der Satzung bzw. des Gesellschaftsvertrages und bedürfen auch der Zustimmung der betroffenen Gesellschafter. Von der Einführung einer Präferenz sind in diesem Sinne all jene Gesellschafter betroffen, die nicht in den Genuss der Präferenz gelangen<sup>760</sup>.

Die zweite Variante der Liquidationspräferenz wird nicht in der Satzung geregelt, sondern im shareholders' agreement. Darin vereinbaren die Gesellschafter auf schuldrechtlicher Grundlage, wie der Erlös aus einem Verkauf der Gesellschaft (durch asset deal als auch durch share deal) verteilt werden soll. Man spricht in diesem Zusammenhang auch spezifisch von Veräußerungsvorzügen. Diese werden zwar gleich wie eine Liquidationspräferenz gestaltet, jedoch unterscheiden sie sich von diesen insofern, als dass Veräußerungsvorzüge nicht erst bei der Liquidation der Gesellschaft greifen, sondern bei der Veräußerung des Unternehmens.

Weil in diesem Fall das Kapital, das an die Aktionäre verteilt werden kann, nicht von der Gesellschaft, sondern von einem Dritten kommt, kann das Veräußerungsvorzugsrecht nicht als Privileg einer Vorzugsaktie in die Statuten der Gesellschaft aufgenommen werden, sondern ist als Vertragspflicht zwischen den Aktionären zu gestalten<sup>761</sup>. Je nach Ausgestaltung kommt das vertragliche

758 *Schefczyk*, Erfolgsstrategien<sup>3</sup>, 52; *Martinius/Stubert*, Venture-Capital-Verträge, Betriebs-Berater 2006, 1977.

759 Die gesetzlichen Regelungen sehen bei Fehlen von bezugnehmenden Vereinbarungen eine Verteilung in Entsprechung der Verhältnisse der Geschäftsanteile zueinander vor.

760 *Geist in Jabornegg/Strasser* (Hrsg), AktG<sup>4</sup> § 212 Rn 2 mwN sowie *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG – Kommentar<sup>3</sup> § 49 Rn 12; *Duursma/Duursma-Kepplinger/Roth*, Handbuch, RN 827 FN 1288.

761 *v. Salis-Lütolf*, Finanzierungsverträge, Rz 722, 749; *Frick*, Private Equity, Rz 1223 ff.

Veräußerungsvorzugsrecht nur intern bei der Aufteilung des Verkaufserlöses unter den Aktionären zum Tragen oder es kann auch extern Geltung erlangen, indem bei den Verkaufsverhandlungen mit dem Erwerber die vereinbarte Verteilung des Erlöses zum Inhalt des Kaufvertrages mit dem Dritten zu erheben ist. Mit Abschluss des Kaufvertrages über die Gesellschaftsanteile entstehen damit direkte Ansprüche des Berechtigten gegenüber dem Dritten<sup>762</sup>.

In der Regel wird den PE-Investoren ihr Kapitaleinsatz – vermehrt um eine Rendite – rückvergütet, noch bevor es zu einer Auszahlung des Resterlöses an die übrigen Gesellschafter kommt<sup>763</sup>.

Für die Zulässigkeit von solchen «gesteigerten» Abfindungshöhen muss auf den Einzelfall abgestellt werden. Ausschlaggebend sind dabei die verschiedenen Anwendungsbereiche und auch deren Ausnahmen davon oder die ungerechtfertigte Ungleichbehandlung von Gesellschaftern<sup>764</sup>. Dies könnte beispielsweise dann der Fall sein, wenn dem ausscheidenden PE-Investor zusätzlich zu seinem Kapitaleinsatz vorab Abfindungen, unabhängig von den Vermögensverhältnissen der Zielgesellschaft, gewährt werden. Auch bei Gläubigerbenachteiligung oder enteignungsgleichen Liquidationspräferenzen kann Sittenwidrigkeit unter Umständen zu bejahen sein<sup>765</sup>.

Der OGH hat dazu in der E 8 Ob 16/94<sup>766</sup> ausgeführt, dass Abfindungsklauseln in Gesellschaftsverträgen *«unzulässig und unwirksam (sind), soweit sie mit zwingenden gesetzlichen Vorschriften oder außergesetzlichen Regeln unvereinbar sind, ... die dazu dienen, ein Minimum an Chancengleichheit zwischen den verbleibenden Gesellschaftern einerseits und dem Ausgeschiedenen, seinen Erben und Gläubigern andererseits zu gewährleisten»*. So könne *«... Drittbeeinträchtigung, insbesondere Gläubigerbeeinträchtigung, eine Abfindungsklausel sittenwidrig und damit unzulässig machen»*.

Im Fall der Liquidationspräferenzen geht es zwar um die umgekehrte Konstellation, bei der die Zusicherung eines Überbetrages unabhängig von den Vermögensverhältnissen der Gesellschaft gewährt wird. Der OGH führte

762 v. Salis-Lütolf, Finanzierungsverträge, Rz 750; Frick, Private Equity, Rz 1226.

763 Martinus/Stubert, Venture-Capital-Verträge, Betriebs-Berater 2006, 1978.

764 Koppensteiner/Rüffler, GmbHG<sup>3</sup>, Anh 71 Rn 18 mwN und Beispielen.

765 Peter Huber/Dieter Zandler, Exit Regelungen in Private Equity-Transaktionen, ecolex 2007, 832 (835); Raimund Bollenberger, Rechtsgeschäftliche Vorsorgeklauseln für den Insolvenzfall, ÖBA 2006, 879 (885).

766 OGH 9.2.1995, 8 Ob 16/94 = ZIK 1995, 200 = ecolex 1995, 415 und nochmals bestätigt in OGH 16.3.2007, 6 Ob 142/05h = ecolex 2007/527, OGH SZ 69/37; die Entscheidung erging im Verfahren um Eintragung einer von den Gesellschaftern einer GmbH beschlossenen Satzungsänderung in das Firmenbuch, welche vom Firmenbuchgericht abgelehnt worden war. Dieser Sachverhaltsteil ist vor allem in Hinblick auf eine PE-Investition interessant, während der in der Regel das Gesellschaftsstatut im Sinne des PE-Investors adaptiert wird und daher problematische Satzungsbestandteile auffallend isoliert behandelt werden.

dazu aus, «dass die ausscheidenden Gesellschafter zu Lasten der noch verbleibenden Gesellschafter und der Gesellschaftsgläubiger abgefunden werden» und daher eine solche Klausel ein Verstoß gegen das Gleichbehandlungsgebot und von Gläubigerschutzinteressen darstelle, also in Summe Sittenwidrigkeit nach § 879 ABGB zu bejahen sei<sup>767</sup>.

Rechtsfolge der Sittenwidrigkeit ist die Nichtigkeit der Entgeltsbestimmung. Eine durch sittenwidrige Gläubigerbenachteiligung begründete Nichtigkeit, die in der Regel gesellschaftsvertraglich verankert ist, ist von Amts wegen wahrzunehmen<sup>768</sup> und begründet ein Eintragungshindernis<sup>769</sup> eines solchen Gesellschaftsvertrages in das Firmenbuch. Obligatorische Vereinbarungen sind nicht durchsetzbar.

Hinsichtlich der Abfindungshöhe, die an den Ausscheidenden zu leisten ist, muss in Ermangelung einer vertraglichen Vereinbarung der volle Wert des Anteiles ausbezahlt werden, wobei die Ertragswertmethode grundsätzlich maßgeblich ist. Der Ausschluss hat keinen Strafcharakter und darf (ohne spezielle Vereinbarung) nicht zu einer vermögensmäßigen Benachteiligung führen<sup>770</sup>. Gesellschaftsvertragliche Regelungen können die Höhe der Abfindung reduzieren, allerdings in der Regel nicht ausschließen. Als Untergrenze wird der Buchwert angenommen. Dazu nachstehendes Beispiel:

*«Bei einer teilweisen oder gänzlichen Veräußerung der Geschäftsanteile an der Zielgesellschaft durch den Finanzintermediär und die Gründungsgesellschafter ist der Nettoverkaufserlös derart aufzuteilen, dass der Finanzintermediär zunächst einen Betrag in der Höhe von insgesamt € 100 aus dem Verkaufserlös und – sollte der Nettoverkaufserlös insgesamt € 100 ersteigen – sodann die Gründungsgesellschafter (bzw deren Rechtsnachfolger) gemeinsam einen Betrag in der Höhe von insgesamt € 50 aus dem Verkaufserlös erhalten. Sollte der Nettoverkaufserlös unter € 150 liegen so wird im Verhältnis 2 zu 1 geteilt.»*

Umgekehrt werden meist auch den Gründungsgesellschaftern Besserungsmodelle angeboten, die sich wie folgt gestalten können:

*«Grundsätzlich steht dem Finanzintermediär der Verkaufserlös für die von ihm gehaltenen Geschäftsanteile zu. Die Vertragsparteien vereinbaren einvernehmlich folgende Besserung (Abgeltung des Bezugsrechtsverzichts) für die durch den Finanzintermediär im Rahmen der Kapitalerhöhung erworbenen Geschäftsanteile an der Zielgesellschaft:*

767 Welche Rechtslage nach *Koppensteiner* auch für die GmbH anzuwenden ist (vgl *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG<sup>3</sup>, Anh 71 Rn 17).

768 *Krejci* in *Rummel*<sup>3</sup>, ABGB § 879 Rz 248.

769 *G. Kodek* in *Kodek/Nowotny/Umfahrer*, Firmenbuchgesetz § 15 Rz 33.

770 *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG<sup>3</sup>, Anh 71 Rn 17.

*Veräußert der Finanzintermediär – ausgehend von den als Berechnungsgrundlage dienenden Anschaffungskosten in Höhe von € 100,– – die von ihm gehaltenen Geschäftsanteile im Umfang einer 40 %igen Beteiligung an der Gesellschaft mit einer höheren als 25 %igen jährlichen Verzinsung, so steht der das Kapital samt Verzinsung übersteigende Kaufpreis den Gründungsgesellschaften im Verhältnis ihrer Beteiligung im Zeitpunkt des Abschlusses dieses Vertrages zu.»*

## H. Material Adverse Change Clause

Erwerber von Unternehmen versuchen in der Regel, die Gefahr von vermögens- und ertragsmindernden Veränderungen vor der Durchführung der Transaktion (closing) auf den Veräußerer überzuwälzen<sup>771</sup>. In Anlehnung an die angloamerikanische Vertragspraxis steht das Verfügungsgeschäft bzw dessen Wirksamkeit unter der (aufschiebenden) Bedingung, dass zwischen dem Verpflichtungsgeschäft (signing) und dem closing keine wesentlich nachteilige Veränderung (*Material Adverse Change* oder auch *Material Adverse Effect*, in der Folge kurz MAC) eingetreten ist. Kommt es zum Eintritt des MAC, ist der Erwerber nicht verpflichtet, die Transaktion durchzuführen und erhält ein (kostenloses) Ausstiegsrecht.

Weiters steht dem Käufer im Falle eines MAC ein Gewährleistung- bzw Schadenersatzanspruch für getätigte Aufwendungen zu. Vor allem in Fällen längerer Zeitintervalle zwischen signing und closing<sup>772</sup> ist es aus Sicht des Käufers wünschenswert, im Falle der Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage des Zielunternehmens die Möglichkeit zu haben, vom Vertrag zurückzutreten. Dieses Risiko möchte der Verkäufer verständlicherweise bereits beim signing auf den Käufer überwälzen<sup>773</sup>.

771 Im Unterschied zum schweizer Recht, das gem Art 185 OR die Gefahr bereits ab Vertragsabschluss auf den Erwerber übergehen lässt, so nicht besondere Verhältnisse bestehen (welche von Teilen der Lehre bei Unternehmens/-anteilkauf angenommen werden) oder abweichende Verabredungen getroffen werden (*Patrick Schleiffer* in *Rudolf Tschäni* (Hrsg) *Mergers & Acquisitions VI* (2004) No Material Adverse Change, 56 f). Der rechtliche Zugang zu MAC-Klauseln ist daher ein anderer als in Österreich.

772 Regelbeispiele für Verzögerungen sind kartellrechtlicher Genehmigungserfordernisse, Sicherheitenbestellung für Kreditverträge bei fremdfinanzierten Unternehmenskäufen, Einholung gesellschafts-rechtlicher Zustimmungen.

773 *Günther Hanslik/Clemens Grossmayer*, MAC-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen, *ecolex* 2007, 829 (829); Neben ihrer Funktion als Risikozuteilungsregeln weist die MAC-Klausel auch eine außerrechtliche Dimension auf. So kann der Käufer, wenn er der Auffassung ist, dass ein zum Ausstieg berechtigendes Ereignis eingetreten ist, die vereinbarte MAC-Klausel als Druckmittel einsetzen, um anstelle eines Ausstiegs im Rahmen von Nachverhandlungen eine für ihn günstige Preisreduktion erreichen. Je

Obwohl die Übernahme von Anteilen an einem börsennotierten Unternehmen nicht Gegenstand dieser Arbeit ist, ist es doch diese Regelung aus dem Übernahmerecht, die primär mit MAC-Klauseln in Verbindung gebracht wird. Tatsächlich finden sich praktisch in jedem amerikanischen Unternehmenskaufvertrag und in Folge der nicht nur sprachlich erfolgenden «Amerikanisierung» von Unternehmenskaufverträgen auch hierzulande immer öfter MAC-Klauseln bei außerbörslich erfolgenden Unternehmenskäufen. Daher erfolgt hier auch als erste Orientierung der Blick auf die Wertigkeit des § 8 ÜbG. Im österreichischen Recht dürfen öffentliche Übernahmeangebote nur dadurch bedingt sein bzw ist ein Vorbehalt des Rücktritts nur dann zulässig, wenn diese sachlich gerechtfertigt sind, insbesondere wenn sie auf Rechtspflichten des Bieters beruhen oder der Eintritt der Bedingung oder die Geltendmachung des Rücktrittsrechts nicht ausschließlich vom Ermessen des Bieters abhängen<sup>774</sup>.

Die Zulässigkeit von bedingten Angeboten scheint daher gesetzlich anerkannt<sup>775</sup>, solange die Bedingung sachlich gerechtfertigt erscheint. Von reinem Ermessen des Bieters ausgehend sind allerdings auch Bedingungen, die mittelbar vom Bieter gesteuert werden können, ebenfalls nicht erlaubt<sup>776</sup>. Die Bedingung des Erreichens bestimmter betriebswirtschaftlicher Kennzahlen seitens der Zielgesellschaft oder Entwicklungen der Branche der Zielgesellschaft sind allerdings zulässig. Auch die Übernahmekommission teilt diese Ansicht und erachtet in Fortführung des Gedankens MAC-Bedingungen, betreffend wesentlicher Änderungen der wirtschaftlichen Verhältnisse der Zielgesellschaft für zulässig, sofern die dahingehenden Parameter klar definiert sind<sup>777</sup>.

Festzuhalten ist dazu allerdings, dass es sich bei dieser Bedingung um keine MAC-Bedingung nach angloamerikanischem Vorbild handelt. Der Vorbehalt

---

klarer die Situation für das Vorliegen eines MAC spricht, desto höher wird die Bereitschaft des Verkäufers sein, einer solchen Preisreduktion zuzustimmen (vgl *Schleiffer* in *Rudolf Tschäni*, *Mergers & Acquisitions* VI, 58 f).

774 Vgl § 8 ÜbG.

775 Nur Pflichtangebote sind gem § 25 b Abs 3 ÜbG bedingungsfeindlich.

776 *Christoph Dregger/Susanne Kalss/Martin Winner*, *Das österreichische Übernahmerecht*<sup>2</sup> (2007) Rz 152.

777 So auch *Gall* in *Peter Huber* (Hrsg), *Übernahmegesetz* (2007) § 8 Rz 10; unter Heranziehung des Anlassfalles Angebot für Jenbacher AG v. 13.2.2003, Punkt 2.3., durch den Bieter General Electric, bei dem nach der Bedingung im Angebot während der Angebotsfrist keine Verringerung des konsolidierten Nettovermögens der Zielgesellschaft unter einen definierten Wert eintreten durfte. Darüber hinaus durfte der konsolidierte Verlust der Zielgesellschaft ab dem letzten Bilanzstichtag während definierter Frist einen bestimmten Wert nicht überschreiten. Die Auffassung der Übernahmekommission entspricht den ErläutRV zu ÜbG 1276 BlgNr. 20. GP 32 wo festgehalten ist, dass *auch der Vorbehalt des Rücktritts für den Fall einer wesentlichen Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage der Zielgesellschaft sachlich gerechtfertigt sei*.

einer wesentlichen (negativen) Veränderung der Verhältnisse würde in den USA allgemein und weit umschrieben werden: Neben Auswirkungen auf die Finanz- und Ertragslage sowie die Geschäftstätigkeit des Zielunternehmens (company MAC) kann auch die Veränderung der Marktgegebenheiten Gegenstand der Angebotsbedingung sein (market MAC)<sup>778</sup>.

Die Verkäuferseite verlangt dabei so genannte carve out's (Ausnahmen) von der MAC-Klausel. Eine Standard carve out Klausel könnte etwa lauten<sup>779</sup>:

*«Material Adverse Effect shall not include any event, circumstance, change or effect arising out of or attributable to*

- events, circumstances, changes or effects that generally affect the industries in which the Company operates (including legal and regulatory changes),*
- general economic conditions or events, circumstances, changes or effects affecting the securities markets generally,*
- changes arising from the consummation of the transactions or the announcement of the execution of this Agreement, or*
- any reduction in the price of services or products offered by the Company in response to the reduction in price of comparable services or products offered by a competitor.»*

Die Ausgestaltung erfolgt in der Praxis – soweit ersichtlich – gem § 696 ABGB als Resolutivbedingung<sup>780</sup> oder Suspensivbedingung<sup>781</sup> oder aber als zugesicherte Eigenschaft.

Die Ausgestaltung als Resolutivbedingung wird mit einer Auflösung des Vertrages ex tunc<sup>782</sup> verbunden, die dem Käufer jedoch stets das Wahlrecht über die Ausübung des Kaufvertrages lässt, sobald ein MAC eintritt.

Die Variante als Suspensivbedingung wird dergestalt abgefasst, dass der Vollzug des aufschiebend bedingten Kaufvertrages vom Nichteintritt des im Vertrag näher umschriebenen MAC abhängig gemacht wird<sup>783</sup>. Auch hier wird sinnvollerweise dem Käufer das Ausübungswahlrecht gelassen.

---

778 Christian Herbst, Bedingungen und Rücktrittsvorbehalte in Übernahmeangeboten, JBl 2003, 693 (699).

779 Christoph Lange, «Material Adverse Effect» und «Material Adverse Change»-Klauseln in amerikanischen Unternehmenskaufverträgen, NZG 2005, 454 (456) mwN.

780 Dabei sollen die Rechtswirkungen eines Geschäftes sofort eintreten, aber wieder aufhören, wenn und sobald ein ungewisses Ereignis eintritt. Es handelt sich also dabei um eine auflösende Bedingung (OGH in JBl 2005, 454, mit Anm von Rummel).

781 Die Rechtswirkungen eines Geschäftes beginnen erst dann zu wirken, wenn ein ungewisses Ereignis eintritt. Bis dahin besteht das Recht in einem Schwebezustand und handelt es sich somit um eine aufschiebende Bedingung (OGH in SZ 55/109).

782 Der Bedingungseintritt wirkt idR ex nunc (Welser in Rummel, ABGB<sup>3</sup> § 696 Rz 3).

783 Schleiffer in Tschäni, Mergers & Acquisitions VI, 68.

Eine MAC-Klausel kann schließlich auch als Gewährleistungsabrede konzipiert werden. Darin hat der Verkäufer des Unternehmens(-anteiles) das Vorliegen der zugesicherten Eigenschaft zu bestätigen und zu erklären, dass seit dem im Kaufvertrag definierten Stichtag kein MAC eingetreten ist. Dies gemeinsam mit dem Recht des Käufers, den Vertrag nur dann vollziehen zu müssen, wenn die zugesicherte Eigenschaft zum Vollzugsdatum (closing) auch tatsächlich vorliegt. Es bietet sich daher die Kombination einer Bedingung mit einer zugesicherten Eigenschaft an, da damit auch ein nach closing bekanntgewordener MAC für den Käufer nach Gewährleistungsrecht aufgegriffen werden könnte<sup>784</sup>.

Die Rechtslage soll also insofern durch die Klausel ergänzt bzw. verbessert werden, da es im österreichischen Recht an einer gezielten Regelung fehlt. Auf welche Rechtsinstitute kann jedoch zurückgegriffen werden, so es an einer MAC-Klausel fehlt oder aber eine solche zu schwach formuliert worden ist? Der rechtliche Gehalt von MAC-Klauseln baut insofern auf einem Willensmangel oder aber auf einer Leistungsstörung<sup>785</sup>.

- 1.) Hinsichtlich des Willensmangels lässt sich festhalten, dass es möglich ist eine wirtschaftliche Entwertung des Zielunternehmens als Wegfall der Geschäftsgrundlage zu qualifizieren<sup>786</sup>. Dabei geht es um die Störung der ursprünglich dem Unternehmenskaufvertrag zugrunde gelegten Äquivalenz durch nachträgliche nachteilige Entwicklungen<sup>787</sup>. *Pisko*<sup>788</sup> leitet aus der

784 *Schleiffer* in *Tschäni*, Mergers & Acquisitions VI, 70; Ein solcher Sach- oder Rechtsmangel muss nach allgemeinen Grundsätzen des Beweisrechts vom Übernehmer bewiesen werden. Sollte aber eine ausdrücklich bedungene Eigenschaft fehlen, so ist ein Mangel jedenfalls nicht als geringfügig anzusehen und kann daher vom Käufer Wandlung des Vertrages begehrt werden (*Koziol/Welser*, Bürgerliches Recht<sup>13</sup> I (2006) 69, 75).

785 Die Anwendbarkeit der offensichtlich ähnlich wirkenden Umstandsklausel («*clausula rebus sic stantibus*») nach § 936 ABGB scheidet hier schon vornherein aus, da diese nur auf Sachverhalte abzielt, die sich zwischen Abschluss eines Vorvertrages und späterem Abschluss des Hauptvertrages ereignet haben. Die Umstandsklausel könnte von daher als MAC-Klausel eines letter of intent (LOI) Verwendung finden, da auch bei ihr dieselben Gründe zur Anwendung kommen können.

786 Zumindest lässt *Wahle* diese Möglichkeit offen, nachdem *derselbe* die Anwendung des § 1048 ABGB bei einer Entwertung der Sache aus wirtschaftlichen Gründen als nicht gerechtfertigt ansieht und in weiterer Folge «*der Erwerber zufällige Mängel, die sich bis zum Stichtag ergeben, hinnehmen muss ... kann nicht das Recht auf Preisminderung zugestanden werden ... Das ist nur gestattet, wenn es vereinbart wurde*» (vgl. *Wahle* in *Klang*, ABGB<sup>2</sup> IV/II 56 f).

787 *Rummel* in *Rummel*, ABGB<sup>3</sup>, § 901 Rz 4.

788 *Koziol/Welser*, Bürgerliches Recht<sup>13</sup> I (2006) 164 mwN; während Störungen der Geschäftsgrundlage in Deutschland in § 313 BGB eine gesetzliche Regelung erfahren haben, geht die österreichische hL und Judikatur nach wie vor von der Lehre *Pisko*'s aus.

Hauptregel § 901 ABGB den Rechtssatz ab, dass eine Partei an das Geschäft nicht gebunden sei, wenn eine Voraussetzung nicht zutreffe, die stets einem Geschäft von der Art des geschlossenen zugrunde gelegt werde. Eine Partei kann sich jedoch nach *Pisko* nicht auf das Fehlen oder den Wegfall typischer Voraussetzungen berufen, die der eigenen Sphäre zuzuzählen sind. Durch die Lehre vom Wegfall der Geschäftsgrundlage soll ein Ausgleich zwischen effektiven Marktverhältnissen und Entwicklungen, die die ausgleichende Gerechtigkeit ebenso wie die wirtschaftliche Zweckmäßigkeit beeinträchtigen und das unveränderte Festhalten am Vertrag unzumutbar machen und dem Grundsatz *pacta sunt servanda* hergestellt werden<sup>789</sup>. Die Rechtsprechung des OGH zum Wegfall der Geschäftsgrundlage ist allerdings uneinheitlich und wurde *Piskos* Ansatz oftmals durch Einzelfallabwägungen ersetzt. Daher besteht für die Parteien inakzeptable Unberechenbarkeit<sup>790</sup>. Durch die Aufnahme und konkrete Ausgestaltung einer MAC-Klausel wird die Rechtssicherheit erhöht und es können auch Ursachen umfasst werden, die nach der allgemeinen Lehre des Wegfalls der Geschäftsgrundlage nicht zur Vertragsanpassung/-aufhebung berechtigen würden (so insbesondere vorhersehbare Umstände)<sup>791</sup>. Damit sind Finanzmarktkrisen ebenso umfasst wie Kriegsgefahren und Naturkatastrophen, die wie auch andere, vertraglich festzulegende Auslöser, Schwankungen des Unternehmenswertes zur Folge haben<sup>792</sup>. Diese relevanten Umstände werden durch die Formulierung in der MAC-Klausel gem § 901 ABGB zur Bedingung des Geschäftes.

Als Rechtsfolge des Wegfalles der Geschäftsgrundlage kann der Vertrag aufgelöst oder analog § 872 ABGB angepasst werden.

- 2.) In Bezug auf das Leistungsstörungenrecht ist zu sagen, dass Eingriffe in den Kaufgegenstand zu einer nachträglichen Unmöglichkeit führen können. Nachträgliche Unmöglichkeit liegt vor, wenn die Leistung auf Dauer nicht mehr erbracht werden kann, zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses (signing) aber noch möglich war. Da ein MAC seiner Intention nach Umstände behandelt, welche eben nicht den Sphären eines der Vertragspartner zuzuordnen sind, ist auch hier im Speziellen das nachträgliche zufällige Unmöglichwerden Gegenstand der Untersuchung.

789 Bollenberger in Koziol/Bydlinski/Bollenberger, ABGB (2007) § 901 Rz 6.

790 Rummel in Rummel, ABGB<sup>3</sup>, § 901 Rz 5.

791 Hanslik/Grossmayer, MAC-Klauseln, ecolex 2007, 830; so auch Gerhard Picot/Raoul Duggal, Unternehmenskauf: Schutz vor wesentlich nachteiligen Veränderungen der Grundlagen der Transaktion durch sog MAC-Klauseln, Der Betrieb 2003, 2635 (2638).

792 Für Verträge bietet sich folgende Formulierung an: «Eine nachteilige Veränderung ist nur dann wesentlich in diesem Sinne, wenn sie zu einer negativen Abweichung (im laufenden Geschäftsjahr) des Umsatzes, des Betriebsergebnisses, der Vermögenswerte oder der Verbindlichkeiten der Gesellschaft von mehr als ...% führt».



Der Versuch, den MAC als Anlassfall unter § 1048 ABGB zu subsumieren, erscheint auf den ersten Blick erfolgreich. Ein Tauschvertrag<sup>793</sup> gilt demnach als nicht geschlossen, wenn zwischen Vertragsabschluss und Übergabe die bedungene Sache *«durch Verboth außer Verkehr gesetzt, oder zufälliger Weise ganz, oder doch über die Hälfte am Werthe zu Grunde gerichtet»* wurde. Auch würden die Folgen<sup>794</sup> einer zufälligen nachträglichen Unmöglichkeit im Sinne der Vertragsparteien sein, da dann der Vertrag zerfällt, ausstehende Leistungen nicht mehr erbracht werden müssen und bereits Geleistetes (bereicherungsrechtlich) zurückzugeben ist (Rückabwicklung).

Eine weitergehende Untersuchung des relevanten § 1048 ABGB ergibt jedoch, dass unter Verschlechterungen keinesfalls Wertverluste zu verstehen sind, die allein aus veränderten Marktverhältnissen (Preisveränderungen) resultieren und *Wahle*<sup>795</sup> führt dazu aus: *«die Ursache der Entwertung muß eine Beschädigung der Sache oder ein öffentlicher Eingriff sein. Eine Entwertung aus wirtschaftlichen Gründen rechtfertigt die Anwendung des § 1048 nicht, ...»* Mit anderen Worten also, der Wertverlust der geschuldeten Sache bei gleichbleibend unversehrtem Zustand durch Veränderung der Marktverhältnisse, etwa durch branchenbedingte Umsatzeinbußen. Weiters erscheint für die gängige Wirtschaftspraxis das Erfordernis, dass über die Hälfte des Wertes vernichtet werden muss, als nicht den Parteienabsichten entsprechend. Die nachträgliche Unmöglichkeit ist daher für die Durchsetzung von Inhalten einer MAC-Klausel nicht heranziehbar.

Wichtig ist dabei auch die Festlegung der Rechtsfolgen nach Eintritt der Bedingung und eine Frist der Geltendmachung. Für die konkrete Ausgestaltung heißt das, dass der Nicht-Eintritt eines MAC als aufschiebende Bedingung für das Verfügungsgeschäft gilt. Sollte sich der Tatbestand verwirklichen, so ist der Investor nicht verpflichtet, das closing durchzuführen und er erhält ein Rücktrittsrecht. Andernfalls kann der Vertrag analog § 872 ABGB angepasst werden, was jedenfalls erstrebenswerter ist. Die Geltendmachung erfolgt durch Klage oder Einrede und tritt die Rechtsfolge somit nicht von selbst ein<sup>796</sup>.

Schließlich müssen reale Sachverhalte einer Prüfung unterzogen werden, ob konkret ein MAC vorliegt und daher die in einer allgemeinen MAC-Klausel festgelegten Rechtsfolgen eintreten sollen. Zentral ist dabei die Qualifizierung,

793 Dem österreichischen ABGB zufolge ist der Kauf nur eine Sonderform des Tausches. Daher gelten für Kauf und Tausch die gleichen Regeln (vgl. *Koziol/Welser*, Bürgerliches Recht<sup>13</sup> II (2007), 189).

794 Vgl. §§ 1447 iVm 1435 ABGB.

795 *Wahle* in *Klang*, ABGB<sup>2</sup> IV/II 56 f.; *Christian Rabl*, Die Gefahrtragung beim Kauf (2002) 194.

796 *Rummel* in *Rummel*, ABGB<sup>3</sup>, § 901 Rz 7 a; *Bollenberger* in *Koziol/Bydliniski/Bollenberger*, ABGB § 901 Rz 12 f.

ob die vorliegende Verschlechterung wesentlich genug ist, um ihr MAC-Charakter zusprechen zu können. Im internationalen Kontext wird bei Vorliegen der folgenden Voraussetzungen der Eintritt der festgelegten Rechtsfolgen zuerkannt:

- die Verschlechterung ist so wesentlich, dass der Käufer bei Kenntnis der Umstände den Vertrag nicht oder nur mit anderem Inhalt abgeschlossen hätte<sup>797</sup>;
- die Verschlechterung darf bei Vertragsabschluss nicht vorhersehbar gewesen sein<sup>798</sup>; und
- die Auswirkung der Verschlechterung auf die Ertragskraft dürfte nicht bloß vorübergehend sein<sup>799</sup>.

Dabei stellt sich aber auch zwangsläufig die Frage, welche Intensität die nachteilige Änderung iSe MAC aufweisen muss, damit der Käufer das Recht hat, vom Kaufvertrag zurückzutreten, da in den meisten Fällen die Wesentlichkeit des nachteiligen Ereignisses nicht umfangmäßig definiert worden ist<sup>800</sup>. Die Klärung erfolgt im Streitfall durch den Richter nach Auslegung des zugrundeliegenden Vertrages. Auch die Praxis im Übernahmerecht hat in Bezug auf MAC die Zulässigkeit von Bedingungen unter der Prämisse als zulässig erachtet, soweit quantifizierbare Kriterien offen gelegt werden, anhand derer die wesentlichen Verschlechterungen objektivierbar gemacht werden können<sup>801</sup>. Auch die Übernahmekommission bietet daher keine Entscheidungen an, die Orientierungshilfe leisten könnten<sup>802</sup>.

---

797 *Lange*, Unternehmenskaufverträge, NZG 2005, 457; *Picot/Duggal*, Unternehmenskauf, Der Betrieb 2003, 2640.

798 *Lange*, Unternehmenskaufverträge, NZG 2005, 458; dem Käufer trifft daher die Pflicht zur Durchführung einer angemessenen due diligence Prüfung, um sich nicht dem Vorwurf fahrlässiger Unkenntnis auszusetzen, der einem MAC entgegensteht. Ist umgekehrt für einen sorgfältigen Investor die Möglichkeit einer nachteiligen Veränderung ersichtlich, so wird er sich im Nachhinein nicht auf deren Eintreten berufen können.

799 *Hanslik/Grossmayer*, MAC-Klauseln, ecolex 2007, 831 mwN.

800 Soweit jedenfalls der Eindruck des Verfassers während seiner Recherchetätigkeit.

801 *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht<sup>2</sup>, Rz 155; *Gall* in *Huber* (Hrsg) Übernahmegesetz, 103; *Clemens Hasenauer/Albert Birkner*, Verzicht auf Bedingungen im Übernahmerecht, ecolex 2005, 215 (218).

802 Aufgrund der oftmaligen Verwendung U.S. amerikanischer Vorlagen bei der Abfassung von MAC-Klauseln und oftmalig internationalen Parteien bei PE/VC-Finanzierungen ist der Vergleich mit der Spruchpraxis amerikanischer Gerichte gerechtfertigt. Als Parameter für einen MAC kann Wesentlichkeit, Langfristigkeit und Unvorhersehbarkeit des Eintritts angesehen werden. So wurde ein Rückgang von Unternehmensprofiten um 64 % gegenüber dem vorangegangenen Quartal nicht als MAC gewertet, da zugrunde gelegte Branchengeschäfte zyklischen Veränderungen unterworfen waren (*IBP, Inc. v. Tyson Foods, Inc.*, 2001 WL 675220 (Del. Ch. June 18, 2001), vgl dazu *Groner*, Private Equity, 255 mwN).

In diesem Zusammenhang wird daher regelmäßig ein Schiedsgutachtervertrag<sup>803</sup> vereinbart, durch den im Streitfall ein unabhängiger Dritter mit der Klärung beauftragt wird, ob ein MAC vorliegt. Erst auf Grundlage dieses Schiedsgutachtens kann der Rücktritt von einer Vertragspartei gefordert werden und der Schiedsgutachter darf seinerseits in seiner Entscheidungstätigkeit keine Subsumtionen unter den Sachverhalt der MAC-Klausel tätigen<sup>804</sup>.

Andererseits versucht die Verkäuferseite gezielt, bestimmte Sachverhalte im Rahmen von carve outs aus dem Wirkungsfeld einer allgemein gehaltenen MAC-Klausel auszunehmen. Diese können durchaus sehr einzelfallspezifisch sein<sup>805</sup>.

Eine MAC-Klausel kann sich in der Praxis folgendermaßen gestalten:

*«Ein Material Adverse Change oder ein Material Adverse Effect behandelt unter Bezug auf den ordentlichen und ständigen Geschäftsbetrieb der Zielgesellschaft eine grundlegende Veränderung oder Einfluss auf die Finanzlage, das Sachanlagevermögen, die Verbindlichkeiten, Geschäftsergebnis, auch in Bezug auf Unternehmen, an denen die Zielgesellschaft Anteile hält. Ausgenommen davon sind Veränderungen bei der Zielgesellschaft resultierend aus*

1. *allgemeiner Wirtschaftslage auch in Bezug auf das Branchenumfeld der Zielgesellschaft;*
2. *nationale oder internationale politisch oder sozialpolitisch initiierte Veränderung, eingeschlossen Kriegshandlungen oder terroristische Angriffe;*
3. *Veränderungen in der Bank-, Finanz- und der Kapitalmarktsituation (eingeschlossen schwerwiegende Veränderungen dieser Märkte und Verfall von damit verbundenen Marktindizes);*
4. *Veränderung von allgemein angewendeten und akzeptierten Rechnungslegungsstandards;*
5. *Veränderung der europarechtlichen oder nationalen Rechtslage, eingeschlossen der Rechtsetzungskompetenz durch befugte nationale Körperschaften;*
6. *Beschreitung des streitigen Rechtsweges auf Grundlage der durch diese Vereinbarung oder damit in Beziehung stehender Vereinbarungen durch einen Vertragspartner.*

*Weiters ausgenommen sind Umstände und Sachverhalte, die den Vertragspartnern zum Zeitpunkt des signing dates (Datum der Errichtung dieses Notariatsaktes) dieser Vereinbarung bekannt waren bzw. erkennbar waren.*

803 Dieser ist von einer Schiedsvereinbarung gem § 581 Abs 1 ZPO zu unterscheiden.

804 Walter H. Rechberger/Daphne-Ariane Simotta, Grundriss des österreichischen Zivilprozessrechts<sup>6</sup> (2003) Rz 958.

805 Lange, Unternehmenskaufverträge, NZG 2005, 456.

*Schließlich sind Adverse Change in oder Effect auf den ständigen ordentlichen Geschäftsbetrieb der Zielgesellschaft oder eines Unternehmens, an dem die Zielgesellschaft Anteile hält, von dieser Regelung ausgenommen, sofern diese von den aktuellen Aktionären vor dem closing date (Zeitpunkt des Eintritts aller festgelegten aufschiebenden Bedingungen) bereinigt werden können.»*

Aber auch:

*«Ein wesentlicher Vermögensnachteil bedeutet jede wesentliche negative Änderung auf die Vermögens-, Finanz- oder Ertragslage oder das operative Geschäft der Zielgesellschaft.»*

MAC Klauseln sind jedenfalls von *Hardship-Klauseln* und von *Force-Majeure-Klauseln* zu unterscheiden<sup>806</sup>.

- Hardship-Klauseln sind Vertragsbestimmungen, die die Vertragsparteien zur Vertragsanpassung oder Nachverhandlungen verpflichten, so ein im Vertrag festgelegter Sachverhalt eintritt. Bei MAC-Klauseln wird eine ebensolche Vertragsänderung und Anpassung an neue Verhältnisse ausgeschlossen.
- Force-Majeure-Klauseln<sup>807</sup> befassen sich mit Leistungsverhinderungen, die während der eigentlichen Vertragserfüllung auftreten können, während MAC-Klauseln die Zeit zwischen Signing und Closing des Kaufvertrages behandeln. Force-Majeure-Klauseln finden daher auch vorwiegend bei Dauerschuldverhältnissen Anwendung.

Es ist daher erkennbar, dass die beiden verglichenen Klauseln, im Gegensatz zur MAC-Klausel, primär auf den Fortbestand eines Vertragsverhältnisses ausgerichtet sind.

## I. Registration Right

Für einen PE-Investor wäre es ideal, wenn er selbständig über einen Börsengang bzw über die Kotierung seiner Aktien bestimmen könnte. Faktisch liegt die Schwierigkeit darin, dass ohne weitere (etwa vertragliche) Hilfe, alleine aufgrund seiner aktienrechtlichen Mitwirkungsrechte ein PE-Investor einen Börsengang einzig dann durchsetzen kann, wenn er über die Stimmenmehrheit in der Generalversammlung verfügt und gleichzeitig den (an sich in der AG, SE weisungsfreien) Vorstand auf seiner Seite hat. Der Vorstand muss zusammen

---

<sup>806</sup> Schleiffer in Tschäni, Mergers & Acquisitions VI, 62 f.

<sup>807</sup> Vgl Art 79 des Übereinkommens der Vereinten Nationen über Verträge über den internationalen Warenkauf (UN-KaufR).

mit der Emissionsbank den Börseprospekt erstellen, den Investoren Rede und Antwort stehen und die Begeisterung und Zuversicht darstellen, die der Markt von ihm erwartet. Fehlt es an dieser Unterstützung, so verbessert ein registration right (oder auch Kotierungsrecht) immerhin die Verhandlungsposition des PE-Investors, wenn es darum geht, dass ihm das Unternehmen einen alternativen Exit ermöglichen soll.<sup>808</sup>

Soll einem PE-Investor ein vertragliches Kotierungsrecht eingeräumt werden, muss zuerst untersucht werden, wem innerhalb der Gesellschaft die Kompetenz zukommt über einen Börsegang zu entscheiden: Der Hauptversammlung oder dem Vorstand. Das Ausmaß und die gesellschaftsinterne Zuständigkeit für gesellschaftsrechtliche Vorbereitungsmaßnahmen hängen davon ab, ob bereits bestehende Aktien der Gesellschaft über die Börse platziert oder ob die Aktien im Zuge einer Kapitalerhöhung ausgegeben werden sollen. Die Kapitalerhöhung erfordert die Beschlussfassung durch die Hauptversammlung, sei es, dass unmittelbar eine ordentliche Kapitalerhöhung<sup>809</sup> beschlossen wird, oder aber, dass genehmigtes Kapital<sup>810</sup> geschaffen werden soll. Entscheidend ist hier allerdings die Frage, ob auch die Börseneinführung als solche (unabhängig von formell notwendigen Hauptversammlungsbeschlüssen in Hinblick auf zu schaffende Aktien) eines Hauptversammlungsbeschlusses bedarf<sup>811</sup>.

Das Aktienrecht sieht eine explizite Zuständigkeit der Hauptversammlung für die Entscheidung über eine Börsennotierung nicht vor. Die Organisation der AG ist von zwingendem Recht geprägt und lässt nur sehr wenig Spielraum für freie Ausgestaltung. Die Organisation der dualistisch geführten SE lehnt sich an die AG an und es gelten die Überlegungen für diese sinngemäß. Grundsätzlich fällt bei mangelnder expliziter gesetzlicher Regelung eine Maßnahme in die Generalzuständigkeit des Vorstands<sup>812</sup>. Es bestehen allerdings neben den gesetzlich ausdrücklich vorgesehenen Hauptversammlungskompetenzen noch durch Auslegung gewonnene, sog ungeschriebene Hauptver-

808 Groner, Private Equity, 354; Frick, Private Equity, Rz 1183 ff.

809 Gem § 149 Abs 1 AktG bedarf der Beschluss einer Kapitalmehrheit von mindestens  $\frac{3}{4}$  des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals und der einfachen Stimmenmehrheit der abgegebenen Stimmen. Diese Mehrheit kann statutarisch sowohl nach oben als auch nach unten hin abgeändert werden (*Winner in Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG, Band II, § 149 Rz 47 ff).

810 Gem § 169 Abs 2 Satz 2 AktG verlangt der Beschluss die qualifizierte Mehrheit von mindestens  $\frac{3}{4}$  des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals sowie die einfache Stimmenmehrheit der abgegebenen Stimmen. Diese Mehrheit kann nur nach oben hin abgeändert werden (*Winner in Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG, Band II, § 169 Rz 27). Die Ausgabe genehmigten Kapitals bedarf weiters gem § 171 Abs 1 AktG der Zustimmung des Aufsichtsrats.

811 Kalss in Aicher/Kalss/Oppitz (Hrsg), Grundfragen des neuen Börserechts (1998) 279.

812 Kalss in Kalss/Nowotny/Schauer, Gesellschaftsrecht, Rn 3/238 f, 3/245.

sammlungskompetenzen, die auch für die monistisch geführte SE Geltung besitzen<sup>813</sup>. Diese sehen die zwingende Befassung der Hauptversammlung bei Maßnahmen vor, die die Rechte der Aktionäre tiefgreifend verändern<sup>814</sup>. Durch die Börsenotierung an sich ändert sich jedoch – wie bereits aufgezeigt – die Struktur oder der Typus der Gesellschaft nicht und es sind in weiterer Folge gesteigerte Informations-pflichten, Offenheit der Eigentumsstruktur und damit geänderte Kontrollmechanismen der Gesellschaft nicht als schwere strukturändernde Eingriffe in die Mitgliedschaft der Aktionäre zu werten<sup>815</sup>. Dadurch ist der mE zutreffenden Schlussfolgerung von *Kalss*<sup>816</sup> zu folgen, die die Entscheidung zur Durchführung eines Börseganges weiterhin im Kompetenzfeld des Vorstandes belässt<sup>817</sup>. Dies sollte auch bei der monistischen/dualistischen SE in Hinblick auf den Verwaltungsrat zutreffen.

## 1. Kotierungsrecht gegenüber der Gesellschaft

Wenn nun die Kompetenz über einen Börseingang zu beschließen beim Vorstand liegt, könnte dann eine vertragliche Verpflichtung der Gesellschaft mit dem PE-Investor eingegangen werden, nach dessen Ermessen einen Börseingang durchzuführen? Die gesamte Tätigkeit des Vorstandes erfolgt eigenverantwortlich. Das bedeutet einerseits Weisungsfreiheit gegenüber anderen Orga-

813 Die Frage der ungeschriebenen Hauptversammlungszuständigkeiten wurde vom BGH schon zweimal bejaht (vgl BGH 25.2.1982, II ZR 174/80, AG 1982, 158 (*Holzmüller*); BGH 26.4.2004, II ZR 155/02, AG 2004, 384 (*Gelatine*)). In Österreich liegt dazu noch keine klare Aussage des OGH vor (ausdrücklich offen lassend OGH 11.3.1996, 1 Ob 566/95 = GesRZ 1997, 46); dieser Ansicht offenbar folgend *Nowotny*, Zur Organisationsverfassung der Europäischen Aktiengesellschaft, GesRZ Sonderheft 2004, 39 (45).

814 *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht, Rn 3/688.

815 So auch *Rolf Grisebach*, Innovationsfinanzierung durch Venture Capital (1989) 251.

816 *Kalss* in *Aicher/Kalss/Oppitz*, Grundfragen, 279 ff; unterstützend kann die Entscheidung des BGH, Urt v 25.11.2002, II ZR 133/01 «Macrotron» in AG 2003, 273 ff zum Delisting – also dem umgekehrten Fall zur Börseinführung – angeführt werden. Der BGH nimmt eine Entscheidungskompetenz der Hauptversammlung an, da den Aktionären ein Markt genommen wird, der die Anleger in die Lage versetzt, ihre Aktien jederzeit zu veräußern. Da diese Möglichkeit bei einem Zulassungsantrag gerade geschaffen wird, kann diese Argumentation ex argumentum e contrario keine Entscheidungskompetenz der Hauptversammlung begründen. Bei einem Börseingang ohne Kapitalerhöhung bedarf es also keiner Mitwirkung der Hauptversammlung. Der Meinung von *Kalss* folgend: *Ziegert*, VCB, 181 f, der auch den überwiegend gegenteiligen Meinungsstand in der deutschen Lehre erörtert.

817 Dem Vorstand unbenommen bleibt dabei die Möglichkeit gem § 103 Abs 2 AktG, Geschäftsführungsangelegenheiten der Hauptversammlung zur Entscheidung vorzulegen, was im Zweifelsfalle auch anzuraten ist. Die Hauptversammlung hat allerdings kein Initiativrecht, Geschäftsführungsfragen an sich zu ziehen (vgl *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht, Rn 3/385 mwN).

nen der Gesellschaft, andererseits aber auch, dass Weisungen von außen für den Vorstand nicht rechtsverbindlich sind. Daraus folgt, dass der Vorstand eigenverantwortlich unter Beachtung des § 70 Abs 1 AktG zu prüfen hat, ob eine Weisung, ein Wunsch oder eine Richtlinie von Seiten organfremder Personen<sup>818</sup> (*Strasser* und *Nowotny* erörtern dabei die Beziehungen im faktischen Konzern) befolgt, oder überhaupt beachtet werden können. Verlangt daher ein PE-Investor bei Eingehen eines Engagements Vertragsbestimmungen, die auf eine Beschränkung der Eigenverantwortlichkeit des Vorstandes oder gar auf eine Weisungsgebundenheit des Vorstandes hinauslaufen, so ist Nichtigkeit anzunehmen<sup>819</sup>. Diese Überlegungen führen also zu dem Schluss, dass die Gesellschaft gegenüber dem PE-Investor keine gültige vertragliche Verpflichtung eingehen kann, die zu einem bestimmten Verhalten der Gesellschaft auf Geschäftsführungsebene verpflichten könnte<sup>820</sup>. Im Hinblick auf die monistisch geführte SE ist festzuhalten, dass die ganz überwiegende Lehre die Weisungsfreiheit der Verwaltungsratsmitglieder betont<sup>821</sup>.

ME nach darf dabei aber nicht außer Acht gelassen werden, dass es die Pflicht des Vorstandes ist, den Wert der Gesellschaft zu erhöhen<sup>822</sup>. Durch die Börsennotiz von Aktien wird auf jeden Fall eine solche Chance gegeben. Ein sich nun ergebender principal agent Konflikt zwischen den Aktionären einer-

818 Dabei könnte an covenants nach angelsächsischem Muster zu denken sein, in denen sich eine Geschäftsleitung den Weisungen oder dem Zustimmungsvorbehalt eines Kreditgebers unterwirft.

819 *Strasser* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>4</sup>, § 70 Rz 10; so auch *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG, Band II, § 70 Rz 7 ff.

820 So man der Meinung *Kalss* nicht folgen möchte, gelangt man zu dem Schluss, dass der Hauptversammlung in diesem Bereich die Kompetenz zukommt. Ein registration right könnte daher dann mE von der Hauptversammlung genehmigt werden und der Vereinbarung müsste im Anlassfall durch die Gesellschaft Folge geleistet werden.

821 So *Duursma/Duursma-Kepplinger/Roth*, Handbuch, Rz 4255; *Johannes Reich-Rohrwig*, *Societas Europaea – SE* (2006) Rz 310; aA *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht, Rn 3/1098 mwN, die die Möglichkeit einer satzungsmäßigen Weisungsbindung zulässt; so auch *Nowotny*, Europäische Aktiengesellschaft, GesRZ Sonderheft 2004, 45

822 Vgl § 70 Abs 1 AktG; *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht, Rn 3/321 ff; *Habersack* führt aus, dass die Gewinnerzielungsabsicht einer Gesellschaft mit dem Gesellschaftszweck korrelieren muss. Dieser sei von den Gründern der Gesellschaft vorgegeben und von sämtlichen Organen zu befolgen und zwar gemeinsam mit dem Ziel, Gewinne zu generieren und Unternehmenswerte zu steigern. Wenn sich nur der Gesellschaftszweck einer Zielgesellschaft durch einen Börsegang und einer einhergehenden Kapitalerhöhung zielführend erreichen lässt und noch weitere positive Effekte für die Gesellschaft erzielen lassen, so muss mE auch die Durchführung zur Börseinführung unter die Pflichten des Vorstandes im Rahmen des zu befolgenden Gesellschaftsinteresses fallen (*Mathias Habersack*, Private public partnership: Gemeinschaftsunternehmen zwischen Privaten und der öffentlichen Hand, ZGR 1996, 544 (552)).

seits, die den PE-Investor natürlich mit Wissen um dessen Ziel des IPO unter Umständen bereits in den Gesellschafterkreis aufgenommen haben, als die Gesellschaft noch nicht die Form einer AG hatte, und dem Vorstand andererseits, muss jedenfalls zugunsten der Aktionäre ausgehen. Die langfristige Steigerung des Unternehmenswertes wird sich regelmäßig mit der Verfolgung des Gesellschaftsinteresses decken<sup>823</sup>.

Die organschaftliche Treuepflicht und die zu berücksichtigenden Aktionärsinteressen<sup>824</sup> gebieten hier dem Vorstand geradezu im Sinne eines registration rights zu agieren, die Einhaltung dieser Pflichten und der günstige Zeitpunkt der Einlösung dieses Rechts kann jedoch nur im Einzelfall geprüft werden und der Vorstand wird sich dabei auch der strategischen Beratung durch den Aufsichtsrat bedienen<sup>825</sup>. Der Abschluss einer solchen Verpflichtung mit der Gesellschaft durch Vorstand bzw Verwaltungsrat erscheint daher jedenfalls als möglich<sup>826</sup>. Als rechtliche Grenze ist jedenfalls die Ausübung des Rechts zur Unzeit anzusehen, also einem völlig ungünstigen Zeitpunkt für die Zielgesellschaft.

Die gerichtliche Durchsetzung eines vertraglichen Kotierungsrechts oder einer entsprechenden Schadenersatzforderung ist jedenfalls untunlich und könnte stattdessen im Falle der Nichtbefolgung eines eingelösten registration rights die Übertragung weiterer Aktien auf den PE-Investor vereinbart werden – sozusagen als Druckmittel<sup>827</sup>.

Ein abweichendes Verhalten des Vorstandes kann aber auch den Entzug des Vertrauens durch die Hauptversammlung nach sich ziehen. Ein solches Missbrauchsvotum stellt einen wichtigen Grund dar, welcher für die Wirksamkeit einer Abberufung durch den Aufsichtsrat Voraussetzung ist und es kann daraufhin gem § 75 Abs 4 AktG die Bestellung des Vorstandes durch den Aufsichtsrat widerrufen werden. Der Vertrauensentzug darf jedoch nicht aus un-

823 *Christian Nowotny* in *Prändl/Geppert/Göth* (Hrsg), Corporate Governance Kodex (2003), 24 mwN.

824 *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht, Rn 3/324; für den Verwaltungsrat der SE gilt gem § 39 Abs 1 SEG (Statut der Europäischen Gesellschaft Societas Europaea – SE-Gesetz idF BGBl. I Nr. 67/2004) das Wohl des Unternehmens, wobei ua die Interessen der Aktionäre zu berücksichtigen sind.

825 *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 95 Rz 6.

826 Zwar ist auch der Vorstand der deutschen AG in seinem Handeln weisungsfrei, jedoch sind Bindungen der Gesellschaft insgesamt, die im Gesellschaftsinteresse liegen, wie etwa auch strategische Allianzen mit einem PE-Investor, der etwa von vorneherein nur aufgrund eines zugesagten Kotierungsrechts in die AG investiert, zulässig und daher eine Vereinbarung der Gesellschaft mit dem PE-Investor in Form eines Sonderrechts möglich (vgl *Spindler* in *Kropff/Semler* (Hrsg), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz<sup>3</sup> (2008) § 76 Rz 25).

827 *Groner*, Private Equity, 354.



sachlichen Gründen erfolgen, etwa dann, wenn die Hauptversammlung das Vertrauen gar nicht verloren hat und sich nur aus anderen Motiven mit Hilfe des Aufsichtsrates des Vorstands(-mitgliedes) entledigen will oder wenn auf diese Weise überhaupt nur ein Widerrufsgrund geschaffen werden soll<sup>828</sup>.

Da es sich jedoch beim Vorhaben des Börsenganges um ein klar definiertes Unternehmensziel handelt, gilt der Vertrauensentzug jedenfalls als sachlich begründet. Mehr noch kann eine widersprechende Vorstandsauffassung, die gegen die Interessen der Gesellschaft<sup>829</sup> oder die den Vorstand treffenden Verpflichtungen<sup>830</sup> läuft, eine grobe Pflichtverletzung des Vorstandes begründen, die vom Aufsichtsrat aufgegriffen werden kann.

Noch einfacher gestaltet sich dies in der monistisch geführten SE, in der die Hauptversammlung durch Beschluss und ohne Vorliegen eines wichtigen Grundes den Verwaltungsrat abberufen kann<sup>831</sup>.

Zu prüfen ist noch die Möglichkeit der Einräumung eines Sonderrechts in den Statuten der Gesellschaft. In Österreich ist eine solche Form des Sonderrechts nicht bekannt, handelt es sich ja um ein Recht, das ohne Zustimmung des Berechtigten nicht durch Beschluss der Hauptversammlung beeinträchtigt oder entzogen werden kann<sup>832</sup>. Die Möglichkeit der Verpflichtung der Gesellschaft zu einer bestimmten Handlung, wie etwa der Vorbereitung einer Börsennotiz, ist – soweit ersichtlich – davon nicht erfasst<sup>833</sup>.

## 2. Kotierungsrecht gegenüber den Aktionären

Die Vereinbarung soll hier nicht mit der Gesellschaft, sondern mit den Aktionären im Rahmen des shareholders' agreement durch Syndikat gefasst werden. Der Kotierungsanspruch begründet damit eine Verpflichtung des Aktionärs,

828 Strasser in *Jabornegg/Strasser (Hrsg)*, Aktiengesetz<sup>4</sup>, § 76 Rz 42.

829 Vgl § 70 AktG.

830 Vgl § 84 AktG.

831 Vgl § 48 Abs 1 SEG; abweichende Regelungen durch die Satzung sind zulässig.

832 ZB Sonderrecht zur Einberufung einer Hauptversammlung, zur Entsendung von Mitgliedern in den Aufsichtsrat, auf ein besonderes Informationsrecht.

833 *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht, Rn 3/120, *Bachner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 102 Rz 16, 23 ff, 30. AA *Michael Junker*, Der Sondervorteil im Sinne des § 26 AktG, ZHR 159 (1995), 207 (213), der im deutschen AktG auch die Verpflichtung der Gesellschaft zu einer bestimmten Handlung als Sonderrecht zulässt. Diese Meinung erscheint jedoch nicht als von der hL in Deutschland gedeckt. Die Ansicht *Junkers* beruht offenbar auf der mE unzulässigen Analogie aus dem dtGmbH-Recht, in dem Sonderrechte durchaus auch Weisungsbefugnisse an die Geschäftsführung enthalten können. Eine Analogie auf das AG-Recht ist jedoch wegen organisatorischer Unterschiede zwischen AG und GmbH nicht möglich (vgl *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG<sup>3</sup>, § 6 Rn 25).

auf die Hauptversammlung in entsprechender Weise einzuwirken<sup>834</sup>. Die Überlegungen zur organschaftlichen Zuständigkeit zum Abschluss eines Kotierungsrechts gegenüber der Gesellschaft sind hier sinngemäß anzuwenden.

Hier agiert allerdings nicht der Vorstand für die AG, sondern die Aktionäre werden in die Pflicht genommen. Sie sollen im Rahmen der Hauptversammlung im Interesse des PE-Investors agieren und können insofern Hauptversammlungsbeschlüsse erwirken. Der Vorstand erkennt zwar aus der Beschlussfassung heraus, welche Mehrheit der Gesellschafter einen bestimmten Weg wünscht, wie bereits aufgezeigt wurde, binden diese Beschlüsse den Vorstand allerdings nicht und bleibt dieser in seiner organschaftlichen Stellung weisungsfrei. Wiederum gilt zu beachten, dass die Hauptversammlung kein Initiativrecht hat, Geschäftsführungsfragen an sich zu ziehen. Dem Vorstand bleibt dabei gem § 103 Abs 2 AktG die Möglichkeit unbenommen Geschäftsführungsangelegenheiten der Hauptversammlung zur Entscheidung vorzulegen, was im Zweifelsfalle auch anzuraten ist<sup>835</sup>.

Dennoch müssen mE auch hier die organschaftlichen Treuepflichten gemeinsam mit den zu wahrenen Aktionärsinteressen für den Vorstand ausschlaggebend sein. Sollte daher eine qualifizierte Mehrheit den Börsegang wünschen, so kann daraus ein kurz- bzw mittelfristiges Unternehmensziel erkannt werden, dem sich die Geschäftsleitung fügen kann. Auch wird die Beratung durch den Aufsichtsrat hinsichtlich der weiteren strategischen Unternehmensplanung eher geneigt sein, dem Willen der Hauptversammlung konform zu laufen. Es bleibt allerdings auch hier zu beachten, dass das Geschäftsführungsmonopol beim Vorstand liegt und der Aufsichtsrat kein Anleitungs-, Weisungs- oder Initiativrecht besitzt<sup>836</sup>. Sicherlich wird auch in dieser Konstellation das Damoklesschwert des Misstrauensvotums den Vorstand bzw die Abberufung durch die Hauptversammlung in der monistisch geführten SE den Verwaltungsrat faktisch zu einem konformen Handeln bewegen, rein rechtlich ist er jedoch nicht an den Willen der Hauptversammlung gebunden.

Beispiel eines Kotierungsrechts in Form eines Aktionär-Syndikats:

*«Die Vertragsparteien beabsichtigen grundsätzlich, dass ein Ausstieg im Rahmen einer Börseneinführung bis spätestens 30.06.XX vorgenommen wird. Sofern eine Börseneinführung oder ein trade sale zwischen dem 01.01.XX und dem 30.06.XX stattfindet, ist der Finanzintermediär für den Fall, dass die Börseneinführung oder der trade sale basierend auf dem ursprünglichen Einstiegswert von € XXX zu einem IRR von 50 % pa oder darüber führt, verpflichtet, Geschäftsanteile zum Nominale pro rata an die*

834 Folgt man der bereits angeführten Ansicht, dass die Kompetenz der Entscheidung über einen Börsegang bei der Hauptversammlung liegt, so lässt sich diese Entscheidung durch einen Aktionärsbindungsvertrag ideal vorwegnehmen.

835 Kalss in Kalss/Nowotny/Schauer, Gesellschaftsrecht, Rn 3/385 mwN.

836 Kalss in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 95 Rz 6 «Begleiter – nicht Vorgesetzter».

*anderen Gesellschafter bis zu einem Ausmaß von 2 % abzutreten. Auf diese Weise wird der ursprüngliche Einstiegswert des Finanzintermediärs in der Höhe von € XXX, auf höchstens € XXX +5 nachgebessert.»*

*«Auf Verlangen eines Investors ist ein IPO an einer Börse innerhalb der Europäischen Union, der Schweiz, dem New York Stock Exchange oder dem NASDAQ durchzuführen. Die Gesellschafter der Zielgesellschaft verpflichten sich, soweit notwendig, sämtliche dafür allfällige Beschlüsse zu fassen und Zustimmung zu erteilen. Dieses Recht auf Durchführung eines Börsengangs kann von einem PE-Investor höchstens zweimal angeregt werden. Die Modalitäten der Durchführung eines IPO werden vom Vorstand nach vorheriger Zustimmung durch die Hauptversammlung festgelegt.»*

## J. Lock Up Clause

Lock up's sind die Verpflichtung, ab dem Zeitpunkt der Börsennotiz noch für eine bestimmte Dauer den Handel mit den Aktien des nunmehr börsennotierten Unternehmens zu unterlassen. Es handelt sich dabei um privatrechtliche Verträge, die in Österreich noch auf freiwilliger Basis abgeschlossen werden und nicht aufsichtsrechtlich reguliert sind. Diese Verträge werden außerstatutarisch, also nicht im Rahmen von Gesellschaftsverträgen, geschlossen und sind als Austrittsbarrieren aus dem Aktiengesellschaftsverband zu definieren<sup>837</sup>. Das Lösungsrecht des verpflichteten Aktionärs und damit die Verwertbarkeit seiner Kapitalanlage werden dadurch mehr oder weniger stark beschränkt. Lock up Perioden variieren von Börse zu Börse und betragen idR sechs Monate<sup>838</sup>. Lock up's (auch Marktschutzvereinbarungen) werden idR freiwillig eingegangen, in der Schweiz<sup>839</sup> hingegen (wie etwa auch in Deutschland oder UK) sind sie Voraussetzung für die Börsenzulassung.

Hauptargument für den Abschluss von lock up agreements ist der Funktionsschutz des Kapitalmarktes. Sie werden von den Altgesellschaftern mit der Emissionsbank, der Börse, an der die Aktien notieren sollen, oder/und der Gesellschaft (dem Emittenten) abgeschlossen. Einerseits vermeiden Behaltspflichten Paketverkäufe durch die Altaktionäre und dadurch bedingte Kursverfälle, die durch Verkäufe seitens der Altaktionäre in der post-IPO-Periode

<sup>837</sup> Kalss, Anlegerinteressen, 466.

<sup>838</sup> Wolfgang Luschin/Michael Warzecha/Georg Salcher, Der Gang an die Börse (2004) 69.

<sup>839</sup> Vgl Richtlinie betreffend Ausnahmen zur Dauer des Bestehens des Emittenten (track record) der SWX Swiss Exchange (seit 01.01.2009 nunmehr SIX Swiss Exchange) vom 01.04.2004, sowie die Richtlinie betreffend Veräußerungsverbote (Lock-up Agreements) der SIX Swiss Exchange vom 01.04.2004; vgl auch die Ausführungen zur schweizer Rechtslage in Daniel Zbinden, Börsenrechtliche Aspekte eines Initial Public Offering (IPO) in der Schweiz, Dissertation (2003), 110 ff.

entstehen würden. Andererseits verhindern sie, dass die Altaktionäre, die regelmäßig – entweder weil sie in der Unternehmensführung engagiert sind oder weil sie Kontrollaktionäre sind – Primärsiderstatus haben, ihr Insiderwissen zum Zeitpunkt der Emission durch Aktienverkäufe ausnutzen. Schließlich bedingt die Behalteverpflichtung, dass die Firmengründer infolge des Bindungseffekts ihre unternehmerische Verantwortung beibehalten, wodurch eine gewisse Kontinuität und Sicherung der bisherigen Unternehmensstrategie gewährleistet wird<sup>840</sup>. Durch die lock up period wird das Risiko erhöht, durch Einbrüche des Aktienkurses (die nicht auf unternehmensinterne Gründe zurückzuführen sein müssen), geringere Erlöse beim Aktienverkauf einzunehmen, als zum Zeitpunkt der Emission möglich gewesen wäre.

Lock up Vereinbarungen können auch als Marktschonungsklauseln ausgestaltet sein. Diese sind flexibler und machen die Möglichkeit zum Verkauf der Anteile vom Zustand des Börsenkurses abhängig. Wenn Anteile ohne Belastung des Börsenkurses («marktschonend») verkauft werden können, muss der Vertragspartner seine Zustimmung erteilen. Eine typische Kombination beider Klauseln sieht etwa eine Haltepflicht für die ersten sechs Monate und anschließend eine Marktschonungsklausel vor. Zwar bevorzugen vor allem PE-Investoren Verträge ohne diese Einschränkungen, weil sie keine Behinderung ihres Exits wollen. Dennoch geben die emissionsbegleitenden Banken lock up Klauseln als Bedingung für ihre Dienstleistung vor<sup>841</sup>. Lock up agreements können also folgende Ausgestaltungen annehmen<sup>842</sup>:

- Marktschutzvereinbarungen (als Oberbegriff), die über Haltevereinbarung hinaus zum Verwässerungsschutz und zur Vermeidung einer Belastung des Börsenkurses Regelungen zur Nicht-Durchführung von Kapitalerhöhungen und Emissionen von mit Wandlungsrechten auf Aktien der Gesellschaft ausgestatteten Finanzinstrumenten oder die Verpfändung von Aktien vorsehen und generell Maßnahmen, die einer Veräußerung<sup>843</sup> direkt oder indirekt wirtschaftlich gleich kommen verbieten,
- Haltevereinbarungen, die ausschließlich darauf gerichtet sind, dem Altaktionär für einen bestimmten Zeitraum nach der Erstnotierung der Aktie

840 *Christian Hausmaninger/Christof Splechtna*, Marktschutzvereinbarungen – Ausgestaltung und Rechtsfolgen, ÖBA 2002, 37 (37 ff); *Barbara Grunewald/Michael Schlitt*, Einführung in das Kapitalmarktrecht (2007) 168; *Peter Apathy/Gert Iro/Helmut Kozioł*, Österreichisches Bankvertragsrecht Band VI<sup>2</sup> (2007) Rz 1/59; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht Band I (2005) § 12 Rz 92.

841 *Ziegert*, VCB, 180.

842 *Jochem Korfsmeyer*, Die Bedeutung von lock-up agreements bei Aktienemissionen, Finanz Betrieb 1999, 205 (207).

843 Vgl. Punkt 2. Veräußerungsverbote der Richtlinie betreffend Veräußerungsverbote (Lock-up Agreements) der SIX Swiss Exchange vom 01.04.2004.

das Anbieten oder die Veräußerung seiner Stücke oder die Ankündigung solcher Maßnahmen zu untersagen und

- Marktschonungsklauseln, nach denen der Altaktionär seine Aktien nur mit Einwilligung der Emissionsbank über die Börse veräußern darf, wobei diese nur erteilt wird, wenn die Veräußerung «marktschonend», dh ohne Belastung für den Börsenkurs, erfolgen kann<sup>844</sup>.

Problematisch ist jedoch, dass ein Verstoß gegen lock up's nicht gänzlich zu verhindern ist. Der Schutz des Kapitalmarktes rechtfertigt andererseits auch die Wirksamkeit von Anteilsverkäufen als gutgläubigen Erwerb und somit wirkt das Verbot nur relativ zwischen den Vertragsparteien ohne Außenwirkung. Eine entgegen der Behalteverpflichtung vorgenommene dingliche Verfügung über die vom Verbot erfassten Aktien ist Dritten gegenüber gültig, macht jedoch unter Umständen den verfügenden, verbotsbelasteten Altaktionär dem Verbotsberechtigten (zB Emissionsbank, Emittent<sup>845</sup>) gegenüber schadenersatzpflichtig. Die Einhaltung des Veräußerungsverbotes wird daher durch einen Konventionalstrafvertrag abgesichert, der zwischen den Altaktionären und den Emittenten abzuschließen ist: Die Altaktionäre haben sich zu verpflichten, an die Wiener Börse AG auf deren schriftliche Aufforderung hin eine Konventionalstrafe in der Höhe der Differenz zwischen Emissionspreis/ Anschaffungspreis und Veräußerungserlös zu entrichten, wenn sie dem Veräußerungsverbot zuwiderhandeln<sup>846</sup>.

844 Vgl Art 19 Kotierungsreglement über die Zulassung von Effekten an der SIX Swiss Exchange.

845 Hinsichtlich der Ableitung eines Schadenersatzanspruches für geschädigte dritte Marktteilnehmer, zB für weitere (Jung-)Aktionäre, die durch einen verführten Paketverkauf durch Verbotsverpflichtete starke Kursabschläge und damit Wertverluste am eigenen Aktienpaket hinnehmen müssten, ist mE der Ansicht von *Hausmaninger/Splechtna* nach zu folgen, die im lock up Agreement einen Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter erkennen. Wollen Emittent und Emissionsbank maximale Flexibilität hinsichtlich späterer, weitergehender Disponibilität der Marktschutzvereinbarung gewährleisten haben, so muss bereits im Anlegerprospekt auf eine später jederzeit mögliche Abänderbarkeit dieser Vertragsbestimmung hingewiesen werden. In letzterem Fall ist jedoch vor allem in Hinblick auf Teilaufhebungen der Klausel für bestimmte Aktionärsgruppen das Gleichbehandlungsgebot (§§ 47a AktG) zu beachten und die Zustimmung der weiterhin vollumfänglich Verpflichteten ist Voraussetzung (vgl *Hausmaninger/Splechtna*, Marktschutzvereinbarungen, ÖBA 2002, 40 f).

846 *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 12 Rz 93 f; der Emittent wird als Überwachungsinstanz eingesetzt, der an die Wiener Börse AG bei Verstoß Bericht zu erstatten hat. In der Schweiz werden Verstöße mit Konventionalstrafen in der Höhe von bis zu 20% des Verkaufserlöses geahndet (vgl *Korfsmeyer*, lock-up agreements, Finanz Betrieb 1999, 208).

Aus Effizienzgründen stellt sich bei Aktiengesellschaften, die vor dem Börsengang ihre Aktien im Wege einer Privatplatzierung breit gestreut haben, noch die Frage, ob sämtliche Altaktionäre, unabhängig von der Größe ihrer Aktienpakete, von der lock up Klausel erfasst werden sollten. Der Vorschlag *Korfsmeyers*<sup>847</sup> erscheint mE applikabel, der nicht auf die Anteile des Altaktionärs gemessen am Grundkapital, sondern am free float<sup>848</sup> abstellt. Es ergibt sich dabei ein Spannungsverhältnis, da ein funktionierender Kapitalmarkt jedenfalls den größtmöglichen free float beansprucht, jedoch ein lock up agreement das Grundkapital schlechtestenfalls überwiegend festhält. Es stellt sich also die Frage: Wie hoch muss die zu veräußernde Beteiligung sein, dass der Markt in nennenswertem und für die Beteiligung negativem Maße reagiert? *Korfsmeyer* schlägt hiezu den Satz von 5 %<sup>849</sup> am free float<sup>850</sup> nach Börsengang vor. Eine derartige Regelung ist objektiv gerechtfertigt und verstößt nicht gegen das Gleichbehandlungsgebot, da davon auszugehen ist, dass Streubesitzaktionäre keinen Insiderstatus haben, wie ihn etwa Kernaktionäre aufweisen<sup>851</sup>.

Ein lock up agreement ist also eine schuldrechtliche Verfügungsbeschränkung, der sich der Aktionär vertraglich unterwirft<sup>852</sup>. Diese Verpflichtung kann jedoch in ihrer Ausgestaltung (vor allem mit der Gesellschaft als Vertragspartner) mehr oder weniger einer Vinkulierung gem § 62 AktG nahe kommen<sup>853</sup>. Eine Vinkulierung muss hingegen statutarisch verfügt werden und die Zustimmung zur Übertragung der Aktien kann ausschließlich durch die Gesellschaft erfolgen<sup>854</sup>.

847 *Korfsmeyer*, lock-up agreements, Finanz Betrieb 1999, 211 f.

848 Als free float werden Aktien einer Aktiengesellschaft beschrieben, die sich im Streubesitz befinden, dh von Anlegern gehalten werden, die nicht mehr als fünf Prozent der im Umlauf befindlichen Aktien halten und damit nicht im Besitz von Anlegern sind, welche sich dauerhaft an der Unternehmung beteiligen wollen (vgl *Reinhard Friesenbichler*, Streubesitz und Anlageerfolg, ÖBA 2006, 346 (346 f mwN)).

849 Die 5 %-Hürde wird, so könnte man auf den ersten Blick vermuten, wohl aus Gesichtspunkten der Überprüfbarkeit gewählt, da erst ab dieser Schwelle gem § 91 Abs 1 BörseG Meldepflichten ausgelöst werden und darunter keine Kontrolle über Anteilsverhältnisse bei den Aktionären möglich ist. Es zeigt sich in FN 852 allerdings, dass diese Schwelle einen anderen Hintergrund hat.

850 Das würde bedeuten, dass bei einem free float von 20 % des Grundkapitals ab einer Beteiligungshöhe von 1 % das lock up agreement zu befolgen ist. Die 20 %-Marke hat insofern Schwellenwertcharakter, da zumindest 20 % der an der Wiener Börse für lieferbar erklärten Stammaktien des Emittenten sich im Streubesitz befinden müssen, sog Mindeststreubesitz (*Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 12 Rz 91).

851 *Hausmaninger/Splechna*, Marktschutzvereinbarungen, ÖBA 2002, 41.

852 So auch *Rolf Watter/Thomas Reutter*, Rechtsprobleme beim IPO, in *Rolf Watter* (Hrsg), Rechtsfragen beim Börsengang von Unternehmen (2002), 26 ff.

853 Die in konkreter Form als Erwerbs- und Veräußerungsverbot zu werten ist, aber auch als Vorbehalt der Gesellschaft hinsichtlich der Bestimmung des Erwerbers von Aktien.

854 *Jabornegg/Geist* in *Jabornegg/Strasser* (Hrsg), Aktiengesetz<sup>4</sup> (2002) § 62 Rz 2.

Es liegt daher die Vermutung nahe, ein lock up agreement sei ein Umgehungsgeschäft zu einer gesellschaftsvertraglichen Vinkulierungsklausel. Die Diskussion dreht sich somit nicht um die bekannte Problematik, Vinkulierungsklauseln durch außerstatutarische Regelwerke umgehen zu wollen, sondern eben darum, ohne gesellschaftsvertragliche Vereinbarungen einen vinkulierungsähnlichen Zustand zu konstruieren, der unter der Kontrolle der Gesellschaft steht.

*Barthelmeß/Braun*<sup>855</sup> argumentieren hier mE nach richtig, indem sie aus der Norm zur Aktienvinkulierung kein Verbot erkennen, das jegliche schuldrechtliche Verfügungsbeschränkungen von Aktionären gegenüber der AG verbietet<sup>856</sup>. Dies lässt sich bereits aus der Wortinterpretation des § 62 Abs 1 AktG<sup>857</sup> erkennen, der von einer Kann-Bestimmung hinsichtlich der statutarischen Aktienvinkulierung spricht – weshalb außerhalb des Gesellschaftsvertrages getroffene Vereinbarungen nicht zulässig seien, ist nicht ersichtlich. Wie bereits eingangs erwähnt, genießen letztere jedoch einen geringeren, weil nicht absolut, also nicht nach außen hin wirkenden Bestandsschutz.

Der zeitliche Geltungsbereich von lock up agreements erstreckt sich zwischen 6 – 18 Monate. Eine Veräußerungsbeschränkung für diesen Zeitraum erscheint einerseits gerechtfertigt und auch von der Dauer her als unproblematisch<sup>858</sup>.

Weiters wird das Verhalten des Vorstandes untersucht, der ja die Gesellschaft beim Eingehen solcher Vereinbarungen vertritt. Dazu kann gesagt werden, dass der Vorstand vorrangig das Wohl des Unternehmens zu berücksichtigen und erst sekundär die Interessen der Aktionäre zu befolgen hat<sup>859</sup>. Wenn also der Abschluss eines lock up agreements dem Wohl der Gesellschaft dienlich ist, um etwa den Anforderungen des Prime Markets zu entsprechen und das Unternehmen an die Börse führen zu können, so ist diese Vertretungshandlung des Vorstandes jedenfalls zulässig<sup>860</sup>.

855 *Stephan Barthelmeß/Yvonne Braun*, Zulässigkeit schuldrechtlicher Verfügungsbeschränkungen über Aktien zugunsten der Aktiengesellschaft, AG 2000, 172 (174 f); *die-selben* gehen dabei auf die deutsche Rechtslage zu § 68 Abs 2 dAktG ein.

856 AA *Hans-Jochen Otto*, Vertragliche Beschränkungen zugunsten der AG, AG 1991, 369 (373).

857 § 62 Abs 1 AktG: «Die Satzung kann die Übertragung von Namensaktien an die Zustimmung der Gesellschaft binden. Die Zustimmung gibt der Vorstand, wenn die Satzung nichts anderes bestimmt ...».

858 Vgl AC 3033 Entsch v 23. Mai 1911, R VII 96/11; diese Entscheidung könnte in Hinblick auf die Regelungswirkung auf Kapitalgesellschaften als Referenz herangezogen werden: Mit dieser Entscheidung wurde eine zeitliche Übertragungsbeschränkung von GmbH-Anteilen an Nichtgesellschafter für einen Zeitraum von fünf Jahren ab Gründung der Gesellschaft als zulässig erachtet. Vgl dazu unter Punkt V.K.

859 *Strasser in Jabornegg/Strasser (Hrsg)*, Aktiengesetz<sup>4</sup>, § 70 Rz 28.

860 AA *Ulrich Immenga*, Vertragliche Vinkulierung von Aktien?, AG 1992, 79 (81).

In einem weiteren Punkt muss untersucht werden, ob es sich beim lock up agreement als Verfügungsbeschränkung um einen nichtigen Stimmbindungsvertrag mit der Gesellschaft handelt<sup>861</sup>. *Barthelmeß/Braun*<sup>862</sup> argumentieren hier damit, dass es sich konkret lediglich um die Bestrebung des Vorstandes handle, den Status Quo der Zusammensetzung der Hauptversammlung aufrecht zu erhalten. Das tatsächliche Stimmverhalten des einzelnen Aktionärs wird dadurch nicht beeinflusst.

Daraus lässt sich noch ein letzter Problembereich erkennen, nämlich die Kompetenz der Einflussnahme auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises<sup>863</sup>, welche der Hauptversammlung zuzuordnen sei und nicht dem Vorstand. Danach müssten also als logische Schlussfolgerung dahingehende Übertragungsbeschränkungen ebenfalls von der Hauptversammlung abgeschlossen werden. ME ist hier wieder der Ansicht von *Barthelmeß/Braun*<sup>864</sup> zu folgen, die damit argumentieren, dass es sich jedoch bei einem solchen lock up agreement nicht um eine Entscheidung grundlegender Natur handle, die unter die Generalkompetenz der Hauptversammlung fallen würde, sondern um eine Kooperation und strategische Allianz mit den Aktionären, die von der Geschäftsführungsbefugnis gedeckt sei.

## K. Kündigungsbestimmungen

Einzelnen Gesellschaftern soll grundsätzlich die Möglichkeit geboten werden, aus der Gesellschaft auszusteigen, ohne dass die Gesellschaft aufgelöst werden muss. Gleichzeitig ist darauf Bedacht zu nehmen, dass die Beteiligung einzelner Gesellschafter, etwa der Unternehmensgründer oder des PE-Investors, zumindest für bestimmte Zeit nicht aufgegeben werden darf, um nicht die Entwicklung der Zielgesellschaft zu gefährden – eine Kündigung darf also nicht zur Unzeit geschehen<sup>865</sup>.

Absolute Veräußerungsbeschränkungen werden vor allem dann eingesetzt, wenn ein gesteigertes Interesse an einer fortgesetzten Tätigkeit gewisser Manager-Altgesellschafter für die Zielgesellschaft besteht. Weiters wird nicht nur

---

861 Aus § 114 Abs 6 AktG lässt sich ableiten, dass Stimmrechtsbindungen zu Gunsten der Gesellschaft unzulässig sind (vgl. *Strasser* in *Jabornegg/Strasser*, Aktiengesetz<sup>4</sup>, § 114 Rz 4 mwN).

862 *Barthelmeß/Braun*, Verfügungsbeschränkungen, AG 2000, 176; aA *Immenga*, Vertragliche Vinkulierung, AG 1992, 81.

863 *Immenga*, Vertragliche Vinkulierung, AG 1992, 81 f.

864 *Barthelmeß/Braun*, Verfügungsbeschränkungen, AG 2000, 177; aA wiederum *Immenga*, Vertragliche Vinkulierung, AG 1992, 81 f; ebenso *Otto*, Vertragliche Beschränkungen, AG 1991, 375.

865 *Leitinger/Strobbach/Schöfer/Hummer*, Venture Capital, 176.



die Post-IPO-Phase<sup>866</sup> von Veräußerungsbeschränkungen begleitet, sondern bereits die Phase der Vorbereitung eines IPO, allenfalls mit einem zusätzlichen zeitlichen Sicherheitspolster. Ganz allgemein sollen zeitlich begrenzte Veräußerungsbeschränkungen aus Sicht der PE-Investoren nicht dazu führen, dass deren Kontrolle über den Exit-Prozess unangemessen eingeschränkt wird. Aus Sicht strategischer Co-Investoren dient eine Veräußerungsbeschränkung zulasten der PE-Investoren auch dem Schutz vor einem Strategiewechsel und der partiellen Absicherung längerfristiger, kommerzieller Vereinbarungen mit der Zielgesellschaft<sup>867</sup>.

In der Regel werden gesellschaftsrechtliche Veräußerungsbeschränkungen mit einem Wettbewerbsverbot verknüpft, vor allem um Altgesellschafter, die zumindest zum Teil dem Management der Gesellschaft angehören, der Zielgesellschaft mit ihrem knowhow auch für die Dauer des PE-Investments zur Verfügung stehen und nicht in ein Konkurrenzunternehmen abfließen<sup>868</sup>. Denkbar ist weiter ein zeitlich befristetes Veräußerungsverbot über mehrere Jahre und eine gesellschaftsvertraglich vorgesehene Zustimmungspflicht der Zielgesellschaft zur Veräußerung der Anteile (Vinkulierung)<sup>869</sup>.

Bei der Übertragbarkeit von Anteilen an Kapitalgesellschaften handelt es sich nach in Österreich herrschender Auffassung um eine zwingende Regel. Eine Einschränkung in Form von Vinkulierungen ist zwar möglich, eine Unterbindung der Übertragbarkeit ist jedoch nicht zulässig. Dennoch hat der OGH ein zeitlich beschränktes Übertragungsverbot für GmbH-Anteile an Nichtgesellschafter ausdrücklich für zulässig gehalten, was mE aufgrund der nur vorübergehenden Einschränkung auch für Namensaktien einer AG anzuwenden möglich sein muss – hinsichtlich Inhaberaktien bleibt festzuhalten, dass deren Verkehrsfähigkeit durch das AktG (abgesehen von Ausnahmefällen) in keiner Weise eingeschränkt werden kann<sup>870</sup>.

Bei den Personengesellschaften ist hinsichtlich Komplementäre und Kommanditisten auszuführen, dass Vereinbarungen, durch die das Kündigungsrecht<sup>871</sup> ausgeschlossen oder in anderer Weise als durch angemessene Verlänge-

866 Vgl dazu unter Punkt V.J.

867 *Huber/Zandler*, Exit Regelungen, *ecolex* 2007, 835.

868 *Leitinger/Strobbach/Schöfer/Hummer*, *Venture Capital*, 184.

869 *Johannes Maidl/Rainer Kreifels*, Beteiligungsverträge und ergänzende Vereinbarungen, *NZG* 2003, 1091 (1094); Dafür ist jedoch bei einer nachträglichen Änderung des Gesellschaftsvertrages bzw der Satzung die Zustimmung der betroffenen Gesellschafter notwendig (§ 76 GmbHG und § 62 AktG).

870 Vgl *Koppensteiner/Rüffler*, *GmbHG*<sup>3</sup>, Anh 76 Rn 3 mwN; *Jabornegg/Geist* in *Jabornegg/Strasser*, *AktG*<sup>4</sup> § 62 Rn 1 f mwN; vgl AC 3033 Entsch v 23. Mai 1911, R VII 96/11, womit eine zeitliche Übertragungsbeschränkung von GmbH-Anteilen an Nichtgesellschafter für einen Zeitraum von fünf Jahren ab Gründung der Gesellschaft als zulässig erachtet worden ist.

871 Gemeint Kündigung der Gesellschaft.

rung der Kündigungsfrist erschwert wird, nichtig sind<sup>872</sup>. Auch hier wird (im Vergleich an die Möglichkeiten des Rechts der Kapitalgesellschaften) ein vorübergehender Ausschluss als zulässig erachtet. Als unzulässige Erschwerung wird die Bindung der Kündigungsmöglichkeit an die Zustimmung Dritter (etwa der übrigen Gesellschafter) gesehen<sup>873</sup>.

Im Gesellschaftsvertrag einer Personengesellschaft kann auch vereinbart sein, dass ein Gesellschafter ausscheiden und an seine Stelle ein anderer in die Gesellschaft eintreten kann. Die Gesellschafter werden dem Ausscheidenden jedoch angesichts der großen Bedeutung, die der Individualität der Gesellschafter bei OG und KG zukommt, idR nicht vorweg das Recht einräumen, den übrigen Gesellschaftern nach freier Wahl einen neuen Gesellschafter aufzudrängen. Insofern ist eine Form der Vinkulierung möglich<sup>874</sup>.

Zu angeführten Kündigungsbestimmungen nachstehendes Beispiel:

*«Ein Ausstieg von Gesellschaftern vor dem 31.12.XX ist mit einem gesamten Anteil am nominalen Stammkapital von höchstens 10 % begrenzt. Der Ausstieg mit einem, die 10 % Grenze überschreitenden Anteil am nominalen Stammkapital der Gesellschaft darf nur dann durchgeführt werden, wenn mindestens vier der fünf PE-Investoren eine diesbezügliche Entscheidung treffen und soferne im Rahmen eines solchen Ausstiegs der erzielbare Verkaufswert der Zielgesellschaft zu jedem beliebigen Zeitpunkt vor dem 31.12.XX bei zumindest € XXX liegt, jedoch jedenfalls in einem IRR von 30 % pa gerechnet auf den ursprünglichen Einstiegswert von € XXX resultiert. Dem Finanzintermediär wird in diesem Fall das Recht zugestanden, seinen gesamten Geschäftsanteil mit zu verkaufen.»*

## L. Haftungsausschluss bei Unternehmensübernahme

Der Unternehmensübergang wird in §§ 38 – 40 UGB normiert. Soweit nichts anderes vertraglich vereinbart wird, übernimmt der Erwerber ex lege die unternehmensbezogenen (nicht höchstpersönlichen) Rechtsverhältnisse des Veräußerers mit den bis zum signing<sup>875</sup> entstandenen Rechten und Verbindlichkeiten<sup>876</sup>.

---

872 Vgl § 132 Abs 2 UGB.

873 Koppsteiner in Straube, HGB I<sup>3</sup> § 132 Art 7 Nr 14 Rz 10.

874 Krejci, Gesellschaftsrecht I, 346.

875 Ulrich Torggler, §§ 38 f UGB: Unternehmenserwerb de lege lata et ferenda, JBl 2008 137 (147) mwN, der dabei der Auslegung des typischen Parteiwillens folgt.

876 Erfolgt der Übergang durch eine gesetzlich vorgesehene Gesamtrechtsnachfolge (zB Umgründungen vgl dazu unter Punkt II.D.), so gehen die speziellen Bestimmungen der Regelung des § 38 UGB vor (Bydlinski in Krejci, RK UGB (2007) § 38 Rz 10).

Voraussetzung ist, dass das Unternehmen fortgeführt wird und zumindest der *wesentliche Unternehmenskern* übergeht<sup>877</sup>. Wird das Unternehmen jedoch in Form eines share deal's teil- oder gesamtveräußert, so liegt kein Fall des § 38 UGB vor. Es ändert sich ja nichts am Unternehmensträger, sondern lediglich die Zusammensetzung der Gesellschafter<sup>878</sup>. Weiters stellt die Übernahme und Weiterführung bisher unselbständiger Unternehmensteile keinen Anwendungsfall des § 38 UGB dar. Jedoch fällt Die Veräußerung einzelner Betriebe oder Zweigniederlassungen darunter<sup>879</sup>.

Der Veräußerer haftet nach Maßgabe des § 39 UGB für die Verbindlichkeiten aus dem Unternehmen fort, sofern sie innerhalb von fünf Jahren fällig werden. Hinzu kommt die dreijährige Verjährungsfrist dieser Verbindlichkeiten, wonach den Veräußerer eine Nachhaftung für einen Zeitraum von bis zu acht Jahren trifft<sup>880</sup>. Der Erwerber haftet unbeschränkt mit seinem gesamten sonstigen Vermögen<sup>881</sup>.

Abweichende haftungsentlastende Vereinbarungen zugunsten des Erwerbers sind möglich, im Rahmen eines PE-Investments durch den Investor allerdings nicht erwünscht. Andererseits kann sich der Veräußerer des Unternehmens nicht seiner Verbindlichkeiten aus unternehmensbezogenen Rechtsverhältnissen entledigen. Vor allem nicht gesetzt den Fall, dass dritte Vertragspartner des Unternehmens dem Übergang des Vertragsverhältnisses auf den Erwerber nicht zustimmen<sup>882</sup>. Dabei ist etwa an Kreditgeber zu denken die jedenfalls die bessere Bonität suchen. Interne Regressvereinbarungen mit dem Erwerber bzw eine entsprechende Kaufpreisgestaltung sind jedenfalls möglich.

Der Erwerber haftet jedoch zwingend neben dem Verkäufer für alle zum Unternehmen gehörigen Schulden, die er bei Übernahme kannte bzw kennen musste, begrenzt mit dem Wert des Unternehmens<sup>883</sup>. Insofern ist das verbleibende Haftungsrisiko des PE-Investors bei real überschuldeten Unternehmen immanent.

877 Vgl § 38 Abs 1 UGB; nicht erforderlich ist, dass das Unternehmen als Ganzes erworben wird.

878 *Bydlinski in Krejci*, RK UGB § 38 Rz 11.

879 *Bydlinski in Krejci*, RK UGB § 38 Rz 6.

880 Diese Haftung entspricht somit jener des ausscheidenden Gesellschafters aus einer OG oder KG.

881 Vgl § 38 Abs 1 UGB.

882 Vgl § 38 Abs 2 UGB.

883 Vgl § 1409 ABGB; weitere zwingende Haftungsvorschriften finden sich in § 6 AVRAG, § 14 BAO und § 67 Abs 4 ASVG.

## Schlussbemerkung

---

Der Einstieg eines PE-Investors in ein Engagement ist von zahlreichen Optionen geprägt. Er muss sich im Klaren darüber sein, welchen Einfluss er auf die Zielgesellschaft ausüben möchte – will er in der Geschäftsführung aktiv mitwirken, oder lediglich als Kapitalgeber wirken. Hat er vor, die Entwicklung der Zielgesellschaft über einen kurzen Zeithorizont weg zu pushen, oder will er eine über Jahre hinweg dauernde Unternehmenswertsteigerung initiieren. Er muss sich entscheiden, ob er die finanziellen Mittel dazu alleine aufbringen kann, ob er gemeinsam mit anderen Investoren einen club deal starten oder mit geschickten Kreditkonstrukten und minimalem Eigenkapitaleinsatz leverage Effekte nutzen möchte. Dazu kommt die Auswahl günstiger Steuermodelle und eventuell noch die Aufbereitung eines lukrativen Sekundärmarktes zur Vorbereitung des Exits.

Neben den betriebswirtschaftlichen Primärentscheidungen zu Effizienz und Entwicklungspotentialen des vorliegenden Investments muss die gesellschaftsrechtliche Struktur auf ihre Applikabilität geprüft werden. Wie sich zeigt, versuchen vor allem Finanzintermediäre ihr Portfolio möglichst unanfällig für Haftungsproblematiken aufzubauen. Wie sich zeigte, wird mit einem Totalausfall bei 25% der Investments kalkuliert. Dementsprechend kann es sich ein Fond nicht leisten, aufgrund einer (vielleicht auch unglücklichen) Insolvenz sein sämtliches Kapital zu verlieren. Wenn also auch auf Ebene der Finanzintermediäre mit Konzernstrukturen versucht wird, Ausfälle nicht zum *«Lauffeuer der Haftungen»* werden zu lassen, so liegt es nahe von Anfang an auf Investments zu setzen, bei denen nur begrenzte Haftungsrisiken übernommen werden. Die Untersuchung hat ergeben, dass sich die Formen der KG und hier besonders der GmbH & Co KG, der GmbH und der AG anbieten. Auch in der Schweiz zeigt sich ein ähnliches Bild mit den Formen der KommG, GmbH und der AG. Unisono hat sich das Investment in Form der stillen Gesellschaft bewährt, dessen Deckmantel der Anonymität für die Gründergesellschaften den Vorteil der nach Außen hin gewährten *«Selbständigkeit»* bewahrt. Der Blick in die Praxis hat gezeigt, dass die stille Gesellschaft zu einem Großteil den Einstieg in KMU's bereitet und aufgrund ihrer Flexibilität sehr individuelle Gestaltungsmöglichkeiten bietet.

Hier muss dann auch klar zu den Möglichkeiten einer Mezzaninkreditfinanzierung unterschieden werden, die von PE-Investoren oftmals und vorwiegend parallel zu equity Beteiligungen angeboten werden.

Im weiteren Verlauf der PE-Finanzierung und der den Bedürfnissen der Zielgesellschaft angeglichenen Finanzierungsrunden, in denen immer wieder weiteres Kapital zugeschossen wird, muss gemeinsam mit den Gründergesellschaften der Ausstieg des PE-Investors vorbereitet werden. Die Möglichkeiten gehen von der Abschichtung des PE-Investors aus freiem Kapital der Zielgesellschaft, dem buy back an die Gründergesellschaft, die Übertragung der Anteile an einen weiteren PE-Investor der später aufbauende Entwicklungen der Zielgesellschaft unterstützt, über den Verkauf der Anteile an Dritte, dem worst case der bereits angesprochenen Insolvenz bis hin zum Königsweg des Börsenganges. Jede dieser Varianten bietet spezielle Vorteile in Hinblick auf die verbleibende Finanz- und Managementsituation in der Zielgesellschaft.

Spätestens hier spielt wiederum die Auswahl der Gesellschaftsstruktur des Finanzintermediär's eine Rolle, da die im Exit erzielten Renditen möglichst ungehindert iSv steuerschonend an die Investoren des Intermediärs geleitet werden sollen. Schon bei der Gründung muss auf die Flexibilität der Finanzstruktur des Fonds größtes Augenmerk gelegt werden, um in gegebenen Situationen so rasch wie möglich einen capital call durchführen und den Einstieg wie auch den Ausstieg für Investoren in den Fond unkompliziert gestalten zu können.

In Österreich hat sich wiederum die Form der GmbH & Co KG bewährt, die sich kostengünstig gründen und verwalten lässt. Der Vorschlag für die Nachfolge der MiFiG-Gesellschaften in Form einer IG scheint den richtigen Weg gefunden zu haben – im Bereich der Ertragbesteuerung und auch in der Regelung des Geschäftsgegenstandes muss allerdings noch weitergehend Lobbyismus betrieben werden, um auch international Anerkennung zu erreichen.

Europaweit hat sich jedoch gezeigt, dass sich die englische Limited und auch die luxemburgische SICAR durch offene Fondstruktur, aber vor allem auch durch nationale steuerliche Begünstigungen durchgesetzt haben. Die Schweiz war hier schlau und auch schnell genug, um mit der Adaption nationaler Gesellschaften den Finanzplatz wieder attraktiv zu machen. Ergebnis dieser Entwicklung sind die Gesellschaftsformen des KAG, die mit flexibler Organisation der Fondsstruktur überzeugen kann. Leider wurde verabsäumt, auch die steuerlichen Rahmenbedingungen zu überarbeiten, es bleiben daher aufgrund hoher 35%iger Verrechnungssteuer die Anwendungsgebiete der Dachfonds-Konstruktionen weiterhin bei der weitaus steuergünstigeren SICAR in Luxemburg.

Der Praxiszugang zu einem weiteren Kernbereich der vorliegenden Arbeit, nämlich der Vertragsgestaltung beim Exit, liegt klarerweise zu einem Großteil bereits beim Beginn des Engagement's. Klassischerweise wird schon im share-

holders' agreement versucht, den Exit vorwegzunehmen oder zumindest sämtliche Parteien darauf vorzubereiten.

Wie sich im Rahmen der Recherchetätigkeit zu dieser Arbeit zeigte, erfolgt der Zugang zur Exit-Gestaltung in auffällig nonchalanter Weise. Der Aufbau von shareholders' agreements gleicht nahezu wie ein Ei dem anderen und es wird in offenbar branchenweiter Manier fast schon schablonenhaft die Anwendung von Standard-Vertragsklauseln geübt, deren Ursprung nicht nur inhaltlich, sondern bereits sprachlich auf eine außer-österreichische Herkunft schließen lässt: Fast die Hälfte der im Rahmen der Erhebung geprüften shareholders' agreements und Gesellschaftsverträge war in englischer Sprache abgefasst. Dazu zeigte sich im weiteren Verlauf der Untersuchung mehr und mehr, dass wohl nicht nur aus Respekt vor der anglo-amerikanischen Vertragskultur, sondern auch über ausdrücklichen Wunsch von PE-Investoren und deren Streben nach einheitlicher Vertragslandschaften in deren Portfolios und weiters auch aus blanker Gewohnheit heraus Klauseln ihre Berechtigung fanden.

Wie die Erforschung der Applikabilität jeder dieser Vereinbarungen auf das österreichische Rechtssystem ergab, schwankt der Nutzungsgrad auf einem Spektrum zwischen absoluter Nichtigkeit und der sinnvollen Ergänzung zum bestehenden Recht hin und her. Vor allem die breite Anwendung auf sämtliche Gesellschaftsformen erstaunt und muss hier klar differenziert werden. Die Untersuchungsergebnisse im Rahmen dieser Arbeit sollen einen deutlichen Hinweis darauf geben.