

General Management MBA

WIEN Universitätsbibliothek

The approved original version of this diploma or
master thesis is available at the main library of the
Vienna University of Technology.

<http://www.ub.tuwien.ac.at/eng>



Schranken der M&A–Transaktionsfinanzierung

Master Thesis zur Erlangung des akademischen Grades

Master of Business Administration (MBA)

an der Universität für Weiterbildung (Donau-Universität Krems)

und der Technischen Universität Wien, Continuing Education Center

eingereicht von

Dr. Iman Torabia

BetreuerIn

Univ.-Prof. DDr. Thomas Ratka, LL.M.

Wien, November 2017

Eidesstattliche Erklärung

Ich, Dr. Iman Torabia

geboren am _____, in _____

erkläre, hiermit

1. dass ich meine Master Thesis selbständig verfasst, andere als die angegebenen Quellen und Hilfsmittel nicht benutzt und mich auch sonst keiner unerlaubten Hilfen bedient habe,
2. dass ich meine Master Thesis bisher weder im In- noch im Ausland in irgendeiner Form als Prüfungsarbeit vorgelegt habe,
3. dass ich, falls die Arbeit mein Unternehmen betrifft, meine/n ArbeitgeberIn über Titel, Form und Inhalt der Master Thesis unterrichtet und sein Einverständnis eingeholt habe.

Wien, 28.11.2017

Ort, Datum

.....
Unterschrift

Abstract

Nicht zuletzt aufgrund der stetig wachsenden M&A-Transaktionsvolumina setzt die vorliegende Arbeit ihren Fokus insbesondere darauf, ausgewählte M&A-Finanzierungsstrukturen und deren Schranken zu analysieren.

Untersucht werden vor allem die wirtschaftlichen und rechtlichen Hintergründe der Akquisitionsfinanzierung. Neben einer Skizzierung der zwingenden österreichischen Bestimmungen über die Kapitalerhaltung (§ 52 AktG, § 82 GmbHG), soll auch der aktuelle Standpunkt des OGH zur Akquisitionsfinanzierung und deren rechtliche Grenze näher durchleuchtet werden.

Die vorliegende Arbeit untersucht die Frage der Zulässigkeit ausgewählter Transaktionsfinanzierungen insbesondere unter dem Blickwinkel des Verbotes der Einlagenrückgewähr. Angesichts der Tatsache, dass sich das M&A-Geschäft mit Verschmelzungen von Unternehmen sowie Unternehmenskäufen als eigener Wirtschaftszweig für Banken, Finanzdienstleister, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater und Rechtsanwälte herauskristallisiert hat, ist eine eingehende wissenschaftliche Auseinandersetzung mit dieser Forschungsfrage vor allem auch für die Praxis von enormer Bedeutung.

Executive Summary

Weltweit steigt nicht nur die Zahl an M&A-Deals sondern gleichzeitig auch deren Volumina.¹ Insbesondere aufgrund des stetig wachsenden M&A-Marktes und seiner Volumina besteht im Rahmen von M&A-Transaktionen ein erheblicher Bedarf an Akquisitionsfinanzierung. Es handelt sich hierbei um eine teilweise oder vollständige Finanzierung eines Unternehmenskaufs mit Fremdkapital.

In der Praxis wird nur in seltenen Fällen eine M&A-Transaktion ohne jegliches Fremdkapital finanziert. Sind Finanzinvestoren im Spiel, so finanzieren auch sie die Transaktion nur zu einem geringen Anteil mit Eigenkapital.² Die Idee dahinter ist, dass durch den geringeren Eigenkapitalanteil bzw. durch den hohen Verschuldungsgrad ein Leverage-Effekt erreicht wird.³ Für Private Equity (PE) Unternehmen (bzw. Investoren) sind fremdfinanzierte Akquisitionen (fremdfinanzierte Unternehmensübernahme bzw. leveraged buyout) durchaus typisch. So generieren etwa Private Equity Fonds ihre Wertschöpfung gerade über einen hohen Fremdkapitaleinsatz.⁴

Die Eigenkapitalrentabilität ist eine von verschiedenen Kennzahlen, die es Anlegern ermöglichen, die Rentabilität des eingesetzten Kapitals zu beurteilen. In der Praxis hat sich die englische Abkürzung ROE (Return on Equity) durchgesetzt, welche inhaltlich identisch mit der Eigenkapitalrendite ist. Hinter diesem Begriff steckt ein Wert,

¹ <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/153735/umfrage/volumen-der-fusionen-und-uebernahmen-weltweit/>; <http://www.ma-review.de/deals/deal-statistiken.html>.

² Hlawati/Doralt in Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter, Handbuch Mergers & Acquisitions, 2007, 461ff.

³ Hlawati/Doralt in Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter, Handbuch Mergers & Acquisitions, 2007, 461ff.

⁴ Vgl. Meissner, Alternative Instrumente der Unternehmensfinanzierung (2012), 34 ff.

welcher angibt, wie sich das Eigenkapital eines Unternehmens im Laufe des Untersuchungszeitraums verzinst hat.⁵

In Österreich wirft aber nun eine Reihe an aktuellen Judikaten des OGH unerwartete Fragen über die Zulässigkeit von Akquisitionsfinanzierungen auf. So hat der OGH in bestimmten bisher rechtlich unbedenklichen Sachverhaltskonstellationen einen Bankkredit als unzulässige Einlagenrückgewähr beurteilt. Die Ausführungen des OGH dürften zudem über den jeweils konkret betroffenen Einzelfall hinaus für eine ganze Bandbreite an Finanzierungs-konstellationen Relevanz haben. In der *Fehring*-Entscheidung⁶ hielt der OGH fest, dass die Bestellung von Sicherheiten durch die Zielgesellschaft für die Erwerbengesellschaft unzulässig ist, wenn diese einem Fremd- oder Drittvergleich nicht standhält.⁷

Aber auch ein Down-Stream-Merger kann gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr verstoßen, wenn die Muttergesellschaft hoch verschuldet ist. In einer anderen Entscheidung⁸ hielt der OGH fest, dass auch die Kreditaufnahme durch die Erwerbengesellschaft gefolgt von der Verschmelzung der Zielgesellschaft Up-Stream mit der Erwerbengesellschaft gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr verstößt. Etliche bisher als völlig legitim angesehene Konstellationen könnten durch aktuelle Aussagen des OGH insbesondere zur Einlagenrückgewähr stark gefährdet sein.⁹

Die *Kneisz*-Entscheidung des OGH etwa wirft nicht nur Fragen hinsichtlich der Zulässigkeit von Akquisitionsfinanzierung im Hinblick

⁵ Vgl. *Meissner*, Alternative Instrumente der Unternehmensfinanzierung (2012), 34 ff.

⁶ OGH 20. 3. 2013, 6 Ob 48/12w.

⁷ *Brugger*, Ende des Special Purpose Vehicle (SPV) durch 6 Ob 48/12w?, NZ 2013/92, 208.

⁸ OGH 20. 3. 2013, 6 Ob 48/12w.

⁹ OGH 25. 6. 1996, 4 Ob 2078/96h, *Fehring*, SZ 69/149 = JBI 1997, 108; *Brugger*, Ende des Special Purpose Vehicle (SPV) durch 6 Ob 48/12w?, NZ 2013/92, 208.

auf SPV-Konstellationen auf, sondern stellt auch eine gewisse Unsicherheit bzw Bedrohung für sämtliche Kreditportfolios der Banken dar. In der konkreten Entscheidung sah der OGH immerhin in jeder zurückgezahlten Kreditrate eine verbotene Einlagenrückgewähr.¹⁰

Damit stehen Kreditportfolios sämtlicher Banken unter ernstzunehmender Gefahr. Schwierigkeiten bei der Strukturierung und Abwicklung von M&A-Transaktionen sind vorprogrammiert.¹¹

¹⁰ *Brugger*, Ende des Special Purpose Vehicle (SPV) durch 6 Ob 48/12w?, NZ 2013/92, 208.

¹¹ Vgl auch Die Presse „Der OGH geht hier zu weit“ unter <https://diepresse.com/home/wirtschaft/recht/1465399/Der-OGH-geht-hier-zu-weit>.

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	3
1.1	Ausgangssituation und Problemstellung	3
1.2	Zielsetzung und Forschungsfrage	4
1.3	Methodische Vorgehensweise	4
1.4	Aufbau der Arbeit	5
2	Unternehmensbewertung	7
2.1	Allgemeines	7
2.2	Discounted Cashflow (DCF) - Methode	8
2.3	Ertragswertverfahren	10
2.4	Multiplikatorverfahren	11
3	Kaufpreisvereinbarung – vertragliche Gestaltung	12
3.1	Locked Box-Modell	12
3.2	Earn-out-Klausel	14
3.3	Bilanzgarantie und Eigenkapitalgarantie	16
4	Abgrenzung von strategischen Investoren und Finanzinvestoren	22
4.1	Ausgangssituation.....	22
4.2	Strategische Investoren – Management Buy Out (MBO).....	23
4.3	Finanzinvestoren	26
5	Grundbegriffe der Akquisitionsfinanzierung.....	28
5.1	Eigenkapital	28
5.2	Mezzaninkapital.....	29
5.3	Fremdkapital.....	31
6	Formen der Unternehmensfinanzierung für Akquisitionen	33
6.1	Innenfinanzierung.....	33
6.1.1	Gewinnthesaurierung.....	33
6.1.2	Asset Stripping (Ausschlachten von Unternehmen) – Auswirkungen der AIFM Richtlinie	34
6.1.3	Sale-and-Lease-back Transaktion	36
6.2	Außenfinanzierung	38
7	Strukturierung der Akquisitionsfinanzierung.....	40
8	Rechtliche Schranken der Akquisitionsfinanzierung.....	46
8.1	Allgemeines	46
8.2	Komponenten des Eigenkapital iSd § 229 UGB	48
8.3	Kapitalerhaltung und Verbot der Einlagenrückgewähr	49

8.3.1	Allgemeines	49
8.3.2	Vom Verbot der Einlagenrückgewähr erfasste Personen	53
8.3.3	Finanzierung Down-Stream / Up-Stream / Side-Stream	58
8.3.4	Kreditgewährung an Gesellschafter	61
8.3.5	Sicherheitenbestellung zugunsten von Gesellschaftern	62
9	Beurteilung ausgewählter Finanzierungsstrukturen im Lichte der GmbH-	
	Kapitalerhaltungsvorschriften	65
9.1	Leveraged-Finance-Transaktionen - Allgemein	65
9.2	Leveraged-Finance-Transaktionen und Verpfändung der erworbenen Anteile	66
9.3	MBO in Form eines Anteilskauf (Share Deal) mit anschließendem Down-Stream-Merger	68
9.4	Leveraged-Finance-Transaktionen und Verpfändung von Aktiva der Zielgesellschaft	75
10	Ausgewählte Ergebnisse der vorliegenden Arbeit.....	77
11	Literaturverzeichnis	83

1 Einleitung

1.1 Ausgangssituation und Problemstellung

Der europäische M&A-Markt verzeichnet aktuell ein starkes Wachstum an M&A-Transaktionen. So nahmen M&A-Aktivitäten im Jahr 2016 im Vergleich zum Vorjahr um 13% zu.¹

Die vorliegende Arbeit setzt ihren Fokus insbesondere darauf, ausgewählte Finanzierungsstrukturen und deren Schranken sowie die damit in Konnex stehende Sicherheitenbestellung in Bezug auf M&A-Transaktionen zu analysieren.

¹ Allgemeiner Hinweis bzgl Zitierung zur Vermeidung von Missverständnissen: Befindet sich in der vorliegenden Arbeit am Ende eines Absatzes eine einzige Fußnotenkennzeichnung, so bezieht sich – *wie meiner Erfahrung nach im Schrifttum (zumindest im juristischen) durchaus üblich* – dieser einzige Verweis auf den Inhalt des gesamten Absatzes; dies gilt für die gesamte Arbeit, zumal es keinen Sinn ergibt jeden einzelnen Satz bzw jede Idee dieses Absatzes mit ein und derselben Fußnote zu kennzeichnen. Zur Quelle des aktuellen Zitates: Deal Flow Predictor von Intralinks für das 4. Quartal 2016, siehe auch *Lang/Ladler*, Österreichischer M&A Markt 2014 in leichtem Aufwärtstrend; M&A Review 3/2015, 123 ff.
<https://de.statista.com/statistik/daten/studie/153735/umfrage/volumen-der-fusionen-unduebernahmen-weltweit/>;
<http://www.ma-review.de/deals/deal-statistiken.html>.

1.2 Zielsetzung und Forschungsfrage

Untersucht werden vor allem auch die wirtschaftlichen und rechtlichen Hintergründe der Akquisitionsfinanzierung. Da das Gebiet der Akquisitionsfinanzierung in erheblichem Maße von der anglo-amerikanischen Wirtschafts- und Rechtskultur beeinflusst ist und die Vertragsdokumentation auch in der Praxis überwiegend englischsprachig ist, werden insbesondere auch englischsprachige Fachbegriffe verwendet.²

Neben einer Skizzierung der zwingenden österreichischen Bestimmungen über die Kapitalerhaltung (§ 52 AktG, § 82 GmbHG³), soll vor allem der aktuelle Standpunkt des OGH zur Akquisitionsfinanzierung und deren rechtliche Grenze näher durchleuchtet werden.

Die vorliegende Arbeit analysiert die Frage der Zulässigkeit ausgewählter Transaktionsfinanzierungen insbesondere unter dem Blickwinkel des Verbotes der Einlagenrückgewähr.

1.3 Methodische Vorgehensweise

Das Ziel der Arbeit besteht insbesondere darin, die Gestaltungsgrenzen ausgewählter M&A-Finanzierungsstrukturen anhand der Judikaturentwicklung zu erörtern. Dabei sollen zunächst wesentliche Transaktionsaspekte untersucht und die einzelnen Finanzierungsstrukturen isoliert analysiert werden. Mittels Literaturrecherche sowie Darstellung der aktuellen österreichischen Rechtsordnung auf der einen Seite und anhand aktueller Judikatur auf der anderen Seite sollen die einzelnen Transaktionsschranken und deren rechtliche Konsequenzen aufgezeigt werden.

² *Meissner*, Alternative Instrumente der Unternehmensfinanzierung, 5f.

³ Der Fokus liegt auf § 82 GmbHG.

1.4 Aufbau der Arbeit

Nach einer Einleitung (Kapitel 1) und einer Analyse der Unternehmensbewertung (Kapitel 2), beschäftigt sich Kapitel 3 mit der Problematik der Kaufpreisfindung. Bevor nämlich auf die Kaufpreisfinanzierung im Rahmen einer M&A-Transaktion eingegangen werden kann, muss in einem ersten Schritt der für jeden Unternehmenskauf zentrale Punkt der vertraglichen Kaufpreisfindung diskutiert werden. So werden etwa die sogenannten Earn-Out-Klauseln, deren Parameter sowie finanzielle bzw nicht finanzielle Indikatoren näher unter die Lupe genommen.

Auch diverse Kaufpreismodelle, wie etwa das in der Praxis verstärkt angewandte Locked-box-Modell als Fixpreisvariante, sollen hierbei Aufmerksamkeit finden. Uneinigkeit über die Höhe des Kaufpreises für das Zielunternehmen („Target“) macht den gesamten Deal zunichte. Steht der Kaufpreis aber erst Mal fest, hat insbesondere der Verkäufer Interesse daran, das Insolvenzrisiko des Käufers abzusichern.

Es gilt nun in einem nächsten Schritt die Möglichkeiten der Kaufpreisfinanzierung zu analysieren. Für die Finanzierung eines Unternehmenskaufs ist es wichtig die verschiedenen Arten von Investoren auseinanderzuhalten (Kapitel 4). Daher wird zunächst auf die Abgrenzung von strategischen Investoren und Finanzinvestoren im Hinblick auf die strukturellen Unterschiede einer Akquisitionsfinanzierung (Kapitel 5) eingegangen. In diesem Kontext wird auch die Exit-Strategie von Private Equity Investoren als Option für reife Unternehmen im Rahmen von Buyout-Investitionen kurz skizziert. Wobei hier die Auswirkungen der AIFM Richtlinie auf Private Equity M&A-Transaktionen im Auge behalten werden muss, zumal das häufige Ziel von Private Equity-M&A, nämlich rasch einen Exit mit maximaler Rendite zu erwirtschaften, durch das AIFMG erschwert wird. Man spricht vom Verbot des sogenannten "Asset

Stripping"⁴ („Ausblutens bzw Ausschlachtens“) der erworbenen Unternehmen (Kapitel 6).

In einem weiteren Schritt folgt schließlich nach einer Analyse der Transaktionsstrukturierung (Kapitel 7) eine Untersuchung der rechtlichen Schranken (Kapitel 8). Dabei werden insbesondere anhand der aktuellen Judikatur die Gestaltungsgrenzen der Kreditfinanzierung erörtert. Die Arbeit untersucht im Zuge dessen die Gefährdungen der Gläubiger und Gesellschafter sowie die von der österreichischen Rechtsordnung hierfür vorgesehenen Schutzmechanismen. Ausgewählte Transaktionsstrukturen werden im Hinblick auf diese rechtlichen Grenzen untersucht (Kapitel 9).

Kapitel 10 fasst die wesentlichen Ergebnisse bzw Erkenntnisse zusammen.

⁴ *Clifford Chance*, AIFM Richtlinie – Auswirkungen auf Private Equity Transaktionen, 1 ff.

2 Unternehmensbewertung

2.1 Allgemeines

Bevor auf die Kaufpreisfinanzierung im Rahmen einer M&A-Transaktion eingegangen werden kann, muss in einem ersten Schritt der für jeden Unternehmenskauf zentrale Punkt der Kaufpreisfindung diskutiert werden. In der Praxis stellt sich am Beginn jeder Unternehmensübernahme nämlich eingangs die Frage nach dem Wert des Unternehmens, zumal eine Einigung hierüber eine wichtige Ausgangsbasis für die ersten Gespräche darstellt.

Wenn von Unternehmensübernahmen gesprochen wird, wird in der Regel immer öfter der Begriff Mergers & Acquisitions (M&A) verwendet.

Um einen angemessenen Kaufpreis für ein Unternehmen festlegen zu können, muss man sich zunächst der Tatsache bewusst sein, dass ein Unternehmen ein komplexes Gebilde darstellt und der Unternehmenswert nicht einfach aus den einzelnen Bestandteilen des Vermögens und der Schulden ableitbar ist.⁵ Auch, wenn die Unternehmensbewertung nur eine erste Orientierungshilfe bei der Kaufpreisfindung sein kann, muss das Ziel jeder Unternehmensbewertung eine sachgerechte Erfassung aller objektiven und subjektiven Aspekte zu einem einzigen monetären Wert sein.⁶

Der Wert jedes Unternehmens kann von einer Vielzahl an komplexen Faktoren beeinflusst werden. Die Kunst liegt nun darin aus einer Reihe an zulässigen⁷ Bewertungsmethoden die für die konkrete M&A Transaktion beste Vorgangsweise zu wählen. In der Folge sollen daher die in der Praxis zum Einsatz kommenden Bewertungsverfahren, mit denen der

⁵ *Brugger*, Unternehmenserwerb (2014), Rz 189 ff.

⁶ *Brugger*, Unternehmenserwerb (2014), Rz 189 ff.

⁷ Fachgutachten zur Unternehmensbewertung (KFS BW 1) vom 26.3.2014, S 1 ff.

Wert eines Unternehmens berechnet wird, überblicksartig skizziert werden.

Grundsätzlich unterscheidet man zwischen Diskontierungs- und Multiplikatorverfahren.

Zu den Diskontierungsverfahren zählen das Discounted Cashflow-Verfahren und das Ertragswertverfahren. Sowohl beim Discounted Cashflow-Verfahren als auch beim Ertragswertverfahren ergibt sich der Unternehmenswert aus dem Barwert finanzieller Überschüsse, die aus der Fortführung des Unternehmens und aus der Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erzielt werden. Die Berechnung des Barwerts erfolgt mit jenem Diskontierungssatz, der der Renditeforderung der Kapitalgeber entspricht.⁸

Das Multiplikatorverfahren orientiert sich hingegen an den potentiellen Marktwert; der Unternehmenswert wird unter Anwendung von Multiplikatoren ermittelt, die aus Börsenkursen vergleichbarer Unternehmen (Peer Group-Unternehmen) oder Transaktionspreisen für vergleichbare Unternehmen abgeleitet werden oder Erfahrungssätzen entsprechen.⁹

2.2 Discounted Cashflow (DCF) - Methode¹⁰

Die DCF-Methode ermittelt den Unternehmenswert durch Diskontierung von Cashflows, die je nach Verfahren unterschiedlich definiert werden.¹¹

⁸ Erneut allgemeiner Hinweis als Beispiel betreffend Fn 1: Befindet sich in der vorliegenden Arbeit am Ende eines Absatzes eine einzige Fußnotenkennzeichnung, so bezieht sich dieser einzige Verweis auf den Inhalt des gesamten Absatzes; dies gilt für die gesamte Arbeit; in diesem Fall beispielsweise bezieht sich die Kennzeichnung des gesamten Absatzes auf folgende Quelle: Fachgutachten zur Unternehmensbewertung (KFS BW 1) vom 26.3.2014, Rz 11 ff.

⁹ Fachgutachten zur Unternehmensbewertung (KFS BW 1) vom 26.3.2014, Rz 12.

¹⁰ Fachgutachten zur Unternehmensbewertung (KFS BW 1) vom 26.3.2014, Rz 34 ff.

¹¹ Fachgutachten zur Unternehmensbewertung (KFS BW 1) vom 26.3.2014, Rz 34 ff.

Das DCF-Verfahren unterscheidet zwischen zwei Ansätzen, nämlich dem Entity-Ansatz (Bruttoverfahren) und dem Equity-Ansatz (Nettoverfahren).¹²

Beim Entity-Ansatz wird der Marktwert des Gesamtkapitals (Enterprise Value) durch Diskontierung von Free Cashflows ermittelt.¹³ Die Free Cash-Flows werden unter der Fiktion vollständiger Eigenfinanzierung berechnet. In einem ersten Schritt wird der Barwert aller zufließenden Zahlungsströme ermittelt; davon wird in weiterer Folge der Barwert des Fremdkapitals abgezogen.¹⁴

Beim Weighted Average Cost of Capital (WACC)-Verfahren – als eine von verschiedenen Varianten des Bruttoverfahrens – wird der Marktwert des Gesamtkapitals (Enterprise Value) durch Diskontierung der Free Cashflows mit dem WACC ermittelt. Der Marktwert des Eigenkapitals (Equity Value) ergibt sich, indem vom Marktwert des Gesamtkapitals der Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals abgezogen wird.¹⁵

Beim WACC handelt es sich um einen gewichteten Mischzinssatz aus Eigenkapitalkosten (Renditeforderung der Eigenkapitalgeber) und Fremdkapitalkosten (Renditeforderung der Fremdkapitalgeber), wobei die Gewichtung nach dem Verhältnis der Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital erfolgt.¹⁶ Die Fremdkapitalkosten werden um die Steuerersparnis aus der Fremdfinanzierung vermindert.¹⁷ Zusammengefasst ergibt sich der Unternehmenswert als Marktwert des Eigenkapitals durch Abzug des verzinslichen Fremdkapitals vom Marktwert des Gesamtkapitals.

¹² *Brugger*, Unternehmenserwerb (2014), Rz 268 ff.

¹³ Fachgutachten zur Unternehmensbewertung (KFS BW 1) vom 26.3.2014, Rz 34 ff.

¹⁴ *Brugger*, Unternehmenserwerb (2014), Rz 268 ff.

¹⁵ *Brugger*, Unternehmenserwerb (2014), Rz 268 ff; Fachgutachten zur Unternehmensbewertung (KFS BW 1) vom 26.3.2014, Rz 39.

¹⁶ *Brugger*, Unternehmenserwerb (2014), Rz 268 ff; Fachgutachten zur Unternehmensbewertung (KFS BW 1) vom 26.3.2014, Rz 39.

¹⁷ Fachgutachten zur Unternehmensbewertung (KFS BW 1) vom 26.3.2014, Rz 39.

Nach dem Adjusted Present Value (APV)-Verfahren (Adjusted Present Value) – eine weitere Variante des Bruttoverfahrens – wird zunächst unter der Annahme vollständiger Eigenfinanzierung der Marktwert des (fiktiv) unverschuldeten Unternehmens ermittelt. Die Free Cashflows werden dann mit den Eigenkapitalkosten des unverschuldeten Unternehmens kapitalisiert. Der Marktwert des unverschuldeten Unternehmens wird um die durch die Verschuldung bewirkte kapitalisierte Steuerersparnis aus den Fremdkapitalzinsen (Tax shield) erhöht. Nach Abzug des Marktwertes verbleibt der Marktwert des Eigenkapitals. (Unternehmenswert).¹⁸

Beim Nettoverfahren bzw beim Equity-Ansatz wird nicht der gesamte Cashflow berücksichtigt, sondern nur die Zahlungen an die Eigenkapitalgeber (z. B. Dividenden, Entnahmen, Kapitalrückzahlungen, etc.). Das bedeutet die den Unternehmenseignern zufließenden finanziellen Überschüsse werden mit den Eigenkapitalkosten für das verschuldete Unternehmen diskontiert.¹⁹

Neben dem DCF-Verfahren ist das Ertragswertverfahren als weiteres bedeutendes Verfahren zu nennen und wird daher im Anschluss auch überblicksartig dargestellt.

2.3 Ertragswertverfahren

Das Ertragswertverfahren ermittelt den Unternehmenswert durch die Diskontierung (Abzinsung) der zukünftig erwarteten Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner.

Als Abzinsungssatz ist die Rendite einer Alternativenanlage heranzuziehen; anders als beim DCF-Verfahren, bei denen die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber kapitalmarktorientiert abgeleitet wird, kann der

¹⁸ Vergleiche das beschriebene APV- Verfahren im Fachgutachten zur Unternehmensbewertung (KFS BW 1) vom 26.3.2014, Rz 43.

¹⁹ Vergleiche das beschriebene APV- Verfahren im Fachgutachten zur Unternehmensbewertung (KFS BW 1) vom 26.3.2014, Rz 46.

Diskontierungssatz beim Ertragswertverfahren auch auf Basis der individuellen Verhältnisse oder Vorgaben des Bewertungssubjekts festgelegt werden.²⁰

2.4 Multiplikatorverfahren

Bei den Multiplikatorverfahren erfolgt die Preisfindung aufgrund vergangener Unternehmenstransaktionen, wobei hier der Unternehmenswert meist in Beziehung zu Ergebnissen, (etwa EBIT = Gewinn vor Zinsen und Steuern oder EBITDA = Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen), Umsätzen und Jahresüberschüssen gesetzt werden.²¹

Der Multiplikator errechnet sich aus dem Marktpreis des Eigenkapitals bzw dem Marktpreis des Gesamtkapitals eines vergleichbaren Unternehmens und der Bezugsgröße eines vergleichbaren Unternehmens.²²

Eine Gruppe vergleichbarer Unternehmen (Peer Group) dient der Ermittlung der Multiplikatoren. Die Unternehmen der Peer Group stimmen in den wesentlichen Eigenschaften (Größe, Branche, Geschäftsmodell, geographische Lage) mit dem zu bewertenden Unternehmen überein.²³

Nachdem nun die praxisrelevanten Bewertungsmethoden überblicksartig dargestellt wurden und damit eine erste Orientierungsbasis für die Kaufpreisfindung geschaffen wurde, stellt sich in einem nächsten Schritt die Frage nach der vertraglichen Kaufpreisvereinbarung.

In weiterer Folge werden etwa die sogenannten Earn-OutKlauseln, deren Parameter sowie finanzielle bzw nicht finanzielle Indikatoren näher unter die

²⁰ Siehe Rz Fachgutachten zur Unternehmensbewertung (KFS BW 1) vom 26.3.2014, Rz 48 f.

²¹ Siehe Fachgutachten zur Unternehmensbewertung (KFS BW 1) vom 26.3.2014, Rz 118 f.

²² Siehe Fachgutachten zur Unternehmensbewertung (KFS BW 1) vom 26.3.2014, Rz 125 f.

²³ Siehe Fachgutachten zur Unternehmensbewertung (KFS BW 1) vom 26.3.2014, Rz 126 f.

Lupe genommen. Auch diverse Kaufpreismodelle, wie etwa das in der Praxis verstärkt angewandte Locked-box-Modell als Fixpreisvariante, sollen hierbei Aufmerksamkeit finden.

3 Kaufpreisvereinbarung – vertragliche Gestaltung

Ein essentieller Bestandteil eines jeden Unternehmenskaufvertrages (Sales and Purchase Agreement, SPA) ist der Kaufpreismechanismus.²⁴ Käufer und Verkäufer sollten sich bei den Verhandlungen und Vertragsklauseln über alle möglichen finanziellen und bilanziellen Auswirkungen einzelner Kaufpreisregelungen bewusst sein.²⁵

In Hinblick auf die Kaufpreisvereinbarung gibt es verschiedene Mechanismen, die in der Praxis angewendet werden. In weiterer Folge werden die verschiedenen Modelle analysiert.

3.1 Locked Box-Modell

Beim Locked Box-Modell handelt es sich um eine Fixpreisvariante. Der Kaufpreis wird bei Unterzeichnung des Unternehmenskaufvertrages durch die Vertragspartner („Signing“) fixiert und das Unternehmen verkauft „so wie es ist“.²⁶ Beim sogenannten „Locked-Box-Modell“ wird der final zu zahlende Nettokaufpreis auf Basis einer in der Vergangenheit liegenden Bilanz ermittelt, wobei der letzte Bilanzstichtag als Referenz herangezogen wird.²⁷ Dieser Stichtag fungiert gleichzeitig als Bewertungsstichtag.²⁸

²⁴ <https://www.pwc.de/de/deals/kaufpreisfindung-bei-transaktionen-so-schuetzen-sich-kaeuffer-und-verkaeuffer-vor-boesen-ueberraschungen.html>.

²⁵ Siehe vorherige Fn.

²⁶ *Brugger*, Unternehmenserwerb (2014) Rz 303 ff.

²⁷ <https://www.pwc.de/de/deals/kaufpreisfindung-bei-transaktionen-so-schuetzen-sich-kaeuffer-und-verkaeuffer-vor-boesen-ueberraschungen.html>.

²⁸ <https://www.pwc.de/de/deals/kaufpreisfindung-bei-transaktionen-so-schuetzen-sich-kaeuffer-und-verkaeuffer-vor-boesen-ueberraschungen.html>.

Zu beachten ist, dass dieses Modell dem Verkäufer eine Preissicherheit („Deal Certainty“) verschafft, zumal der Veräußerer das Unternehmen nach dem Abschlussstichtag auf Rechnung des Erwerbers und der Kaufpreis danach nicht nach Maßgabe des wirtschaftlichen Erfolgs angepasst wird.²⁹

Da es der Erwerber ist, der das Risiko trägt, dass sich die Geschäftslage bis zum Abschluss verschlechtert, gibt der Verkäufer in der Regel umfangreiche Zusagen zum Geschäftsverlauf in der Zeitspanne zwischen Abschlussstichtag und Eintritt der Rechtswirksamkeit des Vertrages bzw. Übergang des Eigentums („Closing“).

Der Verkäufer tritt somit fast wie ein Treuhänder des Erwerbers auf, dies kann für den Erwerber nachteilig sein; zwischenzeitliche Wert- und sonstige Veränderungen sind überdies kaum erfassbar.³⁰ Dem Erwerber ist daher wohl eher eine Abrechnungsbilanz per Closing zu empfehlen.³¹

²⁹ *Brugger*, Unternehmenserwerb (2014), Rz 306 ff.

³⁰ *Brugger*, Unternehmenserwerb (2014), Rz 307.

³¹ *Brugger*, Unternehmenserwerb (2014), Rz 307.

3.2 Earn-out-Klausel

Die Earn-Out Methode ist eine Form der variablen Kaufpreisgestaltung, die vor allem dann zur Anwendung kommt, wenn die Ertragsaussichten für das Zielunternehmen („Target“) von Käufer und Verkäufer unterschiedlich beurteilt werden.³² Oftmals soll die Earn-out-Klausel dazu dienen, eine aus Sicht des Käufers und Verkäufers als angemessen empfundene Risikoverteilung herzustellen, zumal Käufer und Verkäufer bekanntermaßen stark unterschiedliche Erwartungen über die künftige Entwicklung des Unternehmens haben können.³³

So kann es etwa sein, dass der Verkäufer aus Sicht des Käufers eine überhöhte Kaufpreisvorstellung hat, die mit einer überdurchschnittlich guten Zukunftsprognose begründet wird („Hockeystick-Planung“).³⁴ Aus diesem Grund einigen sich Käufer und Verkäufer in der Praxis auf einen sofort fälligen (fixen) und einen variablen Kaufpreisanteil.³⁵

Die Earn-out-Methode stellt auf den Zeitraum nach dem Closing ab, also nach Übergang des Eigentums des Unternehmens bzw. der Unternehmensanteile.³⁶

Bei der Earn-out-Methode wird der vereinbarte Kaufpreis von bestimmten künftigen Entwicklungen des Kaufobjekts abhängig gemacht, die demnach auch erst nach Übergabe des Kaufobjekts eintreten können.³⁷

Neben einem fixen Basiskaufpreis, der bei Vertragsabschluss zu leisten ist, wird ein variabler Kaufpreis vereinbart, der von den weiteren

³² <http://www.icon.at/de/publikationen/news/news/detail/2013-07-10-ma-transaktionen-kaufpreis-nach-earn-out-methode/>.

³³ Galla, Earn-out-Vereinbarung bei M&A-Transaktionen, taxlex 2010, 384.

³⁴ Brugger, Unternehmenserwerb (2014), Rz 350.

³⁵ Brugger, Unternehmenserwerb (2014), Rz 350.

³⁶ <http://www.icon.at/de/publikationen/news/news/detail/2013-07-10-ma-transaktionen-kaufpreis-nach-earn-out-methode/>.

³⁷ Galla, Earn-out-Vereinbarung bei M&A-Transaktionen, taxlex 2010, 384.

Entwicklungen des gekauften Unternehmens abhängt.³⁸ Der Earn-out kann vom künftig erzielten Umsatz, Gewinn, EBIT, EBITDA, Jahresüberschuss, Cash-flow etc berechnet werden; diese Erfolgsgrößen dienen dann als Bemessungsgrundlage.³⁹

Der über dem fixen Basiskaufpreis hinausgehende variable Kaufpreiszahlungen wird dann fällig, wenn innerhalb einer vordefinierten „Earn-Out-Periode“ (in der Regel ein bis drei Jahre) die vereinbarten Erfolgsgrößen erreicht bzw überschritten werden.⁴⁰

Betont sei an dieser Stelle, dass gerade bei erst neu gegründeten Unternehmen (Start ups) oder Unternehmen mit starkem Wachstum eine variable Kaufpreisvereinbarung einen wesentlichen Vorteil für den Käufer darstellt, zumal für den Fall einer Nichterzielung der geplanten Ergebnisse der Verkäufer einen Teil des Risikos trägt und der Käufer in diesem Fall nur ein geringeren Earn-out leisten muss.⁴¹

Erwirtschaftet das Unternehmen hingegen gute Ergebnisse und kommt es zu einer Nachzahlung aufgrund der Earn-out-Regelung, so kann der Käufer diese (teilweise) aus Gewinnausschüttungen aus dem Unternehmen aufbringen.⁴²

Mögliche Nachteile für den Käufer können die Partizipation des Verkäufers an möglichen Synergieerfolgen des Käufers, die Partizipation des Verkäufers an Erfolgen von Erweiterungsmaßnahmen bzw - in Vermeidung solcher Effekte - Verzögerung von Erweiterungsmaßnahmen oder die Erschwerung bzw Verzögerung von Eingliederungsmaßnahmen

³⁸ *Galla*, Earn-out-Vereinbarung bei M&A-Transaktionen, taxlex 2010, 384.

³⁹ *Brugger*, Unternehmenserwerb (2014), Rz 353; *Galla*, Earn-out-Vereinbarung bei M&A-Transaktionen, taxlex 2010, 384.

⁴⁰ <http://www.icon.at/de/publikationen/news/news/detail/2013-07-10-ma-transaktionen-kaufpreis-nach-earn-out-methode/>.

⁴¹ *Galla*, Earn-out-Vereinbarung bei M&A-Transaktionen, taxlex 2010, 384.

⁴² *Galla*, Earn-out-Vereinbarung bei M&A-Transaktionen, taxlex 2010, 384.

in den Konzernverbund (z.B. Verschmelzung mit anderen Konzernunternehmen) sein.⁴³

Nachteilig für den Verkäufer hingegen ist, dass er keinen Einfluss mehr auf das Unternehmen hat und damit auch nicht auf den Earn-out, da die Verfügungsmacht bereits übergegangen ist und es somit etwa zu Fehlentscheidungen des Käufermanagements kommen kann.⁴⁴

3.3 Bilanzgarantie und Eigenkapitalgarantie

Der Kauf von Unternehmen ist ein komplexer und langwieriger und oft intransparenter Prozess, zumal trotz umfangreicher Due-Diligence-Prüfung Einzelheiten nicht abschließend beurteilbar oder eindeutig quantifizierbar sind.⁴⁵ In diesem Kontext spielen in der Vertragspraxis Bilanzgarantien, vor allem bei Beteiligungskäufen, eine erhebliche Rolle.⁴⁶ Als absolutes Minimum wird dem Verkäufer in aller Regel eine Bilanzgarantie abverlangt.⁴⁷ Stellt sich nun die Frage, was genau unter einer Bilanzgarantie zu verstehen ist.

Unter einer Bilanzgarantie wird die Zusicherung aller oder einzelner wichtiger Bilanzzahlen verstanden. Eine Bilanzgarantie kann die Vollständigkeit und Richtigkeit der gesamten Bilanz zusichern oder sich über die Bilanz hinaus auch auf die Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie den Anhang, sohin auf den gesamten Jahresabschluss erstrecken. Neben umfassenden Bilanzgarantien findet man in der Praxis aber auch regelmäßig eine Zusicherung bloß einzelner Bilanzpositionen; so beziehen

⁴³ <http://www.icon.at/de/publikationen/news/news/detail/2013-07-10-ma-transaktionen-kaufpreis-nach-earn-out-methode/>.

⁴⁴ <http://www.icon.at/de/publikationen/news/news/detail/2013-07-10-ma-transaktionen-kaufpreis-nach-earn-out-methode/>.

⁴⁵ Hofmann/Nowotny, Die Bedeutung von Bilanzgarantien beim Unternehmenskauf, GesRZ 2009, 126.

⁴⁶ Hofmann/Nowotny, Die Bedeutung von Bilanzgarantien beim Unternehmenskauf, GesRZ 2009, 126.

⁴⁷ Karollus-Bruner, Was garantiert die Bilanzgarantie ecolex 2007, 824.

sich diese etwa oftmals auf das Eigenkapital oder auf das sogenannte „Working Capital“.⁴⁸

Die Bilanzgarantie umfasst allerdings nicht automatisch auch den Lagebericht gemäß § 243 Abs 1 UGB, da der Lageberichtes überwiegend qualitativer Natur ist und sich darüber hinaus auch auf zukünftige Entwicklungen bezieht.⁴⁹

Die Bilanzgarantie nimmt in aller Regel auf einen Jahresabschluss zu einem in der Vergangenheit liegenden Stichtag Bezug, wobei hierbei auf den letzten Bilanzstichtag vor Abschluss des Kaufvertrages abgestellt wird. Bei variablen Kaufpreisvereinbarungen ist die Erstellung einer möglichst aktuellen Zwischenbilanz ratsam.⁵⁰ Da die Bilanzgarantie stichtagsbezogen ist, werden nachteilige Veränderungen seit dem letzten Bilanzstichtag nicht automatisch abgedeckt.⁵¹

Der Käufer ist gut beraten, sich gegen eine Vielzahl von Mängeln abzusichern und sollte daher dem Verkäufer eine Zusicherung der Richtigkeit des Jahresabschlusses abverlangen. Der Käufer ist durch die Eigenschaft der Bilanzgarantie als Auffangtatbestand gut abgesichert.⁵² In diesem Kontext sei allerdings auf die Unterscheidung zwischen der sogenannten objektiven und subjektiven Bilanzgarantie hingewiesen.⁵³

Wird mit einer Bilanzgarantie nämlich bloß die subjektive Richtigkeit der Bilanz zugesichert bzw wird vereinbart, dass der Verkäufer dafür haftet, dass der Jahresabschluss gemäß den gesetzlichen Vorschriften des UGB

⁴⁸ Zum Begriff der Bilanzgarantie siehe *Hofmann/Nowotny*, Die Bedeutung von Bilanzgarantien beim Unternehmenskauf, GesRZ 2009, 126.

⁴⁹ *Hofmann/Nowotny*, Die Bedeutung von Bilanzgarantien beim Unternehmenskauf, GesRZ 2009, 126.

⁵⁰ *Hofmann/Nowotny*, Die Bedeutung von Bilanzgarantien beim Unternehmenskauf, GesRZ 2009, 126.

⁵¹ *Wittmann*, Vertragliche Gewährleistungsregelungen beim Unternehmenskauf unter besonderer Berücksichtigung des Anteilskaufs (2011), 179 ff.

⁵² *Wittmann*, Vertragliche Gewährleistungsregelungen beim Unternehmenskauf unter besonderer Berücksichtigung des Anteilskaufs (2011), 179 ff.

⁵³ *Wittmann*, Vertragliche Gewährleistungsregelungen beim Unternehmenskauf unter besonderer Berücksichtigung des Anteilskaufs (2011), 179 ff.

und unter Einhaltung der Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung errichtet wurde, so handelt es sich hierbei um eine subjektive Bilanzgarantie.⁵⁴

Ähnlich wie bei einer sogenannten „Best Knowledge-Klausel“ („nach bestem Wissen und Gewissen-Klausel“) hat in einem solchen Fall der Verkäufer dafür einzustehen, dass sämtliche Mängel und Risiken, die für ihn als sorgfältigen Unternehmer erkennbar waren und die nach den gesetzlichen Vorschriften, insbesondere gemäß dem Vorsichtsprinzip, in der Bilanz berücksichtigt werden müssen, auch tatsächlich berücksichtigt wurden.⁵⁵ Nicht erkennbare Mängel und Risiken sind damit also nicht abgedeckt.

Eine wesentliche Rolle bei der subjektiven Bilanzgarantie spielt auch die Länge des Zeitraums zwischen dem letzten Bilanzstichtag und dem Übergabezeitpunkt. Handelt es sich nämlich hierbei um einen längeren Zeitraum, ist eine zusätzliche Regelung ratsam, die auch noch auf den Kenntnisstand des Verkäufers zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses bzw der Übergabe abstellt. Wird die entsprechende Zusicherung nicht nur für den Zeitpunkt des Signing sondern auch des Closing abgegeben, so sind damit gleichzeitig auch nachteilige Veränderungen im Zeitraum zwischen Signing und Closing abgedeckt.⁵⁶

Bei der objektiven Bilanzgarantie trägt der Verkäufer das volle Risiko für nicht erkennbare Risiken und Mängel. In diesem Fall sichert der Verkäufer nämlich zu, dass der Jahresabschluss nicht nur in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Vorschriften aufgestellt wurde, sondern dass er darüber hinaus auch den tatsächlichen Verhältnissen entspricht und somit auch objektiv richtig und vollständig ist. Der Verkäufer ist daher gut beraten, die

⁵⁴ *Wittmann*, Vertragliche Gewährleistungsregelungen beim Unternehmenskauf unter besonderer Berücksichtigung des Anteilskaufs (2011), 179 ff.

⁵⁵ *Wittmann*, Vertragliche Gewährleistungsregelungen beim Unternehmenskauf unter besonderer Berücksichtigung des Anteilskaufs (2011), 179 ff.

⁵⁶ *Wittmann*, Vertragliche Gewährleistungsregelungen beim Unternehmenskauf unter besonderer Berücksichtigung des Anteilskaufs (2011), 179 ff.

Finger von einer derart unüberschaubaren Zusicherung zu lassen und auf die genau Formulierung der Bilanzgarantie zu achten, zumal es sich bei der objektiven Bilanzgarantie um eine sehr scharfe Form der Haftung des Veräußerers handelt, die ihn nicht überschaubaren Haftungsrisiken aussetzt.⁵⁷

In der M&A-Praxis kommt es oft vor, dass ein vorläufiger Kaufpreis sowie nachfolgende Kaufpreisanpassung durch eine Stichtagsbilanz („Completion Accounts“) vereinbart werden, um so einen Ausgleich für wirtschaftliche Veränderungen im Zeitraum zwischen dem Bilanzstichtag des letzten vorliegenden Jahresabschlusses und dem Closing zu schaffen. In einer solchen Konstellation wird der Käufer erst im Zeitpunkt des Closing wirtschaftlicher Eigentümer des Unternehmens während dem Verkäufer Risiken, aber auch Chancen bis zu diesem Zeitpunkt zuzuordnen sind.⁵⁸

Eine Möglichkeit eines Auffangtatbestandes zugunsten des Käufers bietet die so genannte Eigenkapitalgarantie: Da das Eigenkapital eine bilanzielle Saldogröße zwischen den Vermögenswerten der Aktivseite der Bilanz und den Verbindlichkeiten der Passivseite darstellt, wird jede ergebniswirksame Veränderung entweder in den Vermögenswerten der Aktivseite oder in den Verbindlichkeiten der Passivseite unmittelbar in einer Veränderung des Eigenkapitals reflektiert und jeder Mangel an einem Vermögensgegenstand sowie jede zusätzliche Verbindlichkeit resultieren daher gleichsam „automatisch“ in einer Minderung des Eigenkapitals.⁵⁹

⁵⁷ *Wittmann*, Vertragliche Gewährleistungsregelungen beim Unternehmenskauf unter besonderer Berücksichtigung des Anteilskaufs (2011), 179 ff.

⁵⁸ *Hofmann/Nowotny*, Die Bedeutung von Bilanzgarantien beim Unternehmenskauf, GesRZ 2009, 126.

⁵⁹ *Wittmann*, Vertragliche Gewährleistungsregelungen beim Unternehmenskauf unter besonderer Berücksichtigung des Anteilskaufs (2011), 179 ff.

Die Bilanzgarantie und Eigenkapitalgarantie sind daher eng miteinander verbunden.⁶⁰ Mit der Eigenkapitalgarantie erfolgt die Zusicherung einer bestimmten Höhe des Eigenkapitals zum Closing.⁶¹

Als Ausgangsbasis für den vorläufigen Kaufpreis dient regelmäßig das Eigenkapital gemäß dem letzten vorliegenden Jahresabschluss bei Abschluss des Kaufvertrages, wobei die Feststellung über die Höhe des Eigenkapitals zum Zeitpunkt des Closing durch eine eigens erstellte Stichtagsbilanz erfolgt.⁶²

Eine Eigenkapitalgarantie sollte eine Definition über den Begriff des Eigenkapitals enthalten.⁶³ Vereinbart wird, dass bei Über- bzw. Unterschreitung des im letzten Jahresabschluss ausgewiesenen vertraglich festgelegten Eigenkapitals der Kaufpreis entsprechend anzupassen ist.⁶⁴

Dennoch bietet eine Eigenkapitalgarantie eine hohe Absicherung für den Käufer, zumal der Käufer nachträglich alle Bilanzansätze nochmals kritisch überprüfen und bei Bedarf kaufpreiswirksam korrigieren kann.⁶⁵

Für den Fall, dass der Verkäufer nicht einen Verkehrswert sondern bloß einen gewissen Bestand des buchmäßigen Eigenkapitals zusichert, ist zu beachten, dass nur solche Umstände erfasst sind, die in einer Bilanz reflektiert werden und daher sämtliche Faktoren, die stille Reserven oder den Firmenwert (zB Kundenstamm, Marktanteile) betreffen und die in der

⁶⁰ *Wittmann*, Vertragliche Gewährleistungsregelungen beim Unternehmenskauf unter besonderer Berücksichtigung des Anteilskaufs (2011), 179 ff.

⁶¹ *Hofmann/Nowotny*, Die Bedeutung von Bilanzgarantien beim Unternehmenskauf, GesRZ 2009, 126.

⁶² *Hofmann/Nowotny*, Die Bedeutung von Bilanzgarantien beim Unternehmenskauf, GesRZ 2009, 126.

⁶³ *Wittmann*, Vertragliche Gewährleistungsregelungen beim Unternehmenskauf unter besonderer Berücksichtigung des Anteilskaufs (2011), 179 ff.

⁶⁴ *Hofmann/Nowotny*, Die Bedeutung von Bilanzgarantien beim Unternehmenskauf, GesRZ 2009, 126.

⁶⁵ *Hofmann/Nowotny*, Die Bedeutung von Bilanzgarantien beim Unternehmenskauf, GesRZ 2009, 126.

Bilanz aufgrund des rechnungslegungsrechtlichen Vorsichtsprinzips nicht abgebildet sind, keine Berücksichtigung finden können.⁶⁶

Nachdem nun verschiedene Kaufpreis- bzw Bewertungsmodelle sowie die Absicherung des Kaufpreises diskutiert wurden, befasst sich das nächste Kapitel mit den praxisrelevanten Möglichkeiten der Kaufpreisfinanzierung.

Für die Finanzierung eines Unternehmenskaufs ist es wichtig die verschiedenen Arten von Investoren auseinanderzuhalten. Daher wird zunächst auf die Abgrenzung von strategischen Investoren und Finanzinvestoren in Hinblick auf die strukturellen Unterschiede einer Akquisitionsfinanzierung eingegangen.

⁶⁶ *Wittmann*, Vertragliche Gewährleistungsregelungen beim Unternehmenskauf unter besonderer Berücksichtigung des Anteilskaufs (2011), 179 ff.

4 Abgrenzung von strategischen Investoren und Finanzinvestoren

4.1 Ausgangssituation

Nach einer Studie der KMU Forschung Austria⁶⁷, die im Auftrag der Wirtschaftskammer Österreich (WKO) – Gründerservice und des Bundesministeriums für Wissenschaft, Forschung und Wirtschaft (BMWFW) durchgeführt wurde, sei die jährliche Anzahl an Unternehmensübergaben von 2003 bis 2012 um 17 % auf rund 6.900 Übergaben im Jahr 2012 gestiegen. Im Zeitraum von 2014 bis 2023 würden 45.700 kleine und mittlere Arbeitgeberbetriebe vor der Herausforderung stehen, einen Nachfolger zu finden. Es sei in den nächsten Jahren mit einem anhaltend hohen Übergabegeschehen zu rechnen.

Das Potential an Unternehmensübergaben setze sich dabei aus Unternehmern zusammen, die einerseits aufgrund des Erreichens des Pensionsalters übergeben, oder andererseits eine vorzeitige Übergabe planen würden. 53 % der potentiellen Übergeber (Unternehmern über 50 Jahre) würden angeben, das Unternehmen in den nächsten 10 - 15 Jahren übergeben zu wollen.

Der häufigste Grund für die Unternehmensübergabe sei das Alter des Übergebers. In 66 % der Fälle würden die Übergeber ihr Unternehmen mit Erreichung des pensionsfähigen Alters an den Nachfolger weitergeben. In der Dekade von 1996 - 2006 sei ein kontinuierlicher Rückgang der familieninternen Übergaben von 75 % auf 50 % zu verzeichnen gewesen.

⁶⁷https://www.bmwfw.gv.at/Unternehmen/Documents/Unternehmens%C3%BCbergaben%20und%20nachfolgen%20in%20%C3%96sterreich_2014.pdf; nachfolgend die Ergebnisse der Studie im Konjunktiv.

Um die Ausgangssituation in diesem Kontext richtig zu verstehen, muss an dieser Stelle darauf hingewiesen werden, dass sich die Motivation von Unternehmensverkäufen (insbesondere im Mittelstand) in der Regel aus einer fehlenden familieninterner Nachfolgelösung ergibt. Und genau hier kommen nun Investoren ins Spiel.⁶⁸ Bei der Art von M&A-Investment unterscheidet man zwischen strategischen Investoren und Finanzinvestoren, insbesondere Private-Equity-Beteiligungsgesellschaften.⁶⁹

4.2 Strategische Investoren – Management Buy Out (MBO)

Strategische Investoren betrachten das Target in der Regel als Bestandteil einer speziellen Unternehmensstrategie und beabsichtigen dieses in ihren Konzern einzubinden und damit ihr Portfolio zu erweitern.⁷⁰

Strategische Investoren stammen meist aus dem näheren Marktumfeld des Targetunternehmens und sind oft entweder Kunden, Lieferanten oder aber Wettbewerber bzw im gleichen Marktumfeld auftretende Anbieter.⁷¹

Die strategische Ausrichtung einer Transaktion leitet sich aus den strategischen Zielen und Motiven ab. Ein strategischer Investor ist zumeist darauf bedacht, sein eigenes Geschäftsmodell über einen Unternehmenskauf vertikal oder horizontal zu stärken. Ganz generell unterscheidet man bei der Akquisitionsrichtung zwischen einer horizontalen, einer vertikalen und einer lateralen (auch als Konglomerat bezeichneten) Ausrichtung.⁷²

Schließen sich Unternehmen zusammen, die sich in einem nahezu identen Geschäft der gleichen Branche und Wertschöpfungsstufe befinden

⁶⁸ *Neurath/Stöhrer*, Finanzinvestor oder strategischer Investor?, Homepage Transfer Partners 2017, 1.

⁶⁹ *Meissner*, Alternative Instrumente der Unternehmensfinanzierung (2012), 8ff.

⁷⁰ *Held*, Die Akquisitionsfinanzierung strategischer Investoren (2008), Punkt 2

⁷¹ *Neurath/Stöhrer*, Finanzinvestor oder strategischer Investor?, Homepage Transfer Partners 2017, 1.

⁷² Zur Definition vgl. *Lucks/Meckl*, Internationale Mergers & Acquisitions (2015), 29ff.

und zudem untereinander im Wettbewerb stehen, spricht man von einer horizontalen M&A-Transaktion. Die fusionierten Unternehmen mit ähnlicher Wertschöpfungsaktivität werden dann in weiterer Folge unter einem einheitlichen Management zusammengefasst.⁷³

Dadurch, dass in dem einen wie in dem anderen Unternehmen dieselben Erzeugnisse produziert werden, können die auf diese Weise zusammengefassten Betriebe Agglomerationsvorteile wie gemeinsame Rohstoffbeschaffung, gemeinsame Marktpolitik und Ähnliches zu ihrem Vorteil nutzen. Die horizontale Akquisitionsrichtung zielt sohin auf die Erhöhung des Marktanteils (Volumeneffekte, d. h. positive Auswirkungen insbesondere auf die Kostenposition durch höhere Stückzahlen in der eigenen Wertschöpfungsstufe und/oder Verbundeffekte mit positiven Synergien durch ein breiteres Produktangebot).⁷⁴

Ziel der vertikalen Akquisitionsrichtung ist es hingegen, die Wertschöpfungs- und Lieferketten eines Unternehmens zu optimieren. Die Unternehmen mögen zwar auch der gleichen Branche angehören, doch befinden sich diese auf unterschiedlichen, aufeinanderfolgenden Wertschöpfungsstufen. Vertikale M&A-Transaktionen sollen die Erhöhung der Fertigungs- bzw. Leistungstiefe eines Unternehmens durch die Fusion mit Abnehmern („Down-Stream-M&A“) oder Lieferanten („Up-Stream-M&A“) erreichen (Eigenfertigung statt Fremdbezug / Making instead of Buying). Weitere Ziele der vertikalen Fusion sind etwa Integrationssynergien, Zugang zu (technologischem) Know-how sowie Zugang zu Vertriebskanälen.⁷⁵

Das heißt zusammengefasst, es soll eine Verbesserung der inneren Geschäftsprozesse erreicht werden. Zu prüfen wäre meines Erachtens allerdings im Einzelfall, ob sich die Selbst- statt Fremdleistung

⁷³ Zur Definition vgl. *Lucks/Meckl*, Internationale Mergers & Acquisitions (2015), 29ff.

⁷⁴ Vgl. hierzu *Lucks/Meckl*, Internationale Mergers & Acquisitions (2015), 29ff.

⁷⁵ Vgl. hierzu *Lucks/Meckl*, Internationale Mergers & Acquisitions (2015), 29ff.

wirtschaftlich auch nachhaltig rentiert bevor man sich für die vertikale Integration entscheidet.

Laut *Lucks/Meckl*⁷⁶ seien der Abbau von Abhängigkeiten durch Zugang zu einer Technologiekomponente, die in Zukunft besonders wichtig werden würde (und beim Zulieferer lag), oder der Zugang zum Endkunden (der bisher bei einer zwischengelagerten Handelsstufe lag), Beispiele für weitere Gründe für die vertikale Akquisitionsrichtung.

Die laterale Strategie zielt darauf ab, in neue Märkte einzudringen, um Diversifikation und Risikostreuung zu erreichen. Der wesentliche Unterschied zur vertikalen und horizontalen Ausrichtung ist, dass sich das Targetunternehmen außerhalb der eigenen Branchengrenze befindet. Diese Form der Akquisition wird auch als Konglomerat bezeichnet. Der Einstieg in eine neue Branche über den Kauf eines Unternehmens aus der Zielbranche ist eine durchaus empfehlenswerte Strategie, zumal noch wenige Kenntnisse über diesen neuen Markt vorhanden sind. Strategische Investoren können daher auch aus fremden Märkten stammen.⁷⁷

Strategische Investoren sind in der Regel engagiert, langfristig anzulegen, sie legen ihren Fokus in aller Regel nicht auf einen Exit mit möglich hoher Nettoendite. Um den Wert des Unternehmens langfristig steigern zu können, ist eine Kontrolle über das erworbene Target jedenfalls ratsam.⁷⁸

Eine spezielle Form der strategischen Investoren, stellen die Geschäftsführer (Manager) eines Unternehmens dar. Man spricht von einem Management-Buy-out (MBO) und meint damit die Unternehmensübernahme, bei der das Management die Mehrheit des Kapitals von den bisherigen Eigentümern erwirbt. Erwähnt sei in diesem Kontext aber, dass Management-Buy-outs in aller Regel nur mit einem sehr geringen Teil des Privatvermögens der Geschäftsführer finanziert

⁷⁶ Vgl hierzu *Lucks/Meckl*, Internationale Mergers & Acquisitions (2015), 29ff.

⁷⁷ Vgl hierzu *Lucks/Meckl*, Internationale Mergers & Acquisitions (2015), 29ff.

⁷⁸ Vgl hierzu *Lucks/Meckl*, Internationale Mergers & Acquisitions (2015), 33.

werden; es kommen vielmehr auch Finanzinvestoren (für den Eigenkapitalanteil des Investments) ins Spiel. Die Finanzierung der Kreditrückzahlungen (Banken stellen Fremdkapitalanteil zur Verfügung). stammt meist aus legalen Gewinnausschüttungen.⁷⁹

Übernimmt die Belegschaft das Unternehmen, liegt ein Employee-Buy-out vor.⁸⁰

Der Vorteil bzw die Stärke des MBOs liegt vor allem darin, dass die Manager das Targetunternehmen jahrelang selbst geführt haben und daher insofern die Übergeber bereits ein Vertrauen über die Jahre aufbauen konnten und viel eher bereit sind die Übernahme zu akzeptieren. Dies kann vor allem bei Familienunternehmen das Nachfolgeproblem lösen. Umgekehrt fällt seitens des Übernehmers eine langwierige Due Diligence weg, zumal er in diesem Fall das Target ja ohnehin kennt. Ein gemeinsamer Nenner lässt sich daher bei dieser Form der Übernahme rasch finden.⁸¹

4.3 Finanzinvestoren

Bei M&A Transaktionen handelt es sich überwiegend um strategische Übernahmen, nichtsdestotrotz haben in den letzten Jahren die Finanzinvestoren wieder an Bedeutung gewonnen. Die bekannteste Gruppe von Finanzinvestoren sind klassische Private Equity (PE) Fonds, die ihre Wertschöpfung über einen hohen Fremdkapitaleinsatz generieren. So werden PE-Transaktionen nämlich oft in Form eines Leveraged Buy Outs (LBO) durchgeführt.

Durch den hohen Einsatz von Fremdkapital und den geringen Einsatz von Eigenmitteln lässt sich eine hohe Eigenkapitalrentabilität erzielen, sodass

⁷⁹ Beachte *Karollus*, 6 Ob 48/12w: Das Ende der bisherigen LBO-/MBO-Finanzierungspraxis?, GES 2013, 283; Vgl hierzu *Lucks/Meckl*, Internationale Mergers & Acquisitions (2015), 33.

⁸⁰ Vgl hierzu *Lucks/Meckl*, Internationale Mergers & Acquisitions (2015), 33.

⁸¹ Vgl hierzu *Lucks/Meckl*, Internationale Mergers & Acquisitions (2015), 33f.

sich der Einsatz von Eigenmitteln für PEs eben durchaus rentiert. PEs haben in den letzten Jahren wieder zunehmend an Bedeutung gewonnen. Ganz allgemein treten – wie erwähnt – neben strategischen Investoren immer häufiger auch Finanzinvestoren auf dem M&A Markt auf und sind mit unterschiedlichen Finanzierungsmodellen immer stärker präsent.⁸²

Auf die unterschiedlichen Modelle und Instrumente der Finanzierung von Unternehmensakquisitionen soll nun in einem nächsten Schritt näher eingegangen werden.

⁸² Vgl. *Meissner*, *Alternative Instrumente der Unternehmensfinanzierung* (2012), 34 ff.

5 Grundbegriffe der Akquisitionsfinanzierung

Bei der Akquisitionsfinanzierung handelt es sich um eine teilweise oder vollständige Finanzierung des zu erwerbenden Targets mit Fremdkapital.⁸³

5.1 Eigenkapital

Eigenkapital wird von den Eigentümern (Gesellschaftern) des Unternehmens von außen durch eine Beteiligung zugeführt (Einlagen) zugeführt. Dem Eigenkapital kommt bei der Unternehmensgründung somit eine sogenannte „Errichtungsfunktion“ zu.⁸⁴

Gesetzliche Vorschriften sehen bei der Gründung einer Gesellschaft ein bestimmtes Mindesteigenkapital (Stammkapital) vor. So fordert § 6 GmbHG zur Gründung einer GmbH etwa ein Stammkapital in Höhe von EUR 35.000. Davon ist die Hälfte bei der Gründung bar einzuzahlen.

Es besteht aber auch die Möglichkeit eine Gründungsprivilegierung iSd § 10b GmbHG in Anspruch zu nehmen. In diesem Fall beträgt zwar das Stammkapital nominell EUR 35.000. Im Gesellschaftsvertrag kann aber vorgesehen werden, dass die gründungsprivilegierten Stammeinlagen auf EUR 10.000 beschränkt werden, wobei hiervon die Hälfte sofort bar eingezahlt werden muss. Dieses Gründungsprivileg besteht für höchstens 10 Jahre.

Auch das nicht entnommene Kapital bzw der einbehaltene Gewinn (Gewinnthesaurierung) wird den Rücklagen als getrennt verbuchtes Eigenkapital zugeführt. Die Gewinnthesaurierung als Ansammlung und Einbehaltung von Gewinn wird auch als Selbstfinanzierung bezeichnet.

⁸³ Vgl *Pichler* in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017), Rz AT 2/79; *Meissner*, Alternative Instrumente der Unternehmensfinanzierung (2012), 10.

⁸⁴ Vgl *Reuter*, Eigenkapitalausweis im IFRS–Abschluss (2008), 13ff.

Nicht entnommene bzw. nicht ausgeschüttete Gewinne erhöhen somit das Eigenkapital.⁸⁵

Das Eigenkapital wird auf der Passivseite der Bilanz ausgewiesen und dokumentiert gemeinsam mit dem Fremdkapital die „Mittelherkunft“.

Im Gegensatz zum Fremdkapital kann das Eigenkapital im Fall einer Insolvenz nicht als Forderung der Eigentümer bzw. Gesellschafter geltend gemacht werden und steht diesen zudem im Liquidationsfall erst nach Befriedigung aller Gläubiger zu. Das Eigenkapital steht dem Unternehmen zeitlich unbefristet zur Verfügung. Eigenkapital ist vor allem durch Langfristigkeit gekennzeichnet. Verluste schmälern das Eigenkapital.⁸⁶

Ein weiteres Charakteristikum des Eigenkapitals ist es, dass es eine Haftungsfunktion besitzt und damit für die Rückzahlung und Verzinsung des erhaltenen Fremdkapitals haftet. Im Insolvenz- bzw. im Extremfall kann es daher zum Totalverlust des hingegebenen Eigenkapitals kommen.⁸⁷

Alle an die Kapitalgeber ausbezahlten Vergütungen (etwa Dividenden, Zinsen) sind steuerlich nicht als Betriebsausgaben abzugsfähig. Die Vergütungen unterliegen bei den Geldgebern in der Regel der Einkommensteuer, Kapitalertragsteuer bzw. der Körperschaftsteuer.⁸⁸

5.2 Mezzaninkapital

Der Begriff des Mezzanins leitet sich vom dem italienischen Begriff „mezzo“ (halb) her und stellt eine Bezeichnung für Kapital, das rechtlich

⁸⁵ Vgl. *Pichler* in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/92; *Reuter*, Eigenkapitalausweis im IFRS–Abschluss (2008), 13ff

⁸⁶ Vgl. zu den Eigenschaften *Pichler* in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/92;

⁸⁷ *Reuter*, Eigenkapitalausweis im IFRS–Abschluss (2008), 13ff

⁸⁸ Vgl. *Pichler* in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/92;

und wirtschaftlich eine Zwischenstufe zwischen Eigen- und Fremdkapital steht.⁸⁹

In der Praxis wird Mezzaninkapital dann interessant bzw verwendet, wenn die Grenze der Aufnahmefähigkeit weiterer Kredite bereits erreicht ist, zumal für Mezzaninkapital keine Sicherheiten gestellt werden.⁹⁰

Steuerrechtlich hat es den Vorteil, dass es als abzugsfähiges Fremdkapital gilt. Ökonomisch steht es als Quasi-Eigenkapital den vorrangigen Fremdkapitalgebern zur Verfügung im Insolvenzfall zur Verfügung.⁹¹

Mezzaninkapital hat insofern eigenkapitalähnliche Züge als es gesetzlich nicht so stark reguliert ist wie Fremdkapital und daher in der Gestaltungsform (z.B. Gewinnbeteiligung diverse Bezugsrechte, Laufzeit, Volumen, Rückzahlungsmodalitäten, Verzinsung) weitgehend Freiheit genießt und überdies verfügbare Sicherheiten bzw den Haftungspool nicht schmälert.⁹²

Die Tatsache, dass Mezzaninkapital gesetzlich nicht so stark reguliert ist, führt zu einer gewissen Flexibilität, sodass sich diverse unterschiedliche Finanzierungsinstrumente herausgebildet haben, die sich grundsätzlich in zwei Varianten unterscheiden. So kann Mezzaninkapital entweder eigenkapitalähnliche oder fremdkapitalähnliche Züge aufweisen.⁹³

Stille Beteiligungen sind etwa typische eigenkapitalähnliche Formen von Mezzaninkapital. Es handelt sich hierbei um eine Sonderform der

⁸⁹ Vgl *Kailer/Weiß*, Gründungsmanagement kompakt: Von der Idee zu Businessplan (2014), 72f; *Pichler* in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/93.

⁹⁰ Vgl *Pichler* in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/93.

⁹¹ Vgl *Kailer/Weiß*, Gründungsmanagement kompakt: Von der Idee zu Businessplan (2014), 72 f; *Pichler* in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/93.

⁹² Vgl *Kailer/Weiß*, Gründungsmanagement kompakt: Von der Idee zu Businessplan (2014), 72 f; *Pichler* in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/93.

⁹³ *Portisch*, Finanzierung im Unternehmenslebenszyklus (2016), 124 f.

Beteiligung, wobei die Besonderheit darin liegt, dass sie nach außen nicht in Erscheinung tritt. Sie ist daher nicht im Firmenbuch ersichtlich. Hingegen ist Mezzaninkapital mit Fremdkapitalcharakter als Verbindlichkeit zu bilanzieren und wird typischerweise als Nachrangiges Darlehen zur Verfügung gestellt.

Ein Nachrangiges Darlehen wird im Fall der Liquidation oder Insolvenz des Unternehmens im Rang nach den anderen Darlehen bedient. Als weitere Form des fremdkapitalähnlichen Mezzaninkapitals seien die Wandelanleihe und das Gesellschafterdarlehen erwähnt. Als Beispiele für typische eigenkapitalähnliche Formen sind ergänzend auch noch Genussrechte und wertpapierverbriefte Genusseine erwähnt.⁹⁴

5.3 Fremdkapital

Eine weitere Form der Finanzierung von Unternehmen stellt die Finanzierung durch Fremdkapital dar. Sowohl die externe Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung stellen eine wichtige Funktion bei der Unternehmensfinanzierung da, zumal die Selbstfinanzierungspotenziale zumeist ausgeschöpft sind.

Wesentliche Charakteristika von Fremdkapital sind etwa die fixierte Laufzeit der Kapitalbereitstellung und der Anspruch auf Zinsen und Tilgung des Kapitals. So wird eine Kreditfinanzierung nach einer bestimmten Laufzeit zurückgezahlt, wobei regelmäßig Zinsen zu leisten sind.

Gilt eine Kapitalüberlassung als Fremdkapital, sind die ausbezahlten Vergütungen als Betriebsausgaben abzugsfähig und unterliegen beim Empfänger der Kapitalertragsteuer.

⁹⁴ Pichler in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/93; *Portisch*, Finanzierung im Unternehmenslebenszyklus (2016), 109.

Ein wesentlicher Vorteil von Fremdkapital besteht darin, dass zum einen die Unternehmensanteile der bestehenden Eigentümer nicht verwässert werden und der Kapitalgeber überdies weder Kontroll- noch Mitspracherechte im Unternehmen erhält.

Unternehmensanteile werden deshalb nicht verwässert, weil sich der Kapitalgeber bei der Bereitstellung von Fremdkapital nicht am Eigenkapital des Unternehmens beteiligt. Der Fremdkapitalgeber besitzt eine Gläubigerstellung und ist im Insolvenzfall berechtigt, in das Gesellschaftsvermögen zu vollstrecken.⁹⁵

⁹⁵ Pichler in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/94 ff.

6 Formen der Unternehmensfinanzierung für

Akquisitionen

6.1 Innenfinanzierung

Um eine Akquisition finanzieren zu können, stehen dem Käufer diverse Formen der Innenfinanzierung zur Verfügung. So kämen etwa die Gewinnthesaurierung, das Asset Stripping oder die Sale and lease back-Transaktion in Betracht.

6.1.1 Gewinnthesaurierung

Um den Kaufpreis des Targets finanzieren zu können, verzichtet das Unternehmen auf die Ausschüttung des erwirtschafteten Gewinns an die Gesellschafter, akkumulieren und verwenden diesen dann entsprechend zur Akquisitionsfinanzierung. Dabei unterscheidet man bei der Gewinnthesaurierung zwischen der stillen und offenen Selbstfinanzierung.⁹⁶

Instrumente der stillen Selbstfinanzierung sind etwa stille Rücklagenbildungen (überhöhte Abschreibungen, überhöhte Rückstellungszuweisungen) sowie Schätzungsrücklagen. Schätzungsrücklagen verfolgen keine besondere bilanzpolitische Strategie; sie tragen den Unsicherheiten bei der Bestimmung prospektiver Wertansätze insofern Rechnung, als bei der Bewertung von Aktiva eher ein zu niedriger Wertansatz und bei der Bewertung des Passiva eher ein zu hoher Wertansatz gewählt wird. Charakteristisch für diese Instrumente der Selbstfinanzierung ist, dass sie im Bereich der Gewinnermittlung ansetzen.⁹⁷

⁹⁶ Pichler in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/88; Heyd, Gabler Business-Wissen A-Z Bilanzierung (2005), 158f.

⁹⁷ Heyd, Gabler Business-Wissen A-Z Bilanzierung (2005), 158 f.

Die offene Selbstfinanzierung hingegen setzt im Bereich der Gewinnverwendung an. Sie geht davon aus, dass sich an den ausgewiesenen Gewinn keine erfolgsabhängigen Zahlungen anschließen, somit an das Unternehmen gebunden sind und dessen Substanz stärken. Instrumente der offenen Selbstfinanzierung sind die Bildung oder Erhöhung von Gewinnrücklagen oder eines Gewinnvortrags.⁹⁸

6.1.2 Asset Stripping (Ausschlachten von Unternehmen) – Auswirkungen der AIFM Richtlinie

Von Asset Stripping spricht man, wenn eine Zielgesellschaft zunächst erworben wird und unmittelbar im Anschluss an die Übernahme nicht strategische oder redundante Aktiva veräußert werden sollen. Dem Käufer des Targets geht es gar nicht darum, etwa die Führung dieses Unternehmens langfristig zu übernehmen oder ein besseres Management einzuführen. Dem Käufer, der das Target einfach nur ausschachten bzw. ausbluten lassen will, geht es darum aus dem vermutlich zu niedrig bewerteten Unternehmen kurzfristig Profit zu schlagen.

Das bedeutet, der Käufer will schlicht am Verkauf der Anteile, nicht strategischer oder redundanter Aktiva der Zielgesellschaft verdienen. Der Erwerber veräußert in der Regel ungenutzte, nicht betriebsnotwendige Liegenschaften, einzelne Tochtergesellschaften oder ganze Unternehmensteilbereiche. Die dadurch erworbenen Mittel werden dann letztlich zur Rückführung eines Teiles der Kaufpreisfinanzierung genutzt. Die raschen Gewinne werden also eingesetzt, um - im Sinne des Leveraged Buy Outs - die Verschuldung bei Ankauf der Anteile abzubauen.⁹⁹

Asset Stripping macht volkswirtschaftlich vor allem dann Sinn, wenn etwa Beteiligungen veräußert werden, die zuvor in unzweckmäßiger Weise zusammengekauft worden waren. Hingegen hätte es einen negativen

⁹⁸ Heyd, Gabler Business-Wissen A-Z Bilanzierung (2005), 160.

⁹⁹ Gröner, Der Markt für Unternehmenskontrollen (1992), 19f; Pichler in Mittendorfer/Mittermair (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/88;

Beigeschmack, wenn für Erweiterungen in der Zukunft zweckmäßige Grundstücke veräußert werden, um damit rasch Gewinne zu erzielen.¹⁰⁰

Die AIFM-Richtlinie¹⁰¹ enthält unter anderem Regelungen, die im Rahmen von Private Equity Investitionen im Zusammenhang mit dem Finanzierungsinstrument des Asset Strippings zu berücksichtigen sind. In diesem Kontext sei erwähnt, dass die Richtlinie sowohl generell im Zuge einer M&A Transaktion als auch während der Haltezeit bezüglich eines Portfoliounternehmens zu berücksichtigen ist. In weiterer Folge sollen allerdings ausschließlich die Auswirkungen der AIFM-Richtlinie auf das Ausschichten von Unternehmen beleuchtet werden.¹⁰²

Der Geltungsbereich dieser Richtlinie sollte gemäß Erwägungsgrund 6 auf Unternehmen begrenzt sein, die die Verwaltung von AIF als regelmäßige Geschäftstätigkeit betreiben und die sich bei einer Anzahl von Anlegern Kapital beschaffen, um dieses Kapital einer bestimmten Anlagepolitik entsprechend zugunsten dieser Anleger zu investieren, wobei es sich bei den AIF um offene oder geschlossene Fonds handeln kann und es keine Rolle spielt, welche Rechtsform sie haben und ob sie börsennotiert sind oder nicht.¹⁰³

Erwägungsgrund 7 sieht vor, dass Wertpapierfirmen, wie etwa Family-Office-Vehikel, die das Privatvermögen von Anlegern investieren, ohne Fremdkapital zu beschaffen, nicht als AIF gemäß dieser Richtlinie betrachtet werden sollten.¹⁰⁴

¹⁰⁰ Gröner, Der Markt für Unternehmenskontrollen (1992), 19f

¹⁰¹ Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010.

¹⁰² Gröner, Der Markt für Unternehmenskontrollen (1992), 18.

¹⁰³ Erwägungsgrund 6 der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010.

¹⁰⁴ Erwägungsgrund 7 der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010.

Artikel 30 der AIFM-Richtlinie enthält Einschränkungen des Ausschachtens von Unternehmen. Gemäß Artikel 30 muss ein Manager sich in den ersten zwei Jahren nach dem Erlangen der Kontrolle über das entsprechende Unternehmen nach besten Kräften bemühen Kapitalherabsetzungen, die Rücknahme von Anteilen und/oder den Ankauf eigener Anteile sowie Ausschüttungen an die Anteilseigner zu verhindern.

Diese Auflagen gelten für den Fall, dass – unter anderem – durch diese Maßnahmen entweder das im Jahresabschluss des Unternehmens ausgewiesene Nettoaktivvermögen bei Abschluss des letzten Geschäftsjahres den Betrag des gezeichneten Kapitals zuzüglich nicht zur Ausschüttung gedachter Rücklagen unterschritten wird, oder das letzte Geschäftsjahresergebnis zuzüglich des Gewinnvortrags und der Entnahmen aus hierfür verfügbaren Rücklagen, vermindert um den Verlust aus früheren Geschäftsjahren sowie um Beträge, die nach dem Gesetz oder der Satzung in Rücklagen eingestellt worden sind, überschritten wird.¹⁰⁵

Mit dieser Regelung der AIFM-Richtlinie sollen Investoren insbesondere Private Equity Fonds von dem Versuch abgehalten werden, ein Unternehmen mit der Absicht zu erwerben, schnellen Profit zu generieren.¹⁰⁶

6.1.3 Sale-and-Lease-back Transaktion

Um mehr Liquidität in einem Unternehmen zu generieren werden mittels Sale-and-Lease-back insbesondere stille Reserven im Unternehmen

¹⁰⁵ *Clifford Chance*, AIFM Richtlinie – Auswirkungen auf Private Equity Transaktionen, Client Briefing, 2 ff; Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010.

¹⁰⁶ *Clifford Chance*, AIFM Richtlinie – Auswirkungen auf Private Equity Transaktionen, Client Briefing, 2 ff.

aktiviert. Leasing ist im Allgemeinen eine Form der Kapitalfreisetzung, in der Kapital durch die Umwandlung von Anlagevermögen in Geldvermögen freigesetzt wird.¹⁰⁷

So werden betriebsnotwendige Wirtschaftsgüter wie etwa Immobilien und werthaltige Maschinen und Anlagen an eine Leasinggesellschaft veräußert und anschließend zurückgeleast. Auf diesem Wege kommt das Unternehmen zu liquiden Mitteln und kann aber gleichzeitig das Wirtschaftsgut nutzen. Für die Nutzung des Wirtschaftsguts leistet das Unternehmen eine regelmäßige Leasingrate und erhält in der Regel die Option, das Gut zurückzukaufen.¹⁰⁸

Das Besondere bei dieser Finanzierungsart ist, dass kein Kredit aufgenommen werden muss, sondern eben die Liquidität aus unternehmenseigenen Wirtschaftsgütern generiert wird während gleichzeitig der Gebrauch dieser Güter möglich bleibt und zudem das Unternehmen das Leasingobjekt am Ende der Laufzeit zurückerwerben kann. Gerade Immobilien spielen bei dieser Finanzierung eine erhebliche Rolle, zumal stille Reserven aktiviert werden können (in der Regel liegt ja der Buchwert unter dem Marktwert).¹⁰⁹

Diese positive Kettenreaktion, die mit dem Sale-and-Lease-back-Instrument ausgelöst wird, zeigt sich überdies darin, dass die Liquidität neben der Finanzierung einer M&A-Transaktion auch zur Tilgung von Krediten genutzt werden kann und somit die Eigenkapitalquote gestärkt und letztlich die Bonität bei Investoren zur Aufnahme eines höheren Kredits verbessert werden kann. Vorteilhaft ist zudem die Abzugsfähigkeit der Leasingraten; die Abschreibung erfolgt nach der AfA Tabelle.¹¹⁰

¹⁰⁷ Pichler in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/89; <https://www.pallascapital.com/sale-and-lease-back/>.

¹⁰⁸ Pichler in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/89; <https://www.pallascapital.com/sale-and-lease-back/>.

¹⁰⁹ Pichler in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/89; <https://www.pallascapital.com/sale-and-lease-back/>.

¹¹⁰ Pichler in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/89; <https://www.pallascapital.com/sale-and-lease-back/>.

6.2 Außenfinanzierung

Wie bereits dargestellt, spielen externe Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung eine wichtige Rolle bei der Unternehmensfinanzierung, da das generierte Volumen aus der Innenfinanzierung eher selten für die komplette Begleichung des Kaufpreises ausreicht.¹¹¹ Die Außenfinanzierung kann daher sowohl als Eigen- als auch als Fremdfinanzierung erfolgen.

Im Rahmen von M&A-Transaktionen unterscheidet man nach der Stellung der Kapitalgeber zwischen der Beteiligungs- (Equity Capital Markets) und Fremdfinanzierung (Debt Capital Markets).¹¹²

Im Rahmen der Beteiligungsfinanzierung wird dem Unternehmen von außen durch Beteiligung – mit oder ohne Zugang zum Kapitalmarkt – Eigenkapital bereitgestellt werden.¹¹³ So führen etwa bereits vorhandene oder neue Gesellschafter dem Unternehmen Geld- oder Sacheinlagen zu, wobei dies sowohl bei der Gründung des Unternehmens aber auch später in Form einer Kapitalerhöhung geschieht.¹¹⁴

Die Vorteile der Beteiligungsfinanzierung liegen auf der Hand: Das eingebrachte Eigenkapital erhöht zum einen die Eigenkapitalquote und zum anderen wird damit eine bessere Bonität in Hinblick auf eine künftig geplante Fremdfinanzierung erreicht. Die Beteiligungsfinanzierung verursacht zudem keine Zinsen. Nachteilig hingegen ist, dass unter

¹¹¹ Halder, Finanzierung von M&A-Transaktionen: Vendor Loans und Earnout-Strukturen (2013), 15.

¹¹² Halder, Finanzierung von M&A-Transaktionen: Vendor Loans und Earnout-Strukturen (2013), 15.

¹¹³ Pichler in Mittendorfer/Mittermair (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/92.

¹¹⁴ Bauer, Die Beteiligungsfinanzierung als Instrument der Außenfinanzierung dt. Industrieunternehmen (2009), 3.

Umständen Anteile verschoben werden. Zudem besteht eine steuerliche Benachteiligung mangels steuerlicher Abzugsfähigkeit.¹¹⁵

Neben der Beteiligungsfinanzierung ist die Beschaffung finanzieller Mittel in Form von Fremdkapital möglich. Fremdkapital wird klassisch als Darlehen bzw als Kredit auf eine bestimmte Zeit mit einem Tilgungsplan zur Verfügung gestellt. In aller Regel steht Unternehmen erst in einer späteren Entwicklungsphase Fremdkapital zu; erforderlich ist das Erwirtschaften eines positiven Cashflows oder alternativ - sollte sich das Unternehmen noch in einer frühen Phase befinden – kann der Unternehmer dem Fremdkapitalgeber auch private Sicherheiten zur Verfügung stellen.

¹¹⁵ Pichler in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/92.

7 Strukturierung der Akquisitionsfinanzierung

Für Private-Equity-Unternehmen (bzw Investoren) sind fremdfinanzierte Akquisitionen (fremdfinanzierte Unternehmensübernahme bzw leveraged buyout) durchaus typisch. Wie bereits im Zuge der vorliegenden Arbeit öfters angedeutet, generieren Private Equity (PE) Fonds ihre Wertschöpfung gerade über einen hohen Fremdkapitaleinsatz, zumal sich auf diese Weise bzw durch den geringen Einsatz von Eigenmitteln eine hohe Eigenkapitalrentabilität erzielen lässt.¹¹⁶

Leveraged-Finance-Transaktionen werden in der Regel über eine eigens gegründete Erwerbs- bzw (Ein-)Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle, SPV bzw NewCo) strukturiert. Der Investor und das Management statten die neu gegründete Erwerbsgesellschaft mit Eigenkapital und eigenkapitalähnlichen Mitteln aus.¹¹⁷

In einem zweiten Schritt nimmt dieses sogenannte Special Purpose Vehicle für den Erwerb der Anteile an der Zielgesellschaft einen Kredit auf. Gegenüber einem direkten Anteilserwerb durch den dahinterstehenden Investor bringt dies Schutz vor unmittelbarer Haftung des Investors und ermöglicht grundsätzlich einen Abzug von Finanzierungszinsen in der Jurisdiktion, in der die erworbene Beteiligung ihre Gewinne erwirtschaftet und versteuert.¹¹⁸

Diese Vorgehensweise soll insbesondere den dahinterstehenden Investor vor einer unmittelbaren Haftung schützen. Vorteilhaft ist zudem, dass grundsätzlich ein Abzug von Finanzierungszinsen in der Jurisdiktion - in

¹¹⁶ Vgl *Meissner*, *Alternative Instrumente der Unternehmensfinanzierung* (2012), 34 ff.

¹¹⁷ *Pichler* in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), *Handbuch Unternehmensfinanzierung* (2017); Rz AT 2/107.

¹¹⁸ *Pichler* in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), *Handbuch Unternehmensfinanzierung* (2017); Rz AT 2/107.

der die erworbene Beteiligung ihre Gewinne erwirtschaftet und versteuert – möglich ist.¹¹⁹

Steuerlich handelt es sich etwa auch für einen ausländischen Investor um eine sinnvolle Strukturierung, da dieser die Zinsen für die Akquisitionsfinanzierung mangels österreichischer Erwerbsgesellschaft nur gegen Einkünfte der eigenen ausländischen Gesellschaft verrechnen kann (oder diese möglicherweise wegen eines Abzugsverbots im Ausland nicht zum Abzug bringen kann). Dies gilt umgekehrt natürlich auch für den Erwerb einer ausländischen Beteiligung durch einen österreichischen Investor.¹²⁰

Darüber hinaus wäre bei natürlichen Personen als Erwerber die Rückführung der Akquisitionsfinanzierung nur aus versteuerten Dividenden möglich und zudem mangels Möglichkeit zur Bildung einer Gruppe iSd § 9 KStG eine Verrechnung von Zinsaufwendungen mit den Einkünften der Zielgesellschaft ausgeschlossen.¹²¹

Der Zweck eines SPVs ist daher zum einen in der Finanzierung, dem Erwerb und dem Halten der Beteiligung begründet. In den meisten Fällen liegt kein operativer Betrieb vor. Erwirtschaftet die Zielgesellschaft Gewinne, fließen diese als Cashflows an das Special Purpose Vehicle zurück und können von diesem wiederum für Bedienung der Fremdkapitaltilgungen und –zinsen verwendet werden.¹²²

¹¹⁹ Pichler in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/107.

¹²⁰ Gall/Kainberger, Aktuelle Fragen der Transaktions-strukturierung im Lichte der Judikatur des OGH zur Einlagenrückgewähr, *GesRZ* 2014, 217; Pichler in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/107.

¹²¹ Gall/Kainberger, Aktuelle Fragen der Transaktions-strukturierung im Lichte der Judikatur des OGH zur Einlagenrückgewähr, *GesRZ* 2014, 217; Pichler in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/107.

¹²² Gall/Kainberger, Aktuelle Fragen der Transaktions-strukturierung im Lichte der Judikatur des OGH zur Einlagenrückgewähr, *GesRZ* 2014, 217; Pichler in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/107.

Da die Zielgesellschaft den operativen Cashflow generiert, muss gewährleistet sein, dass die freien Cashflows auch tatsächlich in das Special Purpose Vehicle fließen. Hierzu führt *Mittendorfer*¹²³ verschiedene Lösungsansätze an, wobei bei der Wahl einer dieser Optionen vor allem steuerliche Aspekte, Vorschriften der Kapitalerhaltung (Thin Capitalization) oder das Verbot der finanziellen Unterstützung des Erwerbs eigener Anteile (Financial Assistance) zu berücksichtigen seien:

- Gewinnausschüttungen
- aufströmende Darlehen
- Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge
- Verschmelzung zwischen Erwerbs- und Zielgesellschaft (downstream oder upstream merger)
- Debt push-down.

In Hinblick auf das Aufströmen der Cashflows aus der Zielgesellschaft muss auch geklärt werden, wie den Kreditgebern des SPVs ein rechtlich einwandfreier Zugang auf die Sicherheiten der Zielgesellschaft und deren operativen Gesellschaft(en) ermöglicht wird. In diesem Kontext ist es erforderlich zwischen vertraglichem und strukturellem Nachrang zu unterscheiden.¹²⁴

Unter Nachrangkapital (Subordinated Debt) versteht man Finanzierungsinstrumente, die hinsichtlich des Rückzahlungsanspruches nachrangig sind. Nachrangkapital nimmt im Rahmen der Akquisitionsfinanzierung hauptsächlich die Stellung als „Lückenfüller“ zwischen Eigen- und Fremdkapital ein.¹²⁵

¹²³ *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/112.

¹²⁴ *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/114 ff.

¹²⁵ *Stadler*, Die Bedeutung von High-Yield Bonds im Rahmen der Finanzierungsstruktur von Buyout-Transaktionen (2013), 13.

Das Nachrangkapital wird zwar hinsichtlich des Fremdkapitals (Senior Debt) nachrangig behandelt, allerdings wird es vor den Eigenkapitalgebern bedient. Die Laufzeit des Nachrangkapitals ist in aller Regel um ein Jahr länger als die der am längsten laufenden Senior Debt – Tranche. Typischerweise werden Bullet-Zahlungen (dh Rückzahlung in einem Betrag) vereinbart.¹²⁶

Die Nachrangigkeit und die Bullet-Zahlung sind regelmäßig mit höheren Verzinsungen oder mit einem sogenannten Equity Kicker (dh Option zum Erwerb von Eigenkapitaltranchen bzw Wertsteigerungskomponente) verbunden. Dies vor allem deshalb um ein entsprechend adäquates Rendite-Risiko-Profil erreichen zu können. Da die Nachrangigkeit von Subordinated Debt gesetzlich nicht geregelt ist, muss sie entweder vertraglich oder strukturell gewährleistet werden.¹²⁷

Im Rahmen einer Akquisitionsstrukturierung mit vertraglichem Nachrang regeln die Parteien in einem „Intercreditor-Agreement“ fest, wie die Rangfolge der Ansprüche der einzelnen Kapitalgeber geregelt wird. Man spricht in diesem Kontext von „Waterfall“.¹²⁸

Bei der strukturellen Nachrangigkeit hingegen wird die dreistufige Transaktionsstruktur (Erwerbgesellschaft – SPV - Targetgesellschaft) (jeweils) um ein zusätzliches SPV erweitert. Dieses SPV dient als Kapitalnehmer und Holding-Gesellschaft der eigentlichen Erwerbgesellschaft.¹²⁹

¹²⁶ *Stadler*, Die Bedeutung von High-Yield Bonds im Rahmen der Finanzierungsstruktur von Buyout-Transaktionen (2013), 13.

¹²⁷ *Stadler*, Die Bedeutung von High-Yield Bonds im Rahmen der Finanzierungsstruktur von Buyout-Transaktionen (2013), 13 ff; *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/113.

¹²⁸ *Stadler*, Die Bedeutung von High-Yield Bonds im Rahmen der Finanzierungsstruktur von Buyout-Transaktionen (2013), 13 ff; *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/115.

¹²⁹ *Stadler*, Die Bedeutung von High-Yield Bonds im Rahmen der Finanzierungsstruktur von Buyout-Transaktionen (2013), 13 ff; *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/115.

Das bedeutet bei einer Akquisitionsfinanzierung mit strukturellem Nachrang wird für jede Tranche, die in der Rangfolge gleich sein soll, eine eigene Gesellschaft gegründet. Für die Aufnahmen der Nachrangkapital-Tranche(n) wird ein SPV gegründet. Für die Aufnahme von Fremdkapital bzw Senior-Darlehn wird ein SPV errichtet. Die unterschiedlichen Finanzierungsinstrumente werden nach ihrer Seniorität (Senior Loan bzw Debt- 2nd Lien - Subordinated Debt bzw Junior Debt) getilgt.¹³⁰

Zum besseren Verständnis sei an dieser Stelle auch etwas näher auf die Begrifflichkeit Senior Loan bzw Debt eingegangen: gemeint ist damit das vorrangige Fremdkapital; man unterscheidet je nach Seniorität bzw Rendite-Risiko-Verhältnis weiters zwischen Senior A – Senior B – Senior C, wobei ein Senior A Loan das geringste Risiko aufweist und damit entsprechend vor einem Senior B und C getilgt werden muss. Die Tranche A hat die kürzeste Laufzeit (zumeist 5 bis 7 Jahre) und ist in gleichbleibenden Tilgungsraten während der Laufzeit zurückzuzahlen. Die Tranche B hat eine um ein Jahr längere Laufzeit als die Tranche A und wird meistens in einem Betrag am Ende der Laufzeit getilgt (Bullet Payment). Schließlich hat die Tranche C in der Regel eine um ein Jahr längere Laufzeit als die Tranche B und wird erst dann getilgt, wenn die Tranche B vollständig getilgt wurde. In der Praxis wird in aller Regel bei der Planung der Strukturierung mit dem Senior Loan begonnen, wobei die Höhe naturgemäß von bankmäßigen Sicherheiten auf Ebene der Zielgesellschaft und der Höhe der zur Deckung heranzuziehenden Cashflows abhängt.¹³¹

Der sogenannte Second-Lien-Kredit kommt immer dann zum Einsatz, wenn ein bereits bestehendes Darlehen mit einem weiteren Kredit aufgestockt werden soll. Diesen zweiten Kredit zur Aufstockung des

¹³⁰ *Stadler*, Die Bedeutung von High-Yield Bonds im Rahmen der Finanzierungsstruktur von Buyout-Transaktionen (2013), 13 ff; *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/115.

¹³¹ *Stadler*, Die Bedeutung von High-Yield Bonds im Rahmen der Finanzierungsstruktur von Buyout-Transaktionen (2013), 14f, *Tcherveniachki*, Kapitalgesellschaften und Private Equity Fonds, 208.

Darlehens bezeichnet man als Second-Lien-Kredit. Second-Lien-Kredite sind nachrangig im Vergleich zu Senior-Lien-Kredite.¹³²

Das gesamte Gesellschaftsvermögen dieser zusätzlich gegründeten SPVs steht den jeweiligen Darlehnsgebern zur Befriedigung ihrer Ansprüche zur Verfügung. Ansprüche von Parteien, die im Waterfall weiter unten, also weniger bedeutend sind, werden nachrangig behandelt.¹³³

Die Gläubiger der operativen Tochtergesellschaften sowie die Gläubiger der Erwerbgesellschaft werden dadurch noch vor den Gläubigern des neuen SPVs bedient. Die Gläubiger der operativen Tochtergesellschaften haben nämlich auch Zugriff auf das Betriebsvermögen, während die Gläubiger des neuen SPVs nur ein Anspruch auf ein Beteiligungsvermögen besitzen.¹³⁴

Die Gläubiger der eigentlichen Erwerbgesellschaft sprich die Fremdkapitalgeber haben eine bevorzugte Stellung im Rahmen des Dividend Upstreams (Aufströmen des free cash flows) und verfügen zudem über Sicherheiten.¹³⁵

¹³² *Kalateh*, Kreditspezifische Informationspflichten von Banken bei der Kreditvergabe (2015), 199 ff.

¹³³ *Stadler*, Die Bedeutung von High-Yield Bonds im Rahmen der Finanzierungsstruktur von Buyout-Transaktionen (2013), 13 ff; *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/115.

¹³⁴ *Stadler*, Die Bedeutung von High-Yield Bonds im Rahmen der Finanzierungsstruktur von Buyout-Transaktionen (2013), 14f, *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/115.

¹³⁵ *Stadler*, Die Bedeutung von High-Yield Bonds im Rahmen der Finanzierungsstruktur von Buyout-Transaktionen (2013), 14f, *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/115.

8 Rechtliche Schranken der Akquisitionsfinanzierung

8.1 Allgemeines

Dieses Kapitel behandelt die rechtlichen Schranken der Akquisitionsfinanzierung und geht auf die zwingenden österreichischen Bestimmungen über die Kapitalerhaltung (§ 52 AktG, § 82 GmbHG) bzw insbesondere auf das Verbot der Einlagenrückgewähr ein. Im Rahmen dieser Untersuchung wird vor allem auch der aktuelle Standpunkt des OGH zur rechtlichen Grenze der Akquisitionsfinanzierung näher durchleuchtet.

In der Praxis ist es häufig so, dass gerade bei einer fremdkapitalfinanzierten Transaktion das Target-Unternehmen einen Teil der Finanzierungsverbindlichkeiten übernimmt oder aber zumindest Sicherheiten zu Gunsten einer finanzierenden Bank bestellt. Es gilt daher solche Konstellationen unter der Lupe der zwingenden Schutzmechanismen zu prüfen, um die Interessen der Gläubiger nicht zu gefährden. So empfiehlt es sich bereits zu Beginn der Strukturierung einer Transaktionsfinanzierung darauf zu achten, dass diese insbesondere im Einklang mit den zwingenden Bestimmungen über die Kapitalerhaltung stehen.¹³⁶

Die österreichische Rechtsordnung bezweckt mit ihren zwingenden Schutzmechanismen nicht nur, die "Einlagenrückgewähr" zu verbieten, sondern insbesondere auch faktisch das Kapital zu erhalten. Bei einem Verstoß dieser zwingenden Normen drohen nicht nur die Nichtigkeit des geschlossenen Geschäfts sondern darüber hinaus auch die Haftung des begünstigten Gesellschafters, des Geschäftsführers und subsidiär der

¹³⁶ Hlawati/Doralt in Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter, Handbuch Mergers & Acquisitions (2007), 463f.

übrigen Gesellschafter. Zudem drohen auch strafrechtliche Konsequenzen.¹³⁷

¹³⁷ *Zehetner*, Das "Verbot der Einlagenrückgewähr" - Kapitalerhaltung in der GmbH, GBU 2009, 11.

8.2 Komponenten des Eigenkapital iSd § 229 UGB

Gemäß § 229 UGB handelt es sich beim Eigenkapital um das sogenannte Nennkapital bzw um das Grundkapital einer AG und das Stammkapital einer GmbH.¹³⁸

Das Nennkapital ist auf der Passivseite mit dem Nennbetrag der übernommenen Einlagen anzusetzen. Für den Wertansatz ist das am Bilanzstichtag tatsächlich im FB eingetragene Nennkapital maßgebend, das sich allerdings aufgrund einer ordentlichen, bedingten oder nominellen Kapitalerhöhung, einer Kapitalherabsetzung oder eines genehmigten Kapitals aus Gesellschaftsmitteln (Umwandlung von Rücklagen in Nennkapital; aufgrund eines Beschlusses der Hauptversammlung dem Vorstand erteilte Ermächtigung, ohne weiteres Befragen der Hauptversammlung das Grundkapital durch Ausgabe junger Aktien in einem bestimmten Ausmaß zu erhöhen) verändern kann.¹³⁹

Als Kapitalrücklage sind gemäß § 229 Abs UGB auszuweisen:

- der Betrag, der bei der ersten oder einer späteren Ausgabe von Anteilen für einen höheren Betrag als den Nennbetrag oder den dem anteiligen Betrag des Grundkapitals entsprechenden Betrag über diesen hinaus erzielt wird;
- der Betrag, der bei der Ausgabe von Schuldverschreibungen für Wandlungsrechte und Optionsrechte zum Erwerb von Anteilen erzielt wird;
- der Betrag von Zuzahlungen, die Gesellschafter gegen Gewährung eines Vorzugs für ihre Anteile leisten;

¹³⁸ Christian in Torggler, UGB (2016), Rz 1 ff zu § 229.

¹³⁹ Christian in Torggler, UGB (2016), Rz 1 ff zu § 229.

- die Beträge, die bei der Kapitalherabsetzung gemäß den §§ 185, 192 Abs. 5 AktG und § 59 GmbHG zu binden sind;
- der Betrag von sonstigen Zuzahlungen, die durch gesellschaftsrechtliche Verbindungen veranlasst sind.

Laut *Torggler*¹⁴⁰ stellen Kapitalrücklagen Außenfinanzierung da, wobei sie jene Mittel umfassen, die der Gesellschaft als Eigenfinanzierung von den Gesellschaftern oder von Dritten über den Betrag des gezeichneten Kapitals hinaus zur Verfügung gestellt wurden und denen keine Forderungs- oder Gläubigerrechte gegenüberstehen.

Gewinnrücklagen entstehen innerhalb der Gesellschaft aus selbst erwirtschafteten Gewinnen, die nicht ausgeschüttet wurden und stattdessen einbehalten wurden. Es handelt sich somit um eine Form der Innenfinanzierung.¹⁴¹

8.3 Kapitalerhaltung und Verbot der Einlagenrückgewähr

8.3.1 Allgemeines

Die Kernbestimmung der Kapitalerhaltung im österreichischen Recht stellt das Verbot der Einlagenrückgewähr (§ 52 AktG, 82 GmbHG) dar. Die vorliegende Arbeit setzt ihren Fokus allerdings auf das österreichische GmbH-Recht. Im Folgenden wird daher ausschließlich auf die Kapitalerhaltungsbestimmungen der GmbH Bezug genommen.¹⁴²

Gemäß § 82 Abs 1 GmbHG können Gesellschafter ihre Stammeinlage nicht zurückfordern. Die Gesellschafter haben - solange die Gesellschaft

¹⁴⁰ *Christian* in *Torggler*, UGB (2016), Rz 16 zu § 229.

¹⁴¹ *Christian* in *Torggler*, UGB (2016), Rz 25 zu § 229.

¹⁴² Siehe *Hlawati/Doralt* in *Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter*, Handbuch Mergers & Acquisitions (2007), 463f, die richtigerweise ergänzend darauf hinweisen, dass die Einschränkungen, die sich aus dem Verbot der Einlagenrückgewähr für AGs ergeben, auch für GmbHs gelten.

besteht - nur Anspruch auf den nach dem Jahresabschluss als Überschuss der Aktiven über die Passiven sich ergebenden Bilanzgewinn, soweit dieser nicht aus dem Gesellschaftsvertrag oder durch einen Beschluss der Gesellschafter von der Verteilung ausgeschlossen ist.

Das Vermögen der Gesellschaft als Haftungsfonds für ihre Gläubiger soll umfassend geschützt werden. Auch der Schutz der Minderheitsgesellschafter vor einem ungerechtfertigten Zugriff der Mehrheitsgesellschafter auf das Gesellschaftsvermögen soll durch die Bestimmung des § 82 GmbHG gewährleistet werden.¹⁴³

Das Stammkapital stellt alleiniges „dem Zugriff der Gläubiger freigegebenes Befriedigungsobjekt“ bzw Haftungs- und Verlusttilgungspotential dar und muss gegen Schmälerung durch Leistungen an die Gesellschafter abgesichert werden. Stehen Leistungen der Gesellschaft an Gesellschafter keine gleichwertige Gegenleistung gegenüber und wird hierdurch das Vermögen zum Nachteil der Gesellschaftsgläubiger verringert, so sind diese unzulässig.¹⁴⁴

Das Verbot der Einlagenrückgewähr bezieht sich nicht nur auf das zur Erhaltung des nominellen Stammkapitals erforderliche Vermögen der Gesellschaft, sondern auf das gesamte Vermögen der Kapitalgesellschaft. Unter dem Begriff der Einlagenrückgewähr ist laut OGH¹⁴⁵ vielmehr all das zu verstehen, „was nicht Verteilung von Bilanzgewinn, gesetzlicher Ausnahmefall oder drittübliches Austauschgeschäft ist.“¹⁴⁶

Umfasst sind daher auch bilanzielle Rücklagen, Gewinnvortrag sowie stille Reserven. Zu beachten ist, dass das Stammkapital übersteigende Vermögen zum Teil noch zusätzlich durch die Pflicht zur Bildung der

¹⁴³ *Zehetner*, Das "Verbot der Einlagenrückgewähr" - Kapitalerhaltung in der GmbH, GBU 2009, 11.

¹⁴⁴ *Bauer/Zehetner* in *Straube*, WK GmbHG (2009) Rz 4 zu § 82; *Christian* in *Torggler*, UGB (2016), Rz 3 zu § 229.

¹⁴⁵ OGH 1 Ob 719/78.

¹⁴⁶ So bereits *Zehetner*, Das "Verbot der Einlagenrückgewähr" - Kapitalerhaltung in der GmbH, GBU 2009, 11.

gesetzlichen Rücklage, zur Einstellung gebundener Kapitalrücklagen und durch Gewinnausschüttungsbeschränkungen stärker gebunden ist. Derartige Rücklagen können demnach auch nicht aufgelöst und als Gewinn ausgeschüttet werden.¹⁴⁷

Gemäß § 82 GmbHG sind alle Leistungen der Gesellschaft an einen Gesellschafter verboten, die

- auf keinem wirksamen Rechtsgrund beruhen,
- nicht Teil der Gewinnverteilung sind,
- keinem Drittvergleich standhalten,
- denen keine gleichwertige Gegenleistung gegenübersteht

und durch die das Vermögen zum Nachteil der Gläubiger verringert wird.¹⁴⁸

Gesellschafter, zu deren Gunsten verbotene Zahlungen von der Gesellschaft geleistet worden sind, sind gemäß § 83 Abs 1 GmbHG der Gesellschaft zum Rückersatz verpflichtet. Hinsichtlich jener Zahlungen, die ein Gesellschafter in gutem Glauben als Gewinnanteil bezogen hat, besteht keine Pflicht zum Rückersatz.

Für den Fall, dass die Erstattung weder von dem Empfänger noch von den Geschäftsführern zu erlangen ist, haften – insoweit durch die Zahlung das Stammkapital vermindert ist – für die Minderung des Stammkapitals die Gesellschafter gemäß § 83 Abs 2 GmbHG nach Verhältnis ihrer Stammeinlagen.

¹⁴⁷ Reich-Rohrwig, Verbotene Einlagenrückgewähr bei Kapitalgesellschaften, *ecolex* 2003, 152.

¹⁴⁸ Vgl. Zehetner, Das "Verbot der Einlagenrückgewähr" - Kapitalerhaltung in der GmbH, *GBU* 2009, 11.

Beiträge, die von einzelnen Gesellschaftern nicht zu erlangen sind, werden gemäß § 83 Abs 3 nach dem bezeichneten Verhältnisse auf die übrigen verteilt.

Leistet die Gesellschaft verbotene Leistungen an Nichtgesellschafter, sind diese Leistungen denjenigen Gesellschaftern zuzurechnen, die diese veranlasst haben. Unter bestimmten Voraussetzungen können auch Gesellschaftsfremde bzw Dritte, zur Rückgabe empfangener Zahlungen verpflichtet werden. Dies etwa dann, wenn der leistende Gesellschafter unter Schädigungsabsicht gehandelt und der Dritte wider besseren Wissens die Zahlungen angenommen hat bzw ihm der rechtswidrige Missbrauch hätte auffallen müssen. In einer solchen Fallkonstellation haften der Gesellschafter und der begünstigte Dritte solidarisch.¹⁴⁹

In diesem Kontext ist auch die Verbotsnorm der betrügerischen Krida (§ 156 StGB) zu beachten. Sie stellt einen Sondertatbestand zum Schutz der Gesellschaftsgläubiger dar: „Wer einen Bestandteil seines Vermögens verheimlicht, beiseite schafft, veräußert oder beschädigt, eine nicht bestehende Verbindlichkeit vorschützt oder anerkennt oder sonst sein Vermögen wirklich oder zum Schein verringert und dadurch die Befriedigung seiner Gläubiger oder wenigstens eines von ihnen vereitelt oder schmälert, ist mit Freiheitsstrafe von sechs Monaten bis zu fünf Jahren zu bestrafen. Wer durch die Tat einen 300 000 Euro übersteigenden Schaden herbeiführt, ist mit Freiheitsstrafe von bis zu zehn Jahren zu bestrafen.“¹⁵⁰

Jede Transaktion, die eine Schmälerung des Gesellschaftsvermögens nach sich zieht, muss dem Maßstab der Kapitalerhaltungsnormen und damit dem Maßstab des ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters genügen, wobei dieser jedenfalls dann gewahrt ist, wenn

¹⁴⁹ Siehe *Zehetner*, Das "Verbot der Einlagenrückgewähr" - Kapitalerhaltung in der GmbH, GBU 2009, 11.

¹⁵⁰ Vgl *Zehetner*, Das "Verbot der Einlagenrückgewähr" - Kapitalerhaltung in der GmbH, GBU 2009, 11.

- das eingegangene Risiko vertretbar ist und
- Leistung und Gegenleistung gleichwertig sind.¹⁵¹

8.3.2 Vom Verbot der Einlagenrückgewähr erfasste Personen

Untersucht man zunächst den Wortlaut des § 82 GmbHG, so erstreckt sich das Verbot der Einlagenrückgewähr ausschließlich auf Leistungen an Gesellschafter. Im Folgenden soll bloß überblicksartig aufgezeigt werden, dass dem nicht so ist, denn – anders nämlich als der Wortlaut der Bestimmung des § 83 GmbHG vermuten lässt – wird von diesem Verbot auch ein weitaus größerer Personenkreis erfasst; auf ausgewählte Normadressaten soll kurz eingegangen werden:

Normadressaten des in § 82 GmbHG und § 52 AktG enthaltenen Verbots der Einlagenrückgewähr seien - so der OGH in seiner Entscheidung vom 26.06.2001¹⁵² - aber grundsätzlich die Gesellschaft und der Gesellschafter, nicht aber auch ein Dritter. Dritte seien nur ausnahmsweise rückgabepflichtig, etwa bei Kollusion, aber auch in jenen Fällen, in denen der Gesellschafter bewusst zum Nachteil der Gesellschaft handle und der Dritte davon wusste oder sich der Missbrauch ihm geradezu aufdrängen musste, dessen Unkenntnis demnach auf grober Fahrlässigkeit beruht.

Denkbar sei laut OGH¹⁵³ darüber hinaus, dass ein Pfandgläubiger Verwaltungs- oder sonstige Einflussrechte der Gesellschaft gegenüber hat, sodass er als atypischer Pfandgläubiger mit gesellschafterähnlicher Stellung einzustufen sei.

¹⁵¹ Hlawati/Doralt in Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter, Handbuch Mergers & Acquisitions (2007), 465.

¹⁵² E vom 26.06.2001, OGH 1 Ob 290/00d.

¹⁵³ E vom 26.06.2001, OGH 1 Ob 290/00d.

*Bauer/Zehetner*¹⁵⁴ weisen zutreffend darauf hin, dass sich aus dem Zweck der Bestimmung ergebe, den Kreis auch auf ehemalige und zukünftige Gesellschafter auszudehnen, sofern die Leistung im Hinblick auf die ehemalige oder zukünftige Gesellschafterstellung erbracht werde:

Bei einem Erwerb von GmbH-Anteilen im Wege der Einzelrechtsnachfolge sei zwar strittig, ob neben dem Veräußerer (auch) den Erwerber allenfalls eine mit dem Anteil verbundene Haftung wegen eines (vor dem Erwerb eingetretenen) Verstoßes gegen § 82 GmbHG treffe, doch solle den Erwerber - so führen die Autoren weiters zutreffend aus - nur nach allgemeinen Grundsätzen der Haftungserstreckung (Kollusion, grob fahrlässige Unkenntnis der Einlagenrückgewähr) eine (Mit-)Haftung treffen; die Kapitalerhaltungsregeln sollten nicht als Grundlage für eine allgemeine Haftungserstreckung auf den Erwerber herangezogen werden, zumal die Gesellschaft bei einem Unterbleiben der Anteilsübertragung auch nur gegen den bisherigen Gesellschafter vorgehen hätte können und es unbillig sei, den Erwerber prinzipiell für ein Fehlverhalten seines Vormannes einstehen zu lassen.

Die Autoren betonen in ihren Ausführungen überdies zu Recht, dass der Kreis der „Gesellschafter“ auch auf Personen zu erweitern sei, denen zwar nicht formal, sondern wirtschaftlich eine Gesellschafterstellung zukomme. Gedacht wird dabei etwa an Treuhandschaften oder Fruchtgenussrechte. Leistungen an den Treugeber oder den Fruchtnießer seien wie Leistungen an einen Gesellschafter zu behandeln.

Leistungen an Kreditinstitute – so *Bauer/Zehetner* zutreffend – würden grundsätzlich nicht unter das Einlagenrückgewährverbot fallen; dennoch wirke die Nichtigkeit von Geschäften unter besonderen Umständen (Kollusion oder grob fahrlässige Unkenntnis vom Verstoß) auch gegenüber dem Finanzierer. Inwieweit Kreditinstitute dabei eine besondere Erkundigungspflicht trifft, ist nicht ganz klar.

¹⁵⁴ *Bauer/Zehetner* in *Straube*, WK GmbHG (2009) Rz 78 ff zu § 82.

In Bezug auf die Prüfpflicht des Kreditgeber führt der OGH in der oben genannten Entscheidung¹⁵⁵ aus, dass es zwar kreditvertragstypisch sein möge, dass sich der Kreditgeber bei Großkrediten nicht mit bloßen Informations- bzw. allfälligen Einflussrechten wie dem Recht, alle wichtigen Entscheidungen an seine Zustimmung zu binden, begnügt, sondern häufig auch eine Person seines Vertrauens in der Geschäftsführung des Kreditnehmers einsetze, der dort seine Interessen wahrnehme.

Ob dieser als leitender Angestellter, Prokurist, Mitglied des Aufsichtsrats oder gar als Vorstandsmitglied fungiere, mache keinen entscheidenden Unterschied: Es erscheine verständlich und gerechtfertigt, dass ein solcher Großkreditgeber die widmungsgemäße und auch zweckmäßige Verwendung des Kredits überwachen wolle. In der zugrundeliegenden Entscheidung fehlte hierzu jedes Vorbringen und blieb daher seitens des OGH ungeprüft, ob und welche darüber hinausgehenden Interessen die Annahme einer Mitunternehmerschaft und damit eine gesellschafterähnliche Behandlung rechtfertigen würden.

*Bauer/Zehetner*¹⁵⁶ weisen hingegen auf eine Entscheidung des OGH hin, bei der der OGH eine allgemeine Prüfpflicht des Kreditgebers bejahte: In casu ging es um die Besicherung des Kredits der Muttergesellschaft mit dem Vermögen der Tochtergesellschaft, der zur Finanzierung des Erwerbs der Tochtergesellschaft aufgenommen wurde. Allerdings ist - wie die Autoren richtig aufzeigen – zu beachten, dass dieser Entscheidung eine grob fahrlässige Unkenntnis der Bank zugrunde liegt; eine umfassende Prüfpflicht des Kreditinstituts gehe daher schlicht zu weit.

¹⁵⁵ E vom 26.06.2001, OGH 1 Ob 290/00d.

¹⁵⁶ *Bauer/Zehetner* in *Straube*, WK GmbHG (2009) Rz 78 ff zu § 82

Laut *Bauer/Zehetner*¹⁵⁷ müssen wesentliche Indizien für einen möglichen Verstoß vorliegen, damit ein Kreditinstitut zur Nachfrage verpflichtet sei. Überdies – so ergänzen die Autoren – betone der OGH nunmehr in seiner Entscheidung vom 01. 12. 2005, 6 Ob 271/05 d, dass ein „ins Auge springende Verdacht“ vorliegen müsse, um eine Nachprüfungsobliegenheit zu begründen.

In Hinblick auf Konzerngesellschaften führen *Bauer/Zehetner* zutreffend aus, dass auch Leistungen an Unternehmen unter das Einlagenrückgewährverbot fallen, an denen der Gesellschafter mittelbar oder unmittelbar beteiligt sei.

Das heißt Leistungen an Konzerngesellschaften seien ebenfalls von der Verbotsnorm erfasst. Unter Konzerngesellschaften seien dabei alle Gesellschaften zu verstehen, die mit dem Gesellschafter als wirtschaftlich identisch angesehen werden können. Auch Leistungen an Schwestergesellschaften fallen darunter; ob dabei eine Minderheitsbeteiligung ausreichend oder eine Mehrheitsbeteiligung nötig sei, bliebe allerdings umstritten.

Eine differenzierte Betrachtung sei jedenfalls bei der Beurteilung jedenfalls geboten: Bei Mehrheitsbeteiligungen und in beherrschten Gesellschaften sei die *causa societatis* zu vermuten, während hingegen bei sonstigen Beteiligungen ein Nachweis im Einzelfall erforderlich sei.

Zur Frage, ob auch Leistungen an den Gesellschafter des unmittelbaren Gesellschafters vom Verbot der Einlagenrückgewähr erfasst seien, nehmen *Bauer/Zehetner* in ihren Ausführungen wie folgt Stellung: auch Leistungen von Enkel- oder Urenkelgesellschaften an (Ur-) Großmuttergesellschaften würden zu den Normadressaten des § 82 GmbHG zählen, wobei dabei jedenfalls Leistungen erfasst seien, die auf

¹⁵⁷ *Bauer/Zehetner* in *Straube*, WK GmbHG (2009) Rz 78 ff zu § 82, die ihrerseits in diesem Kontext auf die oben genannte E vom 26. 6. 2001, 1 Ob 290/00 d hinweisen, in der der OGH ähnlich argumentiert.

Veranlassung des unmittelbaren Gesellschafters an die (Ur-) Großmuttergesellschaft erfolgen, unabhängig davon, ob der unmittelbare Gesellschafter daraus einen Vorteil ziehe oder nicht.

Es käme aber darüber hinaus nicht auf das Vorhandensein von Gewinnabführungsverträgen oder eine Abhängigkeit an, sondern entscheidend sei vielmehr, dass durch die Zwischenschaltung von Gesellschaften nicht das Einlagenrückgewährverbot umgangen werde, wobei auch hier der Fremdvergleich anzustellen sei.

Im Konzern werde man - so die Autoren auch hier zutreffend - eine Leistung *causa societatis* deshalb widerleglich vermuten müssen: Details der Erstreckung des § 82 GmbHG auf nicht unmittelbar beteiligte Obergesellschaften der leistenden Gesellschaft seien allerdings strittig und nicht abschließend geklärt, jedenfalls aber könne die Rückforderung der verbotenen Leistung in der Regel nur von der begünstigten Gesellschaft verlangt werden.

So käme eine Rückforderung von der dazwischengeschalteten Muttergesellschaft nicht in Frage, zumal die Muttergesellschaft aufgrund eines durch die Einlagenrückgewähr verursachten Wertverlusts ihrer unmittelbaren Beteiligung ohnedies selbst geschädigt sei, sodass ein Rückersatz von der Großmuttergesellschaft an die Enkelgesellschaft zu fordern sei. Rückersatz könne aber auch von der Mutter verlangt werden, wenn die verbotene Leistung auf ihre Veranlassung oder kollusiv oder unter grob fahrlässiger Unkenntnis der Mutter vom Verstoß erfolgt sei, so die Autoren abschließend.

Die Ausführungen der Autoren zur Frage, welcher Personenkreis von der Verbotsnorm erfasst ist, zeigen jedenfalls, dass jedwede Konstellation mit etwaigen Zwischenschaltungen im Konzern, die diese Norm zu umgehen versuchen, bereits von vornherein zum Scheitern verurteilt sind und, dass jedenfalls nicht nur – anders eben als der Wortlaut des § 83 GmbHG

vermuten lassen würde – Gesellschafter zum erfassten Personenkreis zählen. Vielmehr können auch Kreditgeber bzw Kreditinstitute, nahe Angehörige, wirtschaftliche Eigentümer bzw Treuhandgeber sowie atypische stiller Gesellschafter und Pfandgläubiger vom Verbot der Einlagenrückgewähr direkt betroffen sein.¹⁵⁸

8.3.3 Finanzierung Down-Stream / Up-Stream / Side-Stream

Hinsichtlich der Finanzierung innerhalb eines Konzerns differenziert man zwischen individueller und koordinierter Unternehmensfinanzierung. Von individueller Unternehmensfinanzierung spricht man, wenn jedes Unternehmen des Konzerns einzeln, also unabhängig von den anderen, finanziert wird.¹⁵⁹

Bei der koordinierten Unternehmensfinanzierung unterscheidet man zwischen Down-Stream und Up-Stream Finanzierung.¹⁶⁰

In Hinblick auf die Down-Stream-Konzernfinanzierung, also die Finanzierung der Tochtergesellschaften durch die Muttergesellschaft liegt grundsätzlich kein Problem der Einlagenrückgewähr vor, allerdings sind hierbei die Regeln des Eigenkapitalersatzrechts über die Finanzierung in der Krise entsprechend zu beachten.¹⁶¹

Zur Finanzierung der Töchtergesellschaften darf die Muttergesellschaft Kredite selbst aufnehmen und das Kapital weiterleiten sowie Sicherheiten zugunsten der Kredite der Töchter bestellen.¹⁶²

Die Up-Stream-Konzernfinanzierung also die Finanzierung von unten nach oben bzw die Finanzierung der Konzernfinanzierung der

¹⁵⁸ *Bauer/Zehetner* in *Straube*, WK GmbHG (2009) Rz 78 ff zu § 82.

¹⁵⁹ *Scheuwimmer*, Einlagenrückgewähr durch Besicherung, *ecolex* 2011, 332.

¹⁶⁰ *Scheuwimmer*, Einlagenrückgewähr durch Besicherung, *ecolex* 2011, 332.

¹⁶¹ *Scheuwimmer*, Einlagenrückgewähr durch Besicherung, *ecolex* 2011, 332;

Bauer/Zehetner in *Straube*, WK GmbHG (2009) Rz 90 ff zu § 82.

¹⁶² *Bauer/Zehetner* in *Straube*, WK GmbHG (2009) Rz 90 ff zu § 82.

Muttergesellschaft durch die Tochtergesellschaft ist sehr wohl problematisch. Dies nämlich deshalb, weil anders als bei der Down-Stream-Finanzierung, bei der sich durch die Leistung an die Tochtergesellschaft der Wert der Tochtergesellschaft und gleichzeitig (bei der Muttergesellschaft) der Wert der Beteiligung erhöhen und es somit zu keiner Verringerung des Haftungsfonds kommt, tritt umgekehrt bei der Up-Stream-Finanzierung eben eine solche Verringerung des Haftungsfonds regelmäßig ein.¹⁶³

Bei der Finanzierung durch Schwestergesellschaften spricht man von einer Side-Stream-Finanzierung. Diese Form der Finanzierung kommt auch der Muttergesellschaft zugute; so erspart sich die Mutter etwa einen Aufwand. Die Side-Stream-Finanzierung verstößt daher auch gegen das Einlagenrückgewährverbot des § 82 GmbHG.¹⁶⁴

Beispiele für die unproblematische Form der Finanzierung zwischen Mutter- und Tochtergesellschaft Down-Stream sind etwa:

- Kapitalerhöhung,
- Zuschuss oder
- Darlehen.¹⁶⁵

Erwähnt sei auch die Cash-Pool-Finanzierung: Konzerngesellschaften (und allenfalls eine Bank) vereinbaren vertraglich, dass die Konten der beteiligten Gesellschaften täglich ausgeglichen werden.¹⁶⁶

Konkret bedeutet dies, dass die einzelnen Konten der Konzerngesellschaften auf null ausgeglichen werden, wobei hierzu etwa bei der Konzernmutter oder bei einer eigenen Gesellschaft ein Hauptkonto

¹⁶³ *Bauer/Zehetner in Straube, WK GmbHG (2009) Rz 95 ff zu § 82.*

¹⁶⁴ *Bauer/Zehetner in Straube, WK GmbHG (2009) Rz 90 ff zu § 82.*

¹⁶⁵ *Scheuwimmer, Einlagenrückgewähr durch Besicherung, ecolex 2011, 332*

¹⁶⁶ *Vgl Bauer/Zehetner in Straube, WK GmbHG (2009) Rz 90 ff zu § 82 mit näheren Ausführungen zum Cash-Pooling und zur Konzernfinanzierung.*

(Lead) geführt wird, das eben dazu dient die einzelnen Konten jeweils auf Null auszugleichen.¹⁶⁷

Ziel einer solchen Strukturierung ist es, dass Konzerngesellschaften mit einem positiven Tagessaldo auf ihren Konten Geld an jene Gesellschaften leisten, deren Konten einen negativen Tagessaldo aufweisen, wobei sie hierfür einen vertraglichen Rückersatzanspruch (Darlehen) erhalten. Insbesondere der hierdurch erzielbare Zinsvorteil macht die Cash-Pool-Finanzierung für alle teilnehmenden Konzerngesellschaften attraktiv.¹⁶⁸

In Hinblick auf Finanzierungen zwischen Schwestergesellschaften wird etwa beim Cash-Pooling auf eine optimale Nutzung der konzerninternen Liquidität abgezielt, indem Liquiditätsüberschüsse bei der einen Gesellschaft einen entsprechenden Mangel bei einer anderen ausgleichen soll.¹⁶⁹

Eine Form der zentralen Konzernfinanzierung wäre jene Konstellationen, bei denen die Mutter- oder eine eigens geschaffene Finanzierungsgesellschaft die Finanzierung abwickelt und koordiniert. In der Regel leisten bei einer solchen Konstellation andere Konzerngesellschaften einen Beitrag, indem sie eine Sicherheit bestellen.

Derartige Konstellationen sind in Bezug auf das Einlagenrückgewährverbot als heikel einzustufen. Es muss darauf geachtet werden, dass die Sicherheitenbestellung jenem Teilbetrag der Gesamtfinanzierung entspricht, welcher der besichernden Gesellschaft zukommt. Es muss daher im Einzelfall geprüft werden, ob etwa die besichernde Gesellschaft ihren Teilbetrag als Kapitalerhöhung oder als Gewinnausschüttung verwendet, zumal eine solche Vorgehensweise

¹⁶⁷ Vgl. Bauer/Zehetner in *Straube*, WK GmbHG (2009) Rz 90 ff zu § 82 mit näheren Ausführungen zum Cash-Pooling und zur Konzernfinanzierung.

¹⁶⁸ Vgl. Bauer/Zehetner in *Straube*, WK GmbHG (2009) Rz 90 ff zu § 82 mit näheren Ausführungen zum Cash-Pooling und zur Konzernfinanzierung.

¹⁶⁹ *Scheuwimmer*, Einlagenrückgewähr durch Besicherung, *ecolex* 2011, 332

jedenfalls verpönt wäre. Als Faustregel gilt: Steht der Besicherung eine andere angemessene Gegenleistung gegenüber, liegt keine Einlagenrückgewähr vor. Liegt keine angemessene Gegenleistung vor, ist die Besicherung jedenfalls absolut nichtig. Die besichernde Gesellschaft darf keinesfalls durch die Besicherung in ihrer Existenz gefährdet werden; dies wäre jedenfalls unzulässig.¹⁷⁰

8.3.4 Kreditgewährung an Gesellschafter

Gerade auch im Zusammenhang mit der Gewährung von Krediten an Gesellschafter bzw im Konzern sind die Vorgaben des § 82 GmbH zu beachten. Abgesehen davon, dass eine Gesellschaft das allfällige Verbot des § 81 GmbHG nicht umgehen darf und daher die Gesellschaft (auch nicht teilweise) den Erwerb ihrer eigenen Anteile durch Dritte finanzieren darf (analoge Anwendung des § 66 a AktG wobei auf Zulässigkeitsgrenzen im GmbH-Recht an dieser Stelle nicht eingegangen werden kann, da dies sonst den Rahmen der Arbeit sprengen würde) ist die Kreditgewährung an Gesellschafter grundsätzlich nicht verboten.¹⁷¹

§ 80 GmbHG sieht besondere Verfahrensvorschriften bei Kreditgewährungen an Organmitglieder vor. Bei der Frage, ob eine Kreditgewährung an Gesellschafter zulässig ist, kommt es in erster Linie auf die Bonität des Kreditnehmers an, die allenfalls durch entsprechende Sicherheitsleistung verbessert werden muss, sowie auf eine angemessene Verzinsung, also im Grunde auf die Fremdüblichkeit an. Ein Kredit darf nur einem kreditwürdigen Gesellschafter gewährt werden, wobei die Bonitätsprüfung mit der entsprechenden Sorgfalt eines ordentlichen Geschäftsführers vorzunehmen ist. Auch die Laufzeit des Kredits muss angemessen sein. Eine außerordentliche Kündigungsmöglichkeit, etwa für

¹⁷⁰ *Scheuwimmer*, Einlagenrückgewähr durch Besicherung, *ecolex* 2011, 332

¹⁷¹ *Artmann* in *Jabornegg/Strasser*, AktG (2011), Rz 28 f zu § 52; Vgl *Bauer/Zehetner* in *Straube*, WK GmbHG (2009) Rz 103 ff zu § 82.

den Fall des Liquiditätsbedarfs in der Gesellschaft, wird ebenfalls vorzusehen sein müssen.¹⁷²

Da Gesellschaften üblicherweise keine Kredite gewähren und daher das Risiko nicht (wie Banken) auf eine Vielzahl von Kreditnehmern verteilen können, wären sie gezwungen, ein Klumpenrisiko einzugehen. Aus diesem Grund wird eine bloß bankübliche Gegenleistung kaum genügen und muss stattdessen eine betriebliche Rechtfertigung vorliegen. Eine betriebliche Rechtfertigung kann beispielsweise dann vorliegen, wenn der Gesellschaft überschüssige liquide Mittel zur Verfügung stehen und diese durch die Kreditgewährung gewinnbringend veranlagt werden. Die Kreditgewährung darf aber jedenfalls nicht dazu führen, dass bei einem Ausfall die Insolvenz der Gesellschaft droht; derartige existenzgefährdende Kredite sind verboten¹⁷³

Zulässig ist es zudem, im Rahmen von zentralen Konzernfinanzierungen die Kreditaufnahme bei der Muttergesellschaft zu konzentrieren. Auf diese Weise können Konditionen erreicht werden, die Tochtergesellschaften allein nicht durchsetzen könnten; konzernintern werden die Kredite dann je nach Finanzierungsbedarf weitergeleitet.¹⁷⁴

8.3.5 Sicherheitenbestellung zugunsten von Gesellschaftern

Die Bestellung von Sicherheiten für einen Gesellschafter kann als verdeckte Einlagenrückgewähr gelten.¹⁷⁵

Bauer/Zehetner stellen zutreffend fest, dass auch hier die gleichen Voraussetzungen wie für die Kreditgewährung analog gelten müssen. Demnach sei die Sicherheitenbestellung nur dann zulässig, wenn es

¹⁷² *Artmann in Jabornegg/Strasser, AktG (2011), Rz 28 f zu § 52; Vgl Bauer/Zehetner in Straube, WK GmbHG (2009) Rz 103 ff zu § 82.*

¹⁷³ *Artmann in Jabornegg/Strasser, AktG (2011), Rz 28 f zu § 52; Vgl Bauer/Zehetner in Straube, WK GmbHG (2009) Rz 103 ff zu § 82.*

¹⁷⁴ *Artmann in Jabornegg/Strasser, AktG (2011), Rz 28 f zu § 52.*

¹⁷⁵ *Bauer/Zehetner in Straube, WK GmbHG (2009) Rz 103 ff zu § 82.*

einem Drittvergleich standhält: Auch hier sei – aus der Sicht der sicherheitengewährenden Tochtergesellschaft – der Maßstab eines sorgfältig handelnden Geschäftsführers anzulegen. Ergebe ein Fremdvergleich, dass das Geschäft auch mit einem außenstehenden Dritten trotz mangelnder Wertäquivalenz geschlossen worden wäre, so sei dieses Geschäft mit dem Gesellschafter bei entsprechender betrieblicher Rechtfertigung nach nunmehriger Rechtsprechung zulässig.

Von der Sicherheitenbestellung zugunsten eines Gesellschafters (bei der die gleichen Voraussetzungen wie bei der Kreditgewährung zugunsten eines Gesellschafters zu beachten sind) – so betonen *Bauer/Zehetner* überdies zutreffend – müsse die Sicherheitenbestellung bei einer Konzernfinanzierung Down-Stream unterschieden werden, weil die Sicherheitenbestellung dabei vorwiegend den Eigeninteressen der Tochtergesellschaft diene.

Die Konzernfinanzierung Down-Stream sei grundsätzlich unproblematisch und dies treffe auch dann zu, wenn die Finanzierung nicht aus Eigenmitteln der Muttergesellschaft/Konzernobergesellschaft erfolge, sondern diese im Rahmen einer zentralen Konzernfinanzierung Kredite aufnehme, um Konzerngesellschaften zu finanzieren. Für den Fall, dass die von der Muttergesellschaft aufgenommenen Kreditmittel unmittelbar an die Tochtergesellschaft (ohne Begründung eigener Zahlungsverpflichtungen der Tochtergesellschaft gegenüber der Obergesellschaft) weitergeleitet werde (etwa im Wege eines verlorenen Zuschusses) und die Tochtergesellschaft für diesen von der Obergesellschaft aufgenommenen Kredit eine Sicherheit zugunsten des Drittkreditgebers bestelle, sei die Sicherheitenbestellung (auch wenn sie schlagend wird) zulässig, wenn das aus der Kreditaufnahme gewonnene Kapital der Tochtergesellschaft (endgültig) zufließe. Der Wert der von der Tochtergesellschaft bestellten Sicherheit dürfe jedoch nicht über den Wert des erhaltenen Vorteils hinausgehen (wobei wohl der Wert der Sicherheit insofern über dem Wert des Vorteils liegen dürfe als eine Übersicherung marktüblich und in concreto angemessen sei).

Dieser Ansicht ist meines Erachtens zuzustimmen, da wie – die Autoren richtig - ausführen eine derartige Konstellation insofern so zu betrachten sei, als hätte die Tochtergesellschaft den Kredit selbst aufgenommen, zumal die Tochtergesellschaft ja das ihr weitergeleitete Kapital für ihre eigenen Zwecke verwenden dürfe und dafür eine marktübliche Sicherheit bestelle.

9 Beurteilung ausgewählter Finanzierungsstrukturen im Lichte der GmbH- Kapitalerhaltungsvorschriften

9.1 Leveraged-Finance-Transaktionen - Allgemein

Wie bereits im Rahmen der vorliegenden Arbeit erwähnt, werden Leveraged-Finance-Transaktionen in der Regel über eine eigens gegründete Erwerbs- bzw (Ein-)Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle, SPV bzw NewCo) strukturiert. Der Investor und das Management können die neu gegründete Erwerbsgesellschaft mit Eigenkapital und eigenkapitalähnlichen Mitteln ausstatten. In einem zweiten Schritt nimmt dieses sogenannte Special Purpose Vehicle für den Erwerb der Anteile an der Zielgesellschaft einen Kredit auf.

Gegenüber einem direkten Anteilserwerb durch den dahinterstehenden Investor bringt dies Schutz vor unmittelbarer Haftung des Investors und ermöglicht grundsätzlich einen Abzug von Finanzierungszinsen in der Jurisdiktion, in der die erworbene Beteiligung ihre Gewinne erwirtschaftet und versteuert.¹⁷⁶

Immer dann, wenn eine Tochtergesellschaft an eine Muttergesellschaft Leistungen (Up-Stream-Transaktion) erbringt ist im Hinblick auf das Verbot der Einlagenrückgewähr Vorsicht geboten, insbesondere wenn die Tochtergesellschaft für einen von der Muttergesellschaft aufgenommenen Kredit haften soll.¹⁷⁷

¹⁷⁶ Pichler in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/107.

¹⁷⁷ Brugger, Ende des Special Purpose Vehicle (SPV) durch 6 Ob 48/12w?, NZ 2013/92, 208.

*Brugger*¹⁷⁸ erwähnt in diesem Kontext die *Fehring*-Entscheidung¹⁷⁹, mit der der OGH klargestellt hat, dass eine Tochtergesellschaft nicht für den von ihrer Muttergesellschaft aufgenommenen Kredit haften darf. Der *Fehring*-Entscheidung lag folgender Sachverhalt zu Grunde: Die Zielgesellschaft (GmbH) leistet Sicherheiten für die Verbindlichkeiten der Anteilserwerber. Hierzu führte der OGH aus, dass die Bestellung einer Sicherheit für Gesellschaftsverbindlichkeiten aus dem Gesellschaftsvermögen dann zulässig sei, wenn die Organe der Gesellschaft bei gewissenhafter Prüfung annehmen konnten, dass die Gesellschaft in der Lage sein wird, die Kreditrückzahlungen zu verdienen, und wenn die Sicherheitenbestellung dem Fremdvergleich standhält.¹⁸⁰

9.2 Leveraged-Finance-Transaktionen und Verpfändung der erworbenen Anteile

Im Folgenden soll nun jene in der Praxis durchaus gängige Transaktionsstruktur analysiert werden, bei der zum Zweck des Erwerbs der Anteile an der Zielgesellschaft ein SPV gegründet wird und gleichzeitig ein wesentlicher Teil des Kaufpreises für die Anteile an der Zielgesellschaft fremdfinanziert wird.

Konkret bedeutet dies, dass in einer solchen Konstellation die eigens neu gegründete GmbH (Muttergesellschaft) als SPV für den Erwerb der Anteile an der Zielgesellschaft (Tochtergesellschaft) zwischengeschaltet wird und für die Kaufpreisfinanzierung einen Kredit aufnimmt. Die dann von der Zielgesellschaft (Tochtergesellschaft) verdienten Gewinne können dann KESt-frei an das SPV (Muttergesellschaft) fließen; das SPV wiederum kann diese Dividenden für die Kreditrückführung verwenden.¹⁸¹

¹⁷⁸ *Brugger*, Unternehmenserwerb (2014), Rz 1907; *Brugger*, Ende des Special Purpose Vehicle (SPV) durch 6 Ob 48/12w?, NZ 2013/92, 208.

¹⁷⁹ OGH 26.6.1996, 4 Ob 2078/96h, *Fehring* JBk 1997, 108.

¹⁸⁰ *Brugger*, Unternehmenserwerb (2014), Rz 1907.

¹⁸¹ *Brugger*, Ende des Special Purpose Vehicle (SPV) durch 6 Ob 48/12w?, NZ 2013/92, 208; *Hlawati/Doralt* in *Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter*, Handbuch Mergers & Acquisitions (2007), 468

Zu beachten ist, dass das SPV neben der Beteiligung an der Zielgesellschaft weder sonstige Aktiva noch eine operative Tätigkeit hat. Daher kann die Rückzahlung in aller Regel nur durch Gewinnausschüttungen der Zielgesellschaft finanziert werden.¹⁸²

Im Kreditvertrag wird in der Praxis häufig eine Anteilsverpfändung zugunsten der Bank vereinbart, wobei auch die Anteile nicht viel Wert sein werden, wenn die Ausschüttungen der Zielgesellschaft zur Rückzahlung des Kredites nicht ausreichen. Überdies muss beachtet werden, dass die Bank im Falle einer Liquidation der Zielgesellschaft erst nach den Gläubigern der Zielgesellschaft befriedigt wird, zumal die Stellung der Bank im Verhältnis zu den Gläubigern der Zielgesellschaft strukturell nachrangig ist. Die Bank wird daher im Kreditvertrag einen entsprechend hohen Zinssatz (negative pledge) sowie covenants vereinbaren, um dieses Risiko zu minimieren.¹⁸³

*Hlawati/Doralt*¹⁸⁴ heben in diesem Kontext zu Recht insbesondere die steuerlichen Vorteile einer solchen Transaktionsstruktur hervor: Nach dem Erwerb der Anteile an der Zielgesellschaft können das SPV und die Zielgesellschaft nämlich gemeinsam eine Steuergruppe im Sinne des § 9 KStG bilden, wobei dies folgendes voraussetzt:

- eine Beteiligung von mehr als 50% am Nominalkapital und den Stimmrechten während des gesamten Wirtschaftsjahres
- eine Aufrechterhaltung dieser Beteiligung während zumindest drei vollen Wirtschaftsjahren sowie
- der Abschluss eines Gruppenvertrages (Steuerausgleichsvereinbarung).

¹⁸² *Hlawati/Doralt* in *Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter*, Handbuch Mergers & Acquisitions (2007), 468

¹⁸³ *Hlawati/Doralt* in *Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter*, Handbuch Mergers & Acquisitions (2007), 468

¹⁸⁴ *Hlawati/Doralt* in *Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter*, Handbuch Mergers & Acquisitions (2007), 468 (insbesondere auch Fn 22)

Sind diese Voraussetzungen für die Bildung einer Steuergruppe erfüllt, können die mit Kredit verbundenen Finanzierungskosten steuermindernd mit den Gewinnen aus dem operativen Geschäft der Zielgesellschaft verrechnet werden.¹⁸⁵

Prüft man nun eine derartige Konstellation im Hinblick auf einen etwaigen Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr im Sinne des § 82 GmbHG, so kommt man zu dem Ergebnis, dass eine Verpfändung der Anteile an der Zielgesellschaft das Vermögen der Zielgesellschaft nicht schmälert bzw berührt und damit eine solche Transaktionsstruktur an sich rechtlich zulässig ist.¹⁸⁶

Zu beachten ist allerdings, dass eine Zielgesellschaft (Tochtergesellschaft) nicht berechtigt ist, einen Kredit für ihren eigenen Kaufpreis aufzunehmen. Zudem wird gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr auch dann verstoßen, wenn die Zielgesellschaft selbst einen Kredit aufnimmt, um dem Erwerber den Anteilserwerb finanziell zu ermöglichen und dabei als Kreditnehmerin die Kreditvaluta an den Gesellschafter (Anteilserwerber, SPV, Muttergesellschaft) weiterleitet, damit dieser den Kaufpreis überhaupt finanzieren kann. Dies wäre ein klarer Verstoß gegen § 82 GmbHG.¹⁸⁷

9.3 MBO in Form eines Anteilskauf (Share Deal) mit anschließendem Down-Stream-Merger

In der sogenannten *Kneisz*-Entscheidung hatte der OGH folgende Transaktionsstruktur rechtlich zu prüfen:

¹⁸⁵ Hlawati/Doralt in Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter, Handbuch Mergers & Acquisitions (2007), 468

¹⁸⁶ Hlawati/Doralt in Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter, Handbuch Mergers & Acquisitions (2007), 468

¹⁸⁷ Brugger, Ende des Special Purpose Vehicle (SPV) durch 6 Ob 48/12w?, NZ 2013/92, 208; Artmann in Jabornegg/Strasser, AktG (2011), Rz 28 f zu § 52; Bauer/Zehetner in Straube, WK GmbHG (2009) Rz 103 ff zu § 82.

Eine natürliche Person war (lange vor dem geplanten Erwerb der Anteile an der Zielgesellschaft) für die Zielgesellschaft zunächst als Prokurist und dann als Geschäftsführer tätig. Ursprünglich war geplant, dass diese natürliche Person von den Gesellschaftern der Zielgesellschaft deren Anteile käuflich erwirbt. Man spricht – wie im Rahmen der vorliegenden Arbeit an anderer Stelle bereits erläutert¹⁸⁸ - von einem Management Buyout - MBO. Die natürliche Person entschied aber, für diesen Anteilserwerb ein eigens neu gegründetes SPV (Muttergesellschaft) zwischenzuschalten. Das SPV (Muttergesellschaft) ist demnach an Stelle der natürlichen Person als Käuferin aufgetreten und nahm für diese Transaktion auch einen Kredit für die Kaufpreisfinanzierung auf. Überdies war auch vorgesehen, dass das SPV (Muttergesellschaft) nach Erwerb der Zielgesellschaft (Tochtergesellschaft) mit der Zielgesellschaft verschmolzen wird, damit der Kredit direkt durch die Gewinnausschüttung bedient werden kann.¹⁸⁹

Die nachfolgende Verschmelzung hielt der OGH zu Recht für nicht entscheidungsrelevant. Dennoch sei an dieser Stelle kurz auf die Down-Stream-Konstruktion eingegangen:

Die gesellschaftsrechtlichen Normen über die Verschmelzung sind in den §§ 220 bis 234b AktG und §§ 96 bis 100 GmbHG verankert. Auf eine GmbH sind die §§ 220 bis 233 AktG nur sinngemäß anzuwenden, sofern die §§ 97 bis 100 GmbHG nichts Abweichendes bestimmen (§ 96 Abs 2 GmbHG). Die Zulässigkeit eines Down-stream-Mergers ist aus § 224 Abs 3 AktG abzuleiten, wobei diese Bestimmung auf Grund der Verweisungsnorm des § 96 Abs 2 GmbHG auch für die GmbH gilt.¹⁹⁰

¹⁸⁸ Punkt 4.1

¹⁸⁹ Vgl *Brugger*, Unternehmenserwerb (2014), Rz 1910; *Brugger*, Ende des Special Purpose Vehicle (SPV) durch 6 Ob 48/12w?, NZ 2013/92, 208.

¹⁹⁰ *Birnbaumer*, Verschmelzung Mutter auf Tochtergesellschaft (down-stream-merger) im Recht der GmbH, übernehmende Gesellschaft, GES 2015, 76.

Erwähnt sei überdies, dass bei der Down-Stream-Verschmelzung jedenfalls im Hinblick auf die Kapitalerhaltung drei Schutzmechanismen¹⁹¹ zu beachten sind:

- der verschmelzungsrechtliche Gläubigerschutz nach § 226 AktG; wobei *Birnbauer*¹⁹² als sicherste Variante des Gläubigerschutzes zur Vermeidung eines kapitalherabsetzenden Effekts die der Verschmelzung vorangehende ordentliche Kapitalherabsetzung zur Rücklagenbildung bei der Muttergesellschaft erwähnt;
- der Grundsatz der Kapitalerhaltung nach § 82 GmbHG;
- Verbot des kapitalherabsetzenden Effekts.¹⁹³

Ein weiteres Sachverhaltselement der vorliegenden OGH-Entscheidung war: über die Muttergesellschaft wurde Konkurs eröffnet und der Masseverwalter klagte von der Bank die gezahlten Kreditraten ein.¹⁹⁴

Nahezu schockierend ist, dass der OGH in jeder von der Muttergesellschaft zurückgezahlte Kreditrate rechtlich eine verbotene Einlagenrückgewähr an die natürliche Person sah, zumal sich nämlich – so der OGH in seiner Begründung – bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise die natürliche Person die Kreditaufnahme erspart habe und daher als Begünstigte anzusehen sei.¹⁹⁵

*Brugger*¹⁹⁶ thematisiert in diesem Kontext zu Recht eine zumindest potentielle Gefahr für jede (in der Praxis durchaus typische) Finanzierungs konstruktion, die die Zwischenschaltung eines SPV vorsehe.

¹⁹¹ *Hlawati/Doralt* in *Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter*, Handbuch Mergers & Acquisitions (2007), 476.

¹⁹² *Birnbauer*, Verschmelzung Mutter auf Tochtergesellschaft (down-stream-merger) im Recht der GmbH, übernehmende Gesellschaft, GES 2015, 76.

¹⁹³ *Hlawati/Doralt* in *Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter*, Handbuch Mergers & Acquisitions (2007), 476.

¹⁹⁴ Vgl *Brugger*, Unternehmenserwerb (2014), Rz 1910; *Brugger*, Ende des Special Purpose Vehicle (SPV) durch 6 Ob 48/12w?, NZ 2013/92, 208.

¹⁹⁵ Vgl *Brugger*, Unternehmenserwerb (2014), Rz 1910; *Brugger*, Ende des Special Purpose Vehicle (SPV) durch 6 Ob 48/12w?, NZ 2013/92, 208.

¹⁹⁶ Vgl *Brugger*, Unternehmenserwerb (2014), Rz 1910; *Brugger*, Ende des Special Purpose Vehicle (SPV) durch 6 Ob 48/12w?, NZ 2013/92, 208.

Er demonstriert seine Bedenken an einer praktisch häufig vorkommende Fallkonstellation bei der ein Unternehmen mit Konzernzentrale etwa in den USA (Muttergesellschaft in Delaware sei Ultimate Shareholder), das sich weltweit aus diversen Mutter-, Tochter- und Enkelgesellschaften zusammensetzt, Anteile an einer österreichischen Zielgesellschaft zu erwerben plane und aus diesem Zwecke hierfür eine neu zu gründende GmbH als SPV zwischenschalten wolle. Geplant sei überdies, dass es dann im Anschluss etwa zu Verschmelzungen käme, zumal dies einer seit Jahrzehnten gängigen und nicht problematisierten Praxis entspreche.

Brugger stellt zu Recht die Frage in den Raum, ob nun in derartigen bzw. ähnlich gelagerten Fällen grundsätzlich immer behauptet werden könne, der dahinterstehende Gesellschafter (in casu der Ultimate Shareholder) als wirtschaftlicher Erwerber anzusehen und jeder für die Kaufpreisfinanzierung aufgenommene Kredit durch das SPV nichtig sei bzw. die Zahlung jeder Kreditrate wirtschaftlich betrachtet eine Einlagenrückgewähr an den Ultimate Shareholder darstelle.

Aus der konkreten Entscheidung des OGH darf aber meines Erachtens nicht die Schlussfolgerung gezogen werden, dass nun jede Zwischenschaltung eines SPVs eine Konstruktion ist, die verpönte Weise gegen das Einlagenrückgewährverbot verstößt, weil sie dem dahinterstehenden Gesellschafter als "eigentlichem" Erwerber bzw. Kreditnehmer zugutekomme und dieser daher als der (gegen § 82 GmbHG verstoßende) Begünstigte anzusehen sei.¹⁹⁷

Diese Betrachtungsweise hält bereits auch *Brugger* für überschießend und gibt in diesem Kontext zu bedenken, dass zwar unmittelbar der Erwerber und Kreditnehmer (Muttergesellschaft, SPV), aber wirtschaftlich gesehen mittelbar immer der Ultimate Shareholder die „wirtschaftliche Last der Finanzierung“ - genauso wie den Vorteil eines erworbenen Unternehmens

¹⁹⁷ Vgl. *Brugger*, Unternehmenserwerb (2014), Rz 1910; *Brugger*, Ende des Special Purpose Vehicle (SPV) durch 6 Ob 48/12w?, NZ 2013/92, 208.

trage. Dies könne daher nicht das tragende Argument für den OGH sein, um den Ultimate Shareholder jedenfalls als "gesollten" Erwerber und Kreditnehmer für die Erwerbsfinanzierung anzusehen und die Kreditaufnahme durch eine darunter befindliche Gesellschaft als verpönte Umgehung und somit Einlagenrückgewähr zu qualifizieren. Letztlich sollte ja jeder Erwerb dem Wohl der Gesellschaft und somit mittelbar auch dem Wohl der dahinterstehenden Gesellschafter dienen; dies begründe laut *Brugger* eben richtiger Weise noch keine unzulässige Einlagenrückgewähr. Vielmehr müsse es seines Erachtens darauf ankommen, ob eine wirtschaftliche Rechtfertigung dafür bestehe, dass für die Akquisition und Kreditaufnahme zur Kaufpreisfinanzierung ein bereits bestehendes oder ad hoc neu gegründetes Akquisitionsvehikel verwendet werde.

Festzuzahlen ist meiner Ansicht nach, dass weder der Anteilerwerb an einer Zielgesellschaft durch ein SPV bzw einer dem Ultimate Shareholder untergeordneten Gesellschaft an sich noch der hierfür durch das SPV bzw die untergeordnete Gesellschaft aufgenommene Kredit bzw die Kreditrückzahlungsrate zugunsten des Ultimate Shareholders im Sinne der Kapitalerhaltungsvorschriften geschieht. Es mag sein, dass dem Kneisz-Fall tatsächlich eine spezielle Sonderkonstellation zugrunde liegt und ursprünglich tatsächlich der Erwerb an der Zielgesellschaft ursprünglich durch die natürliche Person vorgesehen war und die Zwischenschaltung des SPVs einzig und allein deshalb genutzt wurde um das Verbot der Einlagenrückgewähr zu umgehen, doch dürfen die Ausführungen des OGH nicht unbedacht verallgemeinert werden, zumal dies eben dazu führen würde, dass nun jede bewusste Zwischenschaltung eines SPVs eine verpönte Konstruktion im Sinne des § 82 GmbHG darstellen würde.¹⁹⁸

Es muss weiterhin eine gewisse Organisationsfreiheit bewahrt bleiben, zumal es Sache jedes einzelnen sein muss, in welcher Rechtsform er

¹⁹⁸ Vgl *Brugger*, Ende des Special Purpose Vehicle (SPV) durch 6 Ob 48/12w?, NZ 2013/92, 208.

wirtschaftlich tätig werden möchte (ob nun als Einzelunternehmer bzw natürliche Person oder ob hierfür eine Kapitalgesellschaft bzw Ein-Personen-Gesellschaft gegründet werden soll). Der Organisationsentscheidung bzw der Entscheidung in welcher Rechtsform nun wirtschaftlich gehandelt (Anteilsverkauf und Kreditaufnahme) werden soll, darf nicht automatisch die Absicht unterstellt werden, das Verbot des § 82 GmbHG umgehen zu wollen, zumal ja jeder Anteilsverkauf dem Unternehmen bzw der Gesellschaft und somit mittelbar auch dem Wohl der dahinterstehenden Gesellschafter dienen sollte; dies allein kann keine unzulässige Einlagenrückgewähr darstellen.¹⁹⁹

Die Entscheidung des OGH wirft aber nicht nur Fragen hinsichtlich der Zulässigkeit von Akquisitionsfinanzierung im Hinblick auf SPV-Konstellationen auf, sondern stellt auch eine gewisse Unsicherheit bzw Bedrohung für sämtliche Kreditportfolios der Banken dar. In der konkreten Entscheidung sah der OGH immerhin in jeder zurückgezahlten Kreditrate eine verbotene Einlagenrückgewähr. Für die konkrete Bank führte die Entscheidung des OGH zu folgenschweren Konsequenzen. Da die Bank nämlich – so urteilte der OGH – von der unzulässigen Einlagenrückgewähr spätestens bei Auszahlung der Kreditsumme Kenntnis hatte, sei sie nun verpflichtet, die vom Masseverwalter eingeforderten getilgten Kreditraten zurückzuzahlen.²⁰⁰

Ob die *Kneisz*-Entscheidung des OGH ein unglücklicher Spezialfall ist oder tatsächlich eine Bedrohung für sämtliche Kreditportfolios der Banken darstellt und letztlich generell auch das Ende des Special Purpose Vehicle bedeuten kann, bleibt abzuwarten.²⁰¹

¹⁹⁹ Vgl *Brugger*, Unternehmensverkauf (2014), Rz 1910; *Brugger*, Ende des Special Purpose Vehicle (SPV) durch 6 Ob 48/12w?, NZ 2013/92, 208.

²⁰⁰ Vgl auch Die Presse „Der OGH geht hier zu weit“ unter <https://diepresse.com/home/wirtschaft/recht/1465399/Der-OGH-geht-hier-zu-weit>; *Brugger*, Unternehmensverkauf (2014), Rz 1910; *Brugger*, Ende des Special Purpose Vehicle (SPV) durch 6 Ob 48/12w?, NZ 2013/92, 208.

²⁰¹ Vgl auch Die Presse „Der OGH geht hier zu weit“ unter <https://diepresse.com/home/wirtschaft/recht/1465399/Der-OGH-geht-hier-zu-weit>; *Brugger*, Unternehmensverkauf (2014), Rz 1910; *Brugger*, Ende des Special Purpose Vehicle (SPV) durch 6 Ob 48/12w?, NZ 2013/92, 208.

Auf die an den Anteilserwerb folgende Verschmelzung (Down-Stream-Merger) ist der OGH – wie bereits oben erwähnt – nicht eingegangen, da diese nicht entscheidungsrelevant war. Im Folgenden soll aber nun dennoch auch diese Transaktionsstruktur rechtlich kurz im Lichte der Kapitalerhaltungsvorgaben analysiert werden.

9.4 Leveraged-Finance-Transaktionen und Verpfändung von Aktiva der Zielgesellschaft

Die Bestimmung des § 82 GmbHG zielt grundsätzlich darauf ab, jede Verminderung des Stammkapitals durch Leistung an die Gesellschafter zu verhindern. Damit verbieten die österreichischen Kapitalerhaltungsvorschriften jede Zuwendung der Gesellschaft an die Gesellschafter, die eben keine Gewinnverwendung darstellt. Geschützt ist demnach nicht nur das Stammkapital – sondern wie bereits erwähnt – auch das gesamte Gesellschaftsvermögen.²⁰²

Geht man nun von einer Leveraged-Finance Transaktionsstruktur aus, bei der das SPV (Muttergesellschaft, Übernahmegesellschaft) Anteile an der Zielgesellschaft (Tochtergesellschaft) erwerben möchte und zumindest ein wesentlicher Teil des Kaufpreises fremdfinanziert (Kreditaufnahme) ist und zudem zur Besicherung dieses Kredits die Aktiva der Zielgesellschaft an das Kreditinstitut verpfändet wird, so ist zu prüfen, ob diese Verpfändung im Hinblick auf die Bestimmung des § 82 GmbHG problematisch ist.²⁰³

Als Faustregel gilt, dass jede unmittelbare oder mittelbare Leistung an einen Gesellschafter, der keine gleichwertige Gegenleistung gegenübersteht, vom Verbot der Einlagenrückgewähr (§ 82 Abs 1 GmbHG; § 52 AktG) erfasst ist.²⁰⁴

Feststeht, dass durch eine derartige Leveraged-Finance Transaktionsstruktur kombiniert mit einer Verpfändung der Aktiva der Zielgesellschaft sehr wohl auch eine verbotene Einlagenrückgewähr vorliegen kann, zumal sie eine Vermögensminderung bei der Zielgesellschaft bewirkt. Die Interessen der Altgläubiger der

²⁰² OGH 1.12.2005, 6 Ob 271/05d, ÖBA 2006/1337 (OGH).

²⁰³ Vgl *Hlawati/Doralt* in *Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter*, Handbuch Mergers & Acquisitions (2007), 470 ff.

²⁰⁴ OGH 1.12.2005, 6 Ob 271/05d, ÖBA 2006/1337 (OGH); vgl insbesondere RS0105532.

Zielgesellschaft aber auch jene etwaiger verbleibender Gesellschafter der Zielgesellschaft sind auch potentiell gefährdet.²⁰⁵

Konkret ist auch zu bedenken, dass die Rückzahlung des Kredits durch die operative Gewinnausschüttung der Zielgesellschaft „sichergestellt“ ist und zum anderen das Kreditinstitut auch direkten und bevorrechteten Zugriff auf die Aktiva der Zielgesellschaft hat. Die Bank könnte somit durch diesen bevorzugten Zugriff durch die Verwertung der Aktiva den Haftungsfonds für die übrigen Gläubiger der Zielgesellschaft schmälern.²⁰⁶ *Hlawati/Doralt*²⁰⁷ sprechen in diesem Kontext von einer Überwälzung des Finanzierungsrisikos der Bank auf die Zielgesellschaft im Ausmaß der Verpfändung.

Um aber die Prüfung im Lichte des § 82 GmbHG fortzusetzen, so sind im Wesentlichen folgende Punkte zu bedenken:

- da das SPV von der Verpfändung der Aktiva der Zielgesellschaft an die Bank profitiert, handelt es sich bei der Verpfändung um nichts anderes als eine unmittelbare Leistung an das SPV als Muttergesellschaft bzw. Gesellschafter, die eben keine Gewinnverwendung darstellt;
- diese Zuwendung an das SPV stellt gleichzeitig eine Schmälerung des Vermögens der Zielgesellschaft im Ausmaß der Verpfändung der Aktiva, zumal insoweit letztlich die Zielgesellschaft das Finanzierungsrisiko trägt;
- überdies kommt es zu einer mittelbaren Beeinträchtigung der Gläubiger und verbleibenden Gesellschafter der Zielgesellschaft.²⁰⁸

²⁰⁵ Vgl. *Hlawati/Doralt* in *Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter*, Handbuch Mergers & Acquisitions (2007), 470 ff.

²⁰⁶ *Hlawati/Doralt* in *Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter*, Handbuch Mergers & Acquisitions (2007), 470 ff.

²⁰⁷ *Hlawati/Doralt* in *Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter*, Handbuch Mergers & Acquisitions (2007), 470 ff.

²⁰⁸ *Hlawati/Doralt* in *Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter*, Handbuch Mergers & Acquisitions (2007), 470 ff.

In der Lehre und Rechtsprechung ist insofern unstrittig, dass auch die Bestellung von Sicherheiten für einen Gesellschafter eine verdeckte Einlagenrückgewähr darstellen kann. Es ist daher naheliegend, dass die gleichen Voraussetzungen wie für die Kreditgewährung analog auch für die Sicherheitenbestellung gelten müssen.²⁰⁹

Wie bereits im Zuge der vorliegenden Arbeit erwähnt, kann die Sicherheitenbestellung nur dann zulässig sein, wenn sie einem Drittvergleich standhält, wobei der Maßstab eines sorgfältig handelnden Geschäftsführers anzulegen ist. Ergibt ein Fremdvergleich, dass das Geschäft auch mit einem außenstehenden Dritten trotz mangelnder Wertäquivalenz geschlossen worden wäre, so ist dieses Geschäft mit dem Gesellschafter bei entsprechender betrieblicher Rechtfertigung nach nunmehriger Rechtsprechung zulässig.²¹⁰

10 Ausgewählte Ergebnisse der vorliegenden Arbeit

- (i) Die hohe Eigenkapitalrentabilität, die mit dem Leverage-Effekt verbunden ist, stellt das Hauptmotiv eines Eigenkapitalgebers für eine Transaktion dar.
- (ii) Leveraged-Finance-Transaktionen werden in der Regel über eine eigens gegründete Erwerbs- bzw (Ein-)Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle, SPV bzw NewCo) strukturiert. Der Investor und das Management statten die neu gegründete Erwerbsgesellschaft mit Eigenkapital und eigenkapitalähnlichen Mitteln aus.²¹¹
- (iii) In einem zweiten Schritt nimmt dieses sogenannte Special Purpose Vehicle für den Erwerb der Anteile an der Zielgesellschaft einen Kredit auf. Gegenüber einem direkten Anteilserwerb durch den

²⁰⁹ Bauer/Zehetner in *Straube*, WK GmbHG (2009) Rz 103 ff zu § 82.

²¹⁰ Bauer/Zehetner in *Straube*, WK GmbHG (2009) Rz 103 ff zu § 82.

²¹¹ Pichler in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/107.

dahinterstehenden Investor bringt dies Schutz vor unmittelbarer Haftung des Investors und ermöglicht grundsätzlich einen Abzug von Finanzierungszinsen in der Jurisdiktion, in der die erworbene Beteiligung ihre Gewinne erwirtschaftet und versteuert.²¹²

- (iv) Der Zweck eines SPVs ist zum einen in der Finanzierung, dem Erwerb und dem Halten der Beteiligung begründet. In den meisten Fällen liegt kein operativer Betrieb vor. Erwirtschaftet die Zielgesellschaft Gewinne, fließen diese als Cashflows an das Special Purpose Vehicle zurück und können von diesem wiederum für Bedienung der Fremdkapitaltilgungen und –zinsen verwendet werden.²¹³
- (v) In Hinblick auf die Down-Stream-Konzernfinanzierung, also die Finanzierung der Tochtergesellschaften durch die Muttergesellschaft liegt grundsätzlich kein Problem der Einlagenrückgewähr vor, allerdings sind hierbei die Regeln des Eigenkapitalersatzrechts über die Finanzierung in der Krise entsprechend zu beachten.²¹⁴
- (vi) Zur Finanzierung der Töchtergesellschaften darf die Muttergesellschaft Kredite selbst aufnehmen und das Kapital weiterleiten sowie Sicherheiten zugunsten der Kredite der Töchter bestellen.²¹⁵
- (vii) Die Up-Stream-Konzernfinanzierung also die Finanzierung von unten nach oben bzw die Finanzierung der Konzernfinanzierung

²¹² Pichler in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/107.

²¹³ Gall/Kainberger, Aktuelle Fragen der Transaktions-strukturierung im Lichte der Judikatur des OGH zur Einlagenrückgewähr, *GesRZ* 2014, 217; Pichler in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/107.

²¹⁴ Scheuwimmer, Einlagenrückgewähr durch Besicherung, *ecolex* 2011, 332; Bauer/Zehetner in *Straube*, WK GmbHG (2009) Rz 90 ff zu § 82.

²¹⁵ Bauer/Zehetner in *Straube*, WK GmbHG (2009) Rz 90 ff zu § 82.

der Muttergesellschaft durch die Tochtergesellschaft ist problematisch. Dies nämlich deshalb, weil anders als bei der Down-Stream-Finanzierung, bei der sich durch die Leistung an die Tochtergesellschaft der Wert der Tochtergesellschaft und gleichzeitig (bei der Muttergesellschaft) der Wert der Beteiligung erhöhen und es somit zu keiner Verringerung des Haftungsfonds kommt, tritt umgekehrt bei der Up-Stream-Finanzierung eben eine solche Verringerung des Haftungsfonds regelmäßig ein.²¹⁶

- (viii) Die Side-Stream-Finanzierung kommt auch der Muttergesellschaft zugute; so erspart sich die Mutter etwa einen Aufwand. Die Side-Stream-Finanzierung verstößt daher auch gegen das Einlagenrückgewährverbot des § 82 GmbHG.²¹⁷
- (ix) In Hinblick auf Finanzierungen zwischen Schwestergesellschaften wird etwa beim Cash-Pooling auf eine optimale Nutzung der konzerninternen Liquidität abgezielt, indem Liquiditätsüberschüsse bei der einen Gesellschaft einen entsprechenden Mangel bei einer anderen ausgleichen soll.²¹⁸
- (x) Eine Form der zentralen Konzernfinanzierung wäre jene Konstellation, bei der die Mutter- oder eine eigens geschaffene Finanzierungsgesellschaft die Finanzierung abwickelt und koordiniert. In der Regel leisten bei einer solchen Konstellation andere Konzerngesellschaften einen Beitrag, indem sie eine Sicherheit bestellen. Derartige Konstellationen sind in Bezug auf das Einlagenrückgewährverbot als heikel einzustufen. Es muss darauf geachtet werden, dass die Sicherheitenbestellung jenem Teilbetrag der Gesamtfinanzierung entspricht, welcher der besichernden Gesellschaft zukommt. Es muss daher im Einzelfall geprüft werden, ob etwa die besichernde Gesellschaft ihren

²¹⁶ *Bauer/Zehetner* in *Straube*, WK GmbHG (2009) Rz 95 ff zu § 82.

²¹⁷ *Bauer/Zehetner* in *Straube*, WK GmbHG (2009) Rz 90 ff zu § 82.

²¹⁸ *Scheuwimmer*, Einlagenrückgewähr durch Besicherung, *ecolex* 2011, 332

Teilbetrag als Kapitalerhöhung oder als Gewinnauszahlung verwendet, zumal eine solche Vorgehensweise jedenfalls verpönt wäre. Als Faustregel gilt: Steht der Besicherung eine andere angemessene Gegenleistung gegenüber, liegt keine Einlagenrückgewähr vor. Liegt keine angemessene Gegenleistung vor, ist die Besicherung jedenfalls absolut nichtig. Die besichernde Gesellschaft darf keinesfalls durch die Besicherung in ihrer Existenz gefährdet werden; dies wäre jedenfalls unzulässig.²¹⁹

- (xi) Gerade auch im Zusammenhang mit der Gewährung von Krediten an Gesellschafter bzw im Konzern sind die Vorgaben des § 82 GmbH zu beachten. Abgesehen davon, dass eine Gesellschaft das allfällige Verbot des § 81 GmbHG nicht umgehen darf und daher die Gesellschaft (auch nicht teilweise) den Erwerb ihrer eigenen Anteile durch Dritte finanzieren darf (analoge Anwendung des § 66 a AktG wobei auf Zulässigkeitsgrenzen im GmbH-Recht an dieser Stelle nicht eingegangen werden kann, da dies sonst den Rahmen der Arbeit sprengen würde) ist die Kreditgewährung an Gesellschafter grundsätzlich nicht verboten.²²⁰
- (xii) Die Bestellung von Sicherheiten für einen Gesellschafter kann als verdeckte Einlagenrückgewähr gelten.²²¹ Die Sicherheitenbestellung kann nur dann zulässig sein, wenn sie einem Drittvergleich standhält, wobei der Maßstab eines sorgfältig handelnden Geschäftsführers anzulegen ist. Ergibt ein Fremdvergleich, dass das Geschäft auch mit einem außenstehenden Dritten trotz mangelnder Wertäquivalenz geschlossen worden wäre, so ist dieses Geschäft mit dem Gesellschafter bei entsprechender

²¹⁹ *Scheuwimmer*, Einlagenrückgewähr durch Besicherung, *ecolex* 2011, 332

²²⁰ *Artmann* in *Jabornegg/Strasser*, AktG (2011), Rz 28 f zu § 52; Vgl *Bauer/Zehetner* in *Straube*, WK GmbHG (2009) Rz 103 ff zu § 82.

²²¹ *Bauer/Zehetner* in *Straube*, WK GmbHG (2009) Rz 103 ff zu § 82.

betrieblicher Rechtfertigung nach nunmehriger Rechtsprechung zulässig.²²²

- (xiii) Leveraged-Finance-Transaktionen werden in der Regel über eine eigens gegründete Erwerbs- bzw (Ein-)Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle, SPV bzw NewCo) strukturiert.²²³
- (xiv) Eine Zielgesellschaft (Tochtergesellschaft) ist nicht berechtigt, einen Kredit für ihren eigenen Kaufpreis aufzunehmen. Zudem wird gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr auch dann verstoßen, wenn die Zielgesellschaft selbst einen Kredit aufnimmt, um dem Erwerber den Anteilserwerb finanziell zu ermöglichen und dabei als Kreditnehmerin die Kreditvaluta an den Gesellschafter (Anteilserwerber, SPV, Muttergesellschaft) weiterleitet, damit dieser den Kaufpreis überhaupt finanzieren kann. Dies wäre ein klarer Verstoß gegen § 82 GmbHG.²²⁴
- (xv) Es mag sein, dass dem *Kneisz*-Fall eine spezielle Sonderkonstellation zugrunde liegt und ursprünglich tatsächlich der Erwerb an der Zielgesellschaft durch die natürliche Person vorgesehen war und die Zwischenschaltung des SPVs einzig und allein deshalb genutzt wurde um das Verbot der Einlagenrückgewähr zu umgehen, doch dürfen die Ausführungen des OGH nicht unbedacht verallgemeinert werden, zumal dies eben dazu führen würde, dass nun jede bewusste Zwischenschaltung eines SPVs eine verpönte Konstruktion im Sinne des § 82 GmbHG darstellen würde.²²⁵

²²² Artmann in *Jabornegg/Strasser*, AktG (2011), Rz 28 f zu § 52; Vgl Bauer/Zehetner in *Straube*, WK GmbHG (2009) Rz 103 ff zu § 82.

²²³ Pichler in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017); Rz AT 2/107.

²²⁴ Brugger, Ende des Special Purpose Vehicle (SPV) durch 6 Ob 48/12w?, NZ 2013/92, 208; Artmann in *Jabornegg/Strasser*, AktG (2011), Rz 28 f zu § 52; Bauer/Zehetner in *Straube*, WK GmbHG (2009) Rz 103 ff zu § 82.

²²⁵ Vgl auch Brugger, Unternehmenserwerb (2014), Rz 1910; Brugger, Ende des Special Purpose Vehicle (SPV) durch 6 Ob 48/12w?, NZ 2013/92, 208; Die Presse „Der OGH geht hier zu weit“ unter <https://diepresse.com/home/wirtschaft/recht/1465399/Der-OGH-geht-hier-zu-weit>;

- (xvi) Es muss weiterhin eine gewisse Organisationsfreiheit bewahrt bleiben, zumal es Sache jedes einzelnen sein muss, in welcher Rechtsform er wirtschaftlich tätig werden möchte (ob nun als Einzelunternehmer bzw natürliche Person oder, ob hierfür eine Kapitalgesellschaft bzw Ein-Personen-Gesellschaft gegründet werden soll). Der Organisationsentscheidung bzw der Entscheidung in welcher Rechtsform nun wirtschaftlich gehandelt (Anteilserwerb und Kreditaufnahme) werden soll, darf nicht automatisch die Absicht unterstellt werden, das Verbot des § 82 GmbHG umgehen zu wollen, zumal ja jeder Anteilserwerb dem Unternehmen bzw der Gesellschaft und somit mittelbar auch dem Wohl der dahinterstehenden Gesellschafter dienen sollte; dies allein kann keine unzulässige Einlagenrückgewähr darstellen.²²⁶
- (xvii) Die *Kneisz*-Entscheidung des OGH wirft aber nicht nur Fragen hinsichtlich der Zulässigkeit von Akquisitionsfinanzierung im Hinblick auf SPV-Konstellationen auf, sondern stellt auch eine gewisse Unsicherheit bzw Bedrohung für sämtliche Kreditportfolios der Banken dar. In der konkreten Entscheidung sah der OGH immerhin in jeder zurückgezahlten Kreditrate eine verbotene Einlagenrückgewähr. Für die konkrete Bank führte die Entscheidung des OGH zu folgenschweren Konsequenzen. Da die Bank nämlich – so urteilte der OGH – von der unzulässigen Einlagenrückgewähr spätestens bei Auszahlung der Kreditsumme Kenntnis hatte, sei sie nun verpflichtet, die vom Masseverwalter eingeforderten getilgten Kreditraten zurückzuzahlen.²²⁷
- (xviii) Ob die *Kneisz*-Entscheidung des OGH ein unglücklicher Spezialfall ist oder tatsächlich eine Bedrohung für sämtliche Kreditportfolios

²²⁶ *Brugger*, Ende des Special Purpose Vehicle (SPV) durch 6 Ob 48/12w?, NZ 2013/92, 208;

²²⁷ Vgl auch Die Presse „Der OGH geht hier zu weit“ unter <https://diepresse.com/home/wirtschaft/recht/1465399/Der-OGH-geht-hier-zu-weit>; *Brugger*, Unternehmenserwerb (2014), Rz 1910; *Brugger*, Ende des Special Purpose Vehicle (SPV) durch 6 Ob 48/12w?, NZ 2013/92, 208.

der Banken darstellt und letztlich generell auch das Ende des Special Purpose Vehicle bedeuten kann, bleibt abzuwarten.²²⁸

11 Literaturverzeichnis

Artmann in *Jabornegg/Strasser*, AktG (2011);

Bauer, Die Beteiligungsfinanzierung als Instrument der Außenfinanzierung dt. Industrieunternehmen (2009);

Bauer/Zehetner in *Straube*, WK GmbHG (2009) § 82;

Birnbauer, Verschmelzung Mutter auf Tochtergesellschaft (down-stream-merger) im Recht der GmbH, übernehmende Gesellschaft, GES 2015;

Brugger, Ende des Special Purpose Vehicle (SPV) durch 6 Ob 48/12w?;

Brugger, Unternehmenserwerb (2014), Rz 189 ff;

Christian in *Torggler*, UGB (2016) § 229;

Clifford Chance, AIFM Richtlinie – Auswirkungen auf Private Equity Transaktionen, Client Briefing; Deal Flow Predictor von Intralinks für das 4. Quartal 2016M;

Fachgutachten zur Unternehmensbewertung (KFS BW 1) vom 26.3.2014;

Galla, Earn-out-Vereinbarung bei M&A-Transaktionen, taxlex 2010, 384;

²²⁸ Vgl. auch Die Presse „Der OGH geht hier zu weit“ unter <https://diepresse.com/home/wirtschaft/recht/1465399/Der-OGH-geht-hier-zu-weit>; *Brugger*, Unternehmenserwerb (2014), Rz 1910; *Brugger*, Ende des Special Purpose Vehicle (SPV) durch 6 Ob 48/12w?, NZ 2013/92, 208.

Gall/Kainberger, Aktuelle Fragen der Transaktions-strukturierung im Lichte der Judikatur des OGH zur Einlagenrückgewähr, GesRZ 2014, 217;

Gröner, Der Markt für Unternehmenskontrollen (1992);

Halder, Finanzierung von M&A-Transaktionen: Vendor Loans und Earnout-Strukturen (2013);

Held, Die Akquisitionsfinanzierung strategischer Investoren (2008);

Lucks/Meckl, Internationale Mergers & Acquisitions (2015);

Heyd, Gabler Business-Wissen A-Z Bilanzierung (2005);

Hlawati/Doralt in Polster-Grüll/Zöchling/Kranebitter, Handbuch Mergers & Acquisitions (2007);

Hofmann/Nowotny, Die Bedeutung von Bilanzgarantien beim Unternehmenskauf, GesRZ 2009, 126;

Kalateh, Kreditspezifische Informationspflichten von Banken bei der Kreditvergabe (2015);

Kailer/Weiß, Gründungsmanagement kompakt: Von der Idee zu Businessplan (2014);

Karollus-Bruner, Was garantiert die Bilanzgarantie ecolex 2007, 824;

Karollus, 6 Ob 48/12w: Das Ende der bisherigen LBO-/MBO-Finanzierungspraxis?, GES 2013, 283;

Lang/Ladler, Österreichischer M&A Markt 2014 in leichtem Aufwärtstrend; M&A Review 3/2015;

Meissner, Alternative Instrumente der Unternehmensfinanzierung;

Neurath/Stöhrer, Finanzinvestor oder strategischer Investor?, Homepage Transfer Partners (2017);

Pichler in *Mittendorfer/Mittermair* (Hrsg), Handbuch Unternehmensfinanzierung (2017), Rz AT 2/79;

Portisch, Finanzierung im Unternehmenslebenszyklus (2016);

Reich-Rohrwig, Verbotene Einlagenrückgewähr bei Kapitalgesellschaften, *ecolex* 2003, 152;

Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010;

Reuter, Eigenkapitalausweis im IFRS–Abschluss (2008);

Scheuwimmer, Einlagenrückgewähr durch Besicherung, *ecolex* 2011, 332;

Stadler, Die Bedeutung von High-Yield Bonds im Rahmen der Finanzierungsstruktur von Buyout-Transaktionen (2013), 13;

Straube, WK GmbHG (2009) Rz 90 ff zu § 82;

Wittmann, Vertragliche Gewährleistungsregelungen beim Unternehmenskauf unter besonderer Berücksichtigung des Anteilskaufs (2011);

Zehetner, Das "Verbot der Einlagenrückgewähr" - Kapitalerhaltung in der GmbH, GBU 2009.

Links:

<https://de.statista.com/statistik/daten/studie/153735/umfrage/volumen-der-fusionen-und-uebernahmen-weltweit/>;

<http://www.ma-review.de/deals/deal-statistiken.html>.

<https://www.pwc.de/de/deals/kaufpreisfindung-bei-transaktionen-so-schuetzen-sich-kaeufer-und-verkaeufer-vor-boesen-ueberraschungen.html>.

<http://www.icon.at/de/publikationen/news/news/detail/2013-07-10-ma-transaktionen-kaufpreis-nach-earn-out-methode/>.

https://www.bmfwf.gv.at/Unternehmen/Documents/Unternehmens%C3%BCbergaben%20und%20nachfolgen%20in%20%C3%96sterreich_2014.pdf

<https://diepresse.com/home/wirtschaft/recht/1465399/Der-OGH-geht-hier-zu-weit>.