

Unternehmenskäufe**Veräußerung eigener Aktien****Eine flexible Alternative zur Ausgabe junger Aktien?**

VON DR. INGO KAPSCH UND DR. JOHANNES ZOLLNER\*)

Gerade bei Unternehmenskäufen ist es weit verbreitet, dem Verkäufer als Gegenleistung für sein Unternehmen Aktien der erwerbenden Gesellschaft anzubieten. Soll der Unternehmenserwerb durch Gewährung von Aktien erfolgen, die erst im Rahmen einer Kapitalerhöhung geschaffen werden, ist damit für die erwerbende Gesellschaft aufgrund der Beschlusserfordernisse und Berichtspflichten ein hoher Zeit- und Kostenaufwand verbunden. Darüber hinaus sind die an der Kapitalerhöhung mitwirkenden Personen aufgrund der zwingenden Kapitalaufbringungs- und Aktionärschutzvorschriften mit nicht zu vernachlässigenden Haftungsrisiken konfrontiert.<sup>1)</sup> Anstelle von jungen Aktien als Akquisitionswährung können jedoch auch eigene Aktien verwendet werden, womit ein wirkungsgleiches Ergebnis erzielt wird.<sup>2)</sup> Unter welchen Voraussetzungen eigene Anteile als Akquisitionswährung beim Unternehmenserwerb eingesetzt werden können und ob diese tatsächlich eine flexible Alternative zur Ausgabe junger Aktien darstellen, wird im nachfolgenden Beitrag kritisch untersucht.<sup>3)</sup>

**1. Erwerb durch Ausgabe junger Aktien**

Soll das Transaktionsobjekt durch die Ausgabe von jungen Aktien erworben werden, müssen diese erst im Rahmen einer Kapitalerhöhung (ordentliche Kapitalerhöhung oder genehmigtes Kapital) geschaffen werden. Der Erwerb des Unternehmens gegen Gewährung von Aktien ist als Sacheinlage zu qualifizieren, für welche die Sacheinlagevorschriften gem. § 150 AktG einzuhalten sind: Im Beschluss über die Kapitalerhöhung sind – bei sonstiger Unwirksamkeit – der Nennbetrag bzw. bei Stückaktien die Zahl der zu gewährenden Aktien, deren Ausgabebetrag, der zu erwerbende Gegenstand und die Person des Erwerbers festzusetzen.<sup>4)</sup> Einlagefähig sind gem. § 150 Abs. 1 i. V. m. § 20 Abs. 2 AktG nur Vermögensgegenstände mit einem feststellbaren wirtschaftlichen Wert; Verpflichtungen zu Dienstleistungen können im Rahmen einer Kapitalerhöhung nicht Gegenstand einer Sacheinlage sein.<sup>5)</sup> Ob der Wert der Sacheinlage den Ausgabebetrag der dafür gewährten Aktien erreicht, ist von den Mitgliedern des Vorstands, des Aufsichtsrats, von einem gerichtlich bestellten Sachverständigen sowie vom Firmenbuchgericht zu prüfen. Bei Überbewertung des Sacheinlagegegenstands haftet der Inferent verschuldensunabhängig für die Differenz zwischen dem veranschlagten und dem tatsächlichen Wert (Differenzhaftung).<sup>6)</sup>

\*) Dr. Ingo Kapsch ist Rechtsanwalt in Wien. Mag. Dr. Johannes Zollner ist Univ.-Ass. am Institut für Bürgerliches Recht, Handels- und Wertpapierrecht der Wirtschaftsuniversität Wien.

<sup>1)</sup> Entspricht der Wert der Sacheinlage nicht dem Ausgabebetrag der jungen Aktien (einschließlich Agio), kann dies zur Haftung der Organe, des Sacheinlageprüfers und des Inferenten führen; OGH 9. 3. 2006, 6 Ob 39/06p.

<sup>2)</sup> Vgl. Kalss in Doralt/Nowotny/Kalss (Hrsg.), Kommentar zum Aktiengesetz (2003) § 65 Rz. 8.

<sup>3)</sup> Zum praktischen Ablauf und Zeitplan der Durchführung einer derartigen Transaktion siehe Schmid-Schmidfelden/Ruhm, Eigene Aktien als Zahlungsmittel, GeS 2005, 272.

<sup>4)</sup> Zu den Rechtsfolgen bei Verletzung der Sachkapitalerhöhungsvorschriften vgl. Winner in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG, § 150 Rz. 42 ff.

<sup>5)</sup> Ettel in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG, § 20 Rz. 20.

<sup>6)</sup> Talos/Schrank, Zur Haftung bei überbewerteten Sacheinlagen in Aktiengesellschaften, eolex 2004, 948 m. w. N.; Reich-Rohrwig, Grundsatzfragen der Kapitalerhaltung bei AG, GmbH sowie GmbH & Co KG (2004) 31; Nagele in Jabornegg/Strasser (Hrsg.), Kommentar zum Aktiengesetz<sup>4</sup> (2002) § 150 Rz. 25; Winner in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG, § 150 Rz. 95; Doralt in MünchKomm-AktG<sup>2</sup> (2002) § 27 Rz. 140.

Auf die neu ausgegebenen Aktien haben die Altaktionäre gem. § 153 Abs. 1 AktG ein Bezugsrecht, das diese vor einer Verwässerung ihrer (relativen) Beteiligung und der damit korrelierenden Herrschaftsmacht schützen soll.<sup>7)</sup> Die Sachkapitalerhöhung setzt regelmäßig einen Bezugsrechtsausschluss voraus, welcher einen untrennbaren Bestandteil des Kapitalerhöhungsbeschlusses bildet.<sup>8)</sup> Der Beschluss ist – sofern die Satzung nicht strengere Erfordernisse vorsieht – mit einer Dreiviertel-Mehrheit (Kapitalmehrheit) zu fassen und bedarf einer sachlichen Rechtfertigung,<sup>9)</sup> die sich bei der Sachkapitalerhöhung an einem plausiblen und gerechtfertigten Interesse der Gesellschaft am Einlagegegenstand manifestiert.<sup>10)</sup> Darüber hinaus muss der Ausgabebetrag der jungen Aktien angemessen sein, um einen Wertverlust der Anteile der Altaktionäre zu vermeiden.<sup>11)</sup>

Die Kapitalerhöhungsvorschriften verfolgen ein doppeltes Regelungsanliegen. Zum einen sind sie Instrumente der Kapitalerhaltung und dienen damit dem Gläubigerschutz, wie insbesondere die speziellen Regelungen über die Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage. Zum anderen sollen diese eine Übervorteilung und Verwässerung der Altaktionäre (Bezugsrecht und Erschwerung des Bezugsrechtsausschlusses) verhindern, sie sind also Instrumente des Aktionärsschutzes.<sup>12)</sup>

## 2. Grundsätzliche Überlegungen zu Erwerb und zur Veräußerung eigener Aktien

Seit dem Aktienrückerwerbgesetz<sup>13)</sup> (AReG) können börsennotierte Aktiengesellschaften<sup>14)</sup> gem. § 65 Abs. 1 Z 8 AktG aufgrund einer Ermächtigung der Hauptversammlung bis zu einem Anteil von höchstens 10 % des Grundkapitals eigene Aktien erwerben, ohne dabei an eine bestimmte Zweckvorgabe gebunden zu sein; einzig der Erwerb zu Zwecken des Handels in eigenen Aktien ist ausgeschlossen.

Die Ermächtigung der Hauptversammlung muss gem. § 65 Abs. 1a AktG den Anteil der zu erwerbenden Aktien am Grundkapital, die Geltungsdauer der Ermächtigung – diese darf gem. Abs. 1 Z 8 leg. cit. 18 Monate nicht übersteigen – sowie den niedrigsten und den höchsten Gegenwert festlegen. Der Rückerwerb ist gem. § 65 Abs. 2 AktG nur zulässig, wenn die Aktien voll eingezahlt sind und darüber hinaus die Aktiengesellschaft die gemäß § 225 Abs. 5 HGB vorgeschriebene Rücklage für eigene Anteile bilden kann, ohne dass das Nettoaktivvermögen das Grundkapital und eine nach Gesetz oder Satzung gebundene Rücklage unterschreitet.<sup>15)</sup> Damit wird der Erwerb von eigenen Anteilen durch die Gesellschaft aus dem Blickwinkel des Gläubigerschutzes der Ausschüttung von Gewinn gleichgestellt.<sup>16)</sup> Der Erwerb eigener Aktien ist nur

<sup>7)</sup> *Winner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG, § 153 Rz. 1; *Peifer* in *MünchKomm-AktG*<sup>2</sup>, § 186 Rz. 1, jeweils m. w. N.

<sup>8)</sup> Statt aller vgl. nur *Winner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG, § 153 Rz. 89; *Nagele* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>4</sup>, § 153 Rz. 22.

<sup>9)</sup> Vgl. etwa *Winner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG, § 153 Rz. 114 ff.

<sup>10)</sup> *Winner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG, § 153 Rz. 130; *Peifer* in *MünchKommAktG*<sup>2</sup>, § 186 Rz. 90; BGHZ 71, 40 (46); vgl. aber *Wiedemann* in *GroßkommAktG*<sup>4</sup>, § 186 Rz. 167, der die Sachkapitalerhöhung i. d. R. für bezugsrechtsfrei hält.

<sup>11)</sup> *Winner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG, § 150 Rz. 72 ff.

<sup>12)</sup> Vgl. dazu *Kalss/Burger/Eckert*, Die Entwicklung des österreichischen Aktienrechts (2003) 141, zur Gründung; *Zollner*, Mindestkapital und Kapitalaufbringung – wirksame Instrumente des Gläubigerschutzes, in *Kalss* (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Gläubigerschutzes im italienischen, slowenischen und österreichischen Kapitalgesellschaftsrecht (2002) 29 (35 ff.); *Kastner/Doralt/Nowotny*, Grundriß des österreichischen Gesellschaftsrechts<sup>5</sup> (1990), 192; OGH 9. 3. 2006, 6 Ob 39/06p.

<sup>13)</sup> BGBl. I Nr. 187/1999; ein Vorschlag zur Änderung der 2. RL sieht eine Aufhebung der volumsmäßigen Grenze vor.

<sup>14)</sup> Aktiengesellschaften, deren Aktien an einem geregelten Markt i. S. d. § 2 Z 37 BWG oder einem anerkannten, für das Publikum offenen, ordnungsgemäß funktionierenden Wertpapiermarkt in einem Vollmitgliedstaat der OECD zugelassen sind.

<sup>15)</sup> Vgl. *Jud*, Zur Kapitalgrenze beim Erwerb eigener Aktien, in *Krejci-FS I* (2001) 687 ff.

<sup>16)</sup> Vgl. nur *Escher-Weingart/Kübler*, Erwerb eigener Aktien; Deutsche Reformbedürfnisse und europäische Fesseln, ZHR 162 (1998) 537 (558).

zulässig, wenn die Gesellschaft den dafür aufzuwendenden Betrag auch als Dividende an die Aktionäre ausschütten könnte.<sup>17)</sup> Aus Sicht der Gesellschaftsgläubiger macht es keinen Unterschied, ob die AG ihr Gesellschaftsvermögen durch Gewinnausschüttung oder durch den Erwerb eigener Anteile verringert.<sup>18)</sup>

Aufgrund der fehlenden Zweckbindung des Aktienerwerbs sowie wegen der Möglichkeit, die Aktien wieder zu veräußern, können nach § 65 Abs. 1 Z 8 AktG erworbene eigene Anteile als Akquisitionswährung für den Erwerb von Vermögensgegenständen (Unternehmen) eingesetzt werden. Eigene Aktien stehen allerdings nicht unbeschränkt zur Verfügung, sondern sind (von Ausnahmen abgesehen) mit 10 % des Grundkapitals der erwerbenden AG limitiert. Zunächst erwirbt die Gesellschaft – gestützt auf die entsprechende Hauptversammlungsermächtigung – eigene Anteile, um diese sodann als Gegenleistung an den Veräußerer des Transaktionsobjektes zu übertragen. Im Ergebnis kann damit ein der Sachkapitalerhöhung sehr ähnliches wirtschaftliches Ergebnis erreicht werden, was die Frage nach der analogen Anwendung der für Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen vorgesehenen Instrumente des Gläubiger- und Aktionärsschutzes an den Tag treten lässt.

### 3. Unternehmenserwerb durch Veräußerung eigener Anteile

#### 3.1. Veräußerung eigener Aktien unter dem Aspekt der quotalen Verwässerung

Bei der Veräußerung eigener Aktien durch die Gesellschaft besteht – ebenso wie bei deren Erwerb – die Gefahr einer bevorzugten Behandlung einzelner Aktionäre. Dies vor Augen, stellt § 65 Abs. 1b AktG ausdrücklich klar, dass auf Erwerb und Veräußerung eigener Anteile das Gleichbehandlungsgebot anzuwenden ist. Der Vorstand hat sich daher bei Erwerb und Veräußerung vollkommen neutral zu verhalten und darf weder beim Aktienrückkauf noch bei deren Verkauf einzelne Aktionäre begünstigen.<sup>19)</sup>

Bei einer Veräußerung über die Börse oder durch ein öffentliches Angebot wird nach dem Regelungswillen des Gesetzgebers dem Gleichbehandlungsgebot Genüge getan; darin ist allerdings keine unwiderlegliche Vermutung zu erblicken, weil trotz Erwerbs bzw. Veräußerung über die Börse Ungleichbehandlungen auftreten können.<sup>20)</sup> Eine andere Art der Veräußerung ist möglich, bedarf aber nach § 65 Abs. 1b Satz 2 AktG der Legitimation durch die Hauptversammlung. Auf diesen Hauptversammlungsbeschluss sind gem. § 65 Abs. 1b AktG die Vorschriften über den Bezugsrechtsausschluss (§ 153 Abs. 3 und Abs. 4 AktG) sinngemäß anzuwenden: Er bedarf daher einer Mehrheit von drei Viertel des bei der Beschlussfassung anwesenden oder vertretenen Grundkapitals (§ 153 Abs. 3 Z 2 AktG) und muss sachlich gerechtfertigt sein.<sup>21)</sup> Die Hauptversammlung kann den Vorstand auch zu einer anderen Art der Veräußerung ermächtigen, wobei dann die Vorschriften über das genehmigte Kapital sinngemäß gelten.

Aus dem Gesetzeswortlaut lässt sich nicht eindeutig ableiten, ob das Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses einschließlich der sachlichen Rechtfertigung für jede

<sup>17)</sup> *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG, § 65 Rz. 118. Vgl. Artikel 19 Abs. 1 lit. c i. V. m. Artikel 15 Abs. 1 der Zweiten Richtlinie des Rates vom 13. 12. 1976 ABIEG 77/91, geändert durch die Richtlinie vom 23. 11. 1992 ABIEG 92/101/EWG; *Escher-Weingart/Kübler*, ZHR 1998, 537 (558); *Martens*, Erwerb und Veräußerung eigener Aktien im Börsenhandel, AG 1996, 337 (341); *Rosen/Helm*, Der Erwerb eigener Aktien durch die Gesellschaft, AG 1996, 434 (439); *Talos*, Zum Entwurf des Aktienrückerwerbsgesetzes, *ecolex* 1999, 470.

<sup>18)</sup> *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG, § 65 Rz. 118; *Oechsler* in *MünchKomm AktG*<sup>2</sup>, § 71 Rz. 271; *Lutter*, AG 1997, 56; *Escher-Weingart/Kübler*, ZHR 1998, 537 (549).

<sup>19)</sup> EBRV 1902 BlgNR 20. GP, 7.

<sup>20)</sup> Vgl. *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG, § 65 Rz. 81 für den Erwerb und Rz. 87 für den Verkauf über die Börse.

<sup>21)</sup> *Karollus* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>4</sup>, § 65 Rz. 69.

Veräußerung, die gerade nicht über die Börse oder durch ein öffentliches Angebot erfolgt, besteht, oder ob sich dieses lediglich auf nicht gleichbehandlungswahrende Veräußerungsvorgänge bezieht.<sup>22)</sup> In den meisten Konstellationen wird mit beiden Auslegungsvarianten ein deckungsgleiches Ergebnis erzielt, nämlich die grundsätzliche Unzulässigkeit einer bevorzugten Bedienung, sofern eine solche nicht ausnahmsweise sachlich gerechtfertigt<sup>23)</sup> ist und von der Hauptversammlung mit qualifizierter Mehrheit genehmigt wird. Praktische Bedeutung kommt dieser Frage bei Unternehmensakquisitionen zu, wenn die Gesellschaft diese mit eigenen Anteilen finanzieren möchte und der Unternehmensverkäufer (= potenzieller Erwerber der eigenen Anteile) ein außen stehender Dritter, d. h. Nichtaktionär ist. Bei bevorzugter Veräußerung der eigenen Anteile an den außen stehenden Dritten wird der aktienrechtliche Gleichbehandlungsgrundsatz nicht verletzt, weil dieser ausschließlich sachlich nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlungen zwischen den Aktionären verbietet, jedoch Bevorzugungen Dritter gegenüber den Aktionären zulässt.<sup>24)</sup> Mangels Ungleichbehandlung der Aktionäre untereinander ist in dieser Konstellation eine Hauptversammlungszuständigkeit nur gegeben, wenn § 65 Abs. 1b Satz 2 AktG sämtliche Veräußerungen erfasst, die weder in einem öffentlichen Angebot noch in einem Erwerb über die Börse bestehen.

Nach dem in den Materialien dokumentierten Regelungswillen des Gesetzgebers gilt das Beschlusserfordernis für sämtliche Veräußerungsformen außerhalb eines Verkaufs über die Börse oder durch ein öffentliches Angebot.<sup>25)</sup> Der Gesetzgeber hat die Nähe des Erwerbs bzw. der Veräußerung eigener Anteile zur Kapitalerhöhung und damit zum Bezugsrecht akzentuiert: Dies zeigt sich sowohl in dem ausdrücklichen Verweis auf die Regelungen über den Bezugsrechtsausschluss (§ 153 Abs. 3 und 4 AktG), als auch in dem Umstand, dass § 65 AktG die besonderen Regelungen der bedingten Kapitalerhöhung nachzeichnet.<sup>26)</sup> Parallel zu § 159 Abs. 2 Z 3 AktG bedarf die Veräußerung eigener Anteile an Arbeitnehmer, leitende Angestellte und an Organmitglieder zur Bedienung von Aktienoptionen keines gesonderten Hauptversammlungsbeschlusses.<sup>27)</sup> Die schlichte Ausgabe der eigenen Anteile an den genannten Personenkreis, ohne dass dies im Rahmen eines Aktienoptionsprogramms erfolgt, oder an andere als die genannten Personen (z. B. externe Berater) im Rahmen eines Optionsprogramms unterliegt hingegen der Beschlussfassung durch die Hauptversammlung, wenn auch analog zu § 153 Abs. 5 AktG in der bevorzugten Ausgabe an diese Personen regelmäßig die sachliche Rechtfertigung zu erblicken ist.<sup>28)</sup> Die Tatsache, dass – etwa anders als nach § 174 Abs. 1 AktG – eine ausdrückliche Erwähnung des Bezugsrechts auf die zu veräußernden eigenen Anteile in § 65 Abs. 1b AktG unterblieben ist, vermag zu keinem anderen Ergebnis führen. Der Gesetzgeber hat wohl deshalb auf die Geltung des Gleichbehandlungsgrundsatzes und nicht auf das Bestehen eines Bezugsrechts – dieses ist als spezielle Ausformung des Gleichbehandlungsgrundsatzes zu verstehen<sup>29)</sup> – verwiesen, weil § 65 Abs. 1b AktG sowohl auf Erwerb als auch auf Veräußerung von eigenen Anteilen Bezug nimmt und die Normierung eines Bezugsrechts nur für die Veräußerung, nicht aber für den Erwerb eigener Anteile passend gewesen wäre.

<sup>22)</sup> So etwa *Benckendorff*, Erwerb eigener Aktien im deutschen und US-amerikanischen Recht (1998) 285.

<sup>23)</sup> Zu möglichen Gründen, die eine unterschiedliche Bedienung von Aktionären mit den eigenen Anteilen rechtfertigen, vgl. etwa *Oechsler* in MünchKomm AktG<sup>2</sup>, § 71 Rz. 219.

<sup>24)</sup> OGH 16. 12. 1980, 5 Ob 649/80 SZ 53/172 = EvBl. 1981/72 = GesRZ 1981, 44 = JBl. 1981, 545 (zur GmbH); *Peifer* in MünchKomm AktG<sup>2</sup>, § 186 Rz. 80; *Lutter* in KK-AktG<sup>2</sup>, § 53a Rz. 19.

<sup>25)</sup> EBRV 1902 BlgNR 20. GP, 7. *Nowotny*, Kapitalmarkt und Aktienrückerwerb, FS-Lutter (2000) 1513 (1519 f.); *Saria*, Der Erwerb eigener Aktien nach dem Aktienoptionengesetz, GesRZ 2001, 83; *Karollus* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>4</sup>, § 65 Rz. 68.

<sup>26)</sup> EBRV 485 BlgNR 21. GP, 21; *Kalss*, GesRZ-Sonderheft 2001, 56.

<sup>27)</sup> Zur Parallellität *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG, § 65 Rz. 108.

<sup>28)</sup> *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG, § 65 Rz. 107.

<sup>29)</sup> *Peifer* in MünchKomm AktG<sup>2</sup>, § 186 Rz. 80.

Der Verweis auf den Bezugsrechtsausschluss – und damit implizit auch auf das Bezugsrecht – führt jedoch zu Widersprüchen innerhalb der Gesetzessystematik: Aus dem Blickwinkel der quotalen Verwässerung stellt die (Wieder-)Veräußerung eigener Aktien gerade keine mit einer Kapitalerhöhung vergleichbare Situation dar.<sup>30)</sup> Die (relative) Beteiligung der Aktionäre verändert sich durch die Veräußerung der von der Gesellschaft gehaltenen eigenen Anteile nicht, weil sich das Halten eigener Aktien völlig neutral auf das Grundkapital der erwerbenden Gesellschaft auswirkt.<sup>31)</sup> Damit werden die Altaktionäre auch nicht in ihren Minderheitsrechten beeinträchtigt,<sup>32)</sup> die überwiegend auf eine entsprechende Beteiligung am Grundkapital abstellen und daher weder vom Erwerb noch von der Veräußerung eigener Anteile berührt werden.<sup>33)</sup> Einzig die relative Stimmkraft eines Aktionärs verändert sich durch die Veräußerung der eigenen Anteile, weil das Stimmrecht aus den eigenen Anteilen wieder auflebt und sich somit die Zahl der insgesamt ausübaren Stimmrechte vermehrt.<sup>34)</sup> Ein schützenswertes Vertrauen der Aktionäre auf die durch den Erwerb eigener Anteile (kurzfristig) erhöhte Stimmkraft ist nicht gegeben, weil das Halten der eigenen Anteile durch die Gesellschaft – anders als beim Erwerb zur Einziehung – in der Regel als bloß vorübergehender Zustand konzipiert ist; durch die Wiederveräußerung der eigenen Anteile wird nur der ursprüngliche Zustand wiederhergestellt, der vor dem Rückkauf eigener Aktien bestanden hat.<sup>35)</sup> Die Veräußerung beseitigt somit nur jene gesellschaftsrechtliche „Anomalie“, die durch das Halten eigener Anteile entstanden ist.

Während die Veräußerung eigener Aktien über die Börse, und zwar gänzlich unabhängig vom Volumen, weder einen Hauptversammlungsbeschluss noch eine besondere sachliche Rechtfertigung erfordert, muss bei der Ausgabe von jungen Aktien über die Börse sehr wohl ein Beschluss über den Bezugsrechtsausschluss gefasst werden und zwar selbst dann, wenn das Volumen der Kapitalerhöhung 10 % des Grundkapitals nicht überschreitet.<sup>36)</sup> Zwar ist an die sachliche Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses bei einer Erhöhung von nicht mehr als 10 % bei einer börsennotierten Gesellschaft ein weniger strenger Maßstab anzulegen,<sup>37)</sup> das Erfordernis eines mit qualifizierter Mehrheit gefassten Hauptversammlungsbeschlusses (über den Bezugsrechtsausschluss bzw. die Ermächtigung an den Vorstand zum Bezugsrechtsausschluss) besteht dennoch. Warum der Gesetzgeber zwar einen erleichterten „Bezugsrechtsausschluss“ bei der Veräußerung eigener Aktien vorsieht, diesen aber für die ordentliche Kapitalerhöhung nicht zulässt,<sup>38)</sup> scheint fraglich. Denn die vom Gesetzgeber akzentuierte Parallelität von Veräußerung eigener Anteile und Ausgabe junger Aktien hätte es zur Vermeidung systematischer Widersprüche erfordert, auch die Regelungen über den Bezugsrechtsausschluss parallel zu gestalten.<sup>39)</sup> Zwar könnte die unterschiedliche Gestaltung des „Bezugsrechtsausschlusses“ bei der Kapitalerhöhung einerseits und der (Wieder-)Veräußerung eigener Anteile andererseits damit begründet werden, dass – im Unterschied zur Veräußerung eigener Anteile – eine Kapitalerhöhung in die Minderheitsposi-

<sup>30)</sup> A. A. U. Huber, Rückkauf eigener Aktien, in Kropff-FS (1997) 101 (118); vgl. aber 118 a. E.: „bei der Wiederveräußerung der zurückerworbenen Aktien [handelt es sich] nicht um eine Kapitalerhöhung im förmlichen Sinn“.

<sup>31)</sup> Kalss in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG, § 65 Rz. 95.

<sup>32)</sup> Vgl. etwa das Recht zur Einberufung der Hauptversammlung gem. § 106 Abs. 2 Satz eins AktG; Escher-Weingart/Kübler, ZHR 162 (1998) 545; Hüffer, AktG<sup>6</sup>, § 122 Rz. 3.

<sup>33)</sup> Ähnlich Winner in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG, § 153 Rz. 132.

<sup>34)</sup> Vgl. § 65 Abs. 5 1. Satz AktG.

<sup>35)</sup> Saria, GesRZ 2001, 84; Dregger, Gesellschaftsrechtliche Grundfragen der Unterlegung von Stock Options mit jungen Aktien, GesRZ-Sonderheft Aktienoptionen 2001, 29 (31 bei FN 16).

<sup>36)</sup> Siehe auch die Ex-lege-Rechtfertigung in § 186 Abs. 3 S 4 dAktG; vgl. Peifer in MünchKomm AktG<sup>2</sup>, (2005) § 186 Rz. 82 ff.; Kalss in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG, § 65 Rz. 88.

<sup>37)</sup> Winner in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG, § 153 Rz. 132.

<sup>38)</sup> Winner in MünchKomm AktG<sup>2</sup>, § 186 Rz. 157.

<sup>39)</sup> So Kalss in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG, § 65 Rz. 89; Kalss, GesRZ-Sonderheft 2001, 53.

tionen von Aktionären eingreifen kann, nämlich wenn durch die Erhöhung des Grundkapitals die relative Beteiligung eines Aktionärs unter eine für Minderheitsrechte relevante Schwelle sinkt.<sup>40)</sup> Lag diese Überlegung tatsächlich der divergierenden Gestaltung des „Bezugsrechtsausschlusses“ bei Kapitalerhöhungen und bei der Veräußerung eigener Anteile zugrunde, ist die Einräumung eines Bezugsrechts auf eigene Anteile generell in Frage zu stellen, weil – wie zuvor gezeigt – bei Erwerb bzw. Veräußerung eigener Anteile ein Eingriff in Minderheitspositionen per se ausgeschlossen ist.

Als Zwischenergebnis kann daher festgehalten werden, dass es unter dem Blickwinkel des Schutzes der Aktionäre vor Verwässerung ihre (quotalen) Mitgliedschaft nicht erforderlich gewesen wäre, ein Bezugsrecht auf eigene Anteile zu etablieren. Einzig in der Gefahr einer bevorzugten Bedienung einiger ausgewählter Aktionäre kann eine Rechtfertigung für das „Bezugsrecht“ auf eigene Anteile und für die zwingende Zuständigkeit zur Entscheidung über den Ausschluss desselben erblickt werden; diese besteht jedoch bei „normalen Umsatzgeschäften“ der Aktiengesellschaft mit ihren Aktionären gleichermaßen. Die jeweils unterschiedlichen Regelungen harmonisieren nicht.

### 3.2. Veräußerung eigener Aktien unter dem Aspekt der vermögensmäßigen Verwässerung

Werden die eigenen Anteile von der Gesellschaft unter ihrem Wert veräußert und steht den Altaktionären kein Bezugsrecht auf diese eigenen Anteile zu, sinkt der Wert der Beteiligung der Altaktionäre;<sup>41)</sup> insofern ist also die wirtschaftliche Situation gänzlich mit der einer Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluss vergleichbar.<sup>42)</sup> Die Befassung der Hauptversammlung bietet – gleich wie bei der Kapitalerhöhung – den Aktionären nicht nur die Gelegenheit, die Entscheidung durch entsprechende Stimmabgabe zu beeinflussen, sondern auch die Möglichkeit, eine unangemessene Festlegung<sup>43)</sup> des Ausgabe- bzw. (bei Veräußerung eigener Anteile) des Verkaufspreises mittels Anfechtungsklage zu bekämpfen.<sup>44)</sup>

In Zusammenschau mit den Kapitalerhöhungsvorschriften scheint somit die Regelung des § 65 Abs. 1b AktG, wonach jede Veräußerung außerhalb der Börse bzw. außerhalb eines öffentlichen Angebots der Zustimmung durch die Hauptversammlung bedarf, sachgerecht, weil eine Veräußerung über die Börse – das Bestehen eines funktionierenden Kapitalmarkts vorausgesetzt – eine unangemessene Preisfestlegung ausschließt bzw. ein öffentliches Angebot den Aktionären die – zumindest abstrakte – Möglichkeit sichert, Aktien zu erwerben und so einer etwaigen Verwässerung entgegenzuwirken. Diese Gefahr besteht zwar theoretisch bei einer bevorzugten Zuteilung der eigenen Anteile an (bestimmte) Aktionäre und an außenstehende Dritte gleichermaßen, bei Austauschbeziehungen mit Dritten wird es jedoch für den Vorstand regelmäßig keine Veranlassung geben, bewusst ein „schlechtes“ Geschäft für die Gesellschaft zu tätigen; bei Rechtsgeschäften mit (wesentlich beteiligten) Aktionären mag dies freilich anders sein.

War der Schutz vor einer vermögensmäßigen Verwässerung der Altaktionäre die tragende Überlegung für die Gestaltung von § 65 Abs. 1b AktG, entsteht jedoch wiederum ein Wertungswiderspruch zu den sonstigen Umsatzgeschäften einer Aktiengesellschaft.

<sup>40)</sup> *Winner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG, § 153 Rz. 132.

<sup>41)</sup> *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG, § 65 Rz. 95; so zur identen Interessenslage bei einer ordentlichen Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluss *Winner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG, § 153 Rz. 157 ff.

<sup>42)</sup> Vgl. etwa nur *Winner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG, § 153 Rz. 157 ff.

<sup>43)</sup> Zur Notwendigkeit der Festlegung des Ausgabebetrags durch die Hauptversammlung siehe nur *Winner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG, § 153 Rz. 109.

<sup>44)</sup> *Winner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG, § 153 Rz. 169, zur Kapitalerhöhung.

Für solche „normalen“ Umsatzgeschäfte hat der Gesetzgeber aber keine Vorkehrungen getroffen, die ähnlich wie die Beschlussfassung bei der Veräußerung eigener Anteile einen Ex-ante-Schutz der Gesellschafter sicherstellen.<sup>45)</sup>

### 3.3. Veräußerung eigener Aktien unter dem Aspekt des Gläubigerschutzes

Neben der Verpflichtung, für die zu erwerbenden Anteile eine Rücklage nach § 225 Abs. 5 HGB bilden zu können, ohne dass das Nettoaktivvermögen das Grundkapital und eine nach Gesetz oder Satzung gebundene Rücklage unterschreitet,<sup>46)</sup> sind dem Gesetz keine weiteren Instrumente des Gläubigerschutzes zu entnehmen. Insbesondere sind für den „Tausch“ eigener Anteile gegen ein Akquisitionsojekt (Sachgegenstand) keine mit den Sacheinlagevorschriften vergleichbaren Regelungen vorgesehen. So fehlt in § 65 Abs. 1b AktG für den Fall, dass der Vorstand von der Hauptversammlung zu einer anderen Art der Veräußerung ermächtigt wurde, ein Verweis auf § 172 AktG, welcher die Ausgabe von genehmigtem Kapital gegen Sacheinlage zum Regelungsgegenstand hat.

Dies ist auch sachgerecht, weil sich bei Erwerb und Veräußerung der eigenen Anteile das Grundkapital der Gesellschaft nicht verändert<sup>47)</sup> und ein der Sachkapitalerhöhung nachgebildetes Verfahren für die Veräußerung eigener Aktien de lege lata nicht möglich ist, weil weder eine Firmenbucheintragung der Veräußerung noch eine Festsetzung der näheren Erwerbskonditionen in der Satzung vorgesehen ist.

Der Umstand, dass mit einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage und der Veräußerung eigener Anteile gegen einen Sachgegenstand ein ähnliches wirtschaftliches Ergebnis erzielt werden kann, vermag eine analoge Anwendung der Sacheinlagevorschriften jedoch nicht zu rechtfertigen.<sup>48)</sup> Denn aus dem Blickwinkel des Gläubigerschutzes ist die Veräußerung eigener Anteile mit einem „herkömmlichen“ Umsatzgeschäft der Aktiengesellschaft vergleichbar,<sup>49)</sup> für welches – wie für jedes andere Umsatzgeschäft auch – gerade nicht die strengen Sacheinlagevorschriften gelten. Daraus resultiert jedoch nicht eine absolute Negierung der Gläubigerinteressen.<sup>50)</sup> Die Gesellschaftsgläubiger werden vor der Gefahr der Veräußerung der eigenen Anteile zu unangemessen günstigen Konditionen – wie bei jedem anderen Umsatzgeschäft auch – mittelbar durch die drohende Schadenersatzpflicht der Leitungsorgane geschützt,<sup>51)</sup> wobei sich der angemessene Preis in erster Linie am Börsenkurs zu orientieren hat, sieht doch § 65 Abs. 1b, 1. Satz AktG die Veräußerung eigener Aktien über die Börse, also zum Börsenkurs, als Regelfall an;<sup>52)</sup> ein höherer Preis wird – außer im Falle eines Paktzuschlages – auch nicht zu erzielen sein.<sup>53)</sup> Wird die Sache von einem Aktionär (gegen Gewährung von eigenen Anteilen) erworben, ist in der überhöhten Gegenleistung regelmäßig ein Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr zu erblicken.<sup>54)</sup> Auch

<sup>45)</sup> Lediglich § 45 AktG (Nachgründung) könnte in diese Richtung interpretiert werden.

<sup>46)</sup> Vgl. *Jud* in *Krejci-FS*, 687 ff.

<sup>47)</sup> *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG, § 65 Rz. 107.

<sup>48)</sup> Offen lassend *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG, § 65 Rz. 101.

<sup>49)</sup> Vgl. *Lutter* in *KK-AktG*<sup>2</sup>, § 71c Rz. 27; *Hüffer*, AktG<sup>6</sup>, § 71c Rz. 7; a. M. offenbar *Reichert/Habarth*, Veräußerung und Einziehung eigener Aktien, ZIP 2001, 1441 (1449 FN 56).

<sup>50)</sup> Überhaupt generell gegen eine Tangierung von Gläubigerinteressen *U. Huber* in *Kropff-FS*, 111.

<sup>51)</sup> Zur verhaltenssteuernden Wirkung von Schadenersatzansprüchen vgl. etwa *Kötz/Schäfer*, Schadensverhütung durch ökonomische Anreize, AcP 1989, 501 (502 ff.); *Taupitz*, Ökonomische Analyse und Haftungsrecht – eine Zwischenbilanz, AcP 1996, 115 (138 ff.).

<sup>52)</sup> Nach *Karollus* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>4</sup>, § 65 Rz. 80 ist der Börsenkurs lediglich ein Indiz für den „richtigen“ Wert; bei marktengen Papieren oder bei offensichtlicher Kursbeeinflussung sei zusätzlich eine Unternehmensbewertung erforderlich.

<sup>53)</sup> *Sommerschuh*, Der Emmissionskurs bei der Begebung neuer Aktien, AG 1996, 354 (355); siehe zur allgemeinen Diskussion über Börsenkurs als Mindestwert *dBVerfG* 27. 4. 1999, *BVerGE* 100, 289; *VfGH* 28. 9. 2002, G 286/01 *GeS* 2003, 60.

<sup>54)</sup> Siehe nur *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG, § 52 Rz. 28.

durch einen Erwerb von einem Nichtaktionär zu unangemessenen Konditionen kann das Verbot der Einlagenrückgewähr verletzt werden, wenn diese in Hinblick auf die künftige Aktionärsstellung erfolgt.<sup>55)</sup>

Bei der Veräußerung eigener Aktien gegen „Sacheinlagen“ ist daher weder eine Prüfung durch einen Sachverständigen i. S. d. § 150 Abs. 3 AktG erforderlich,<sup>56)</sup> noch findet eine firmenbuchgerichtliche Kontrolle der Werthaltigkeit der für die eigenen Aktien erzielten Gegenleistung statt.<sup>57)</sup>

Auch muss bei der Festlegung des Veräußerungspreises eigener Aktien auf den Nennwert respektive anteiligen Betrag am Grundkapital keine Rücksicht genommen werden.<sup>58)</sup> Bei Überbewertung des erworbenen Gegenstandes gibt es daher auch keine verschuldensunabhängige Differenzhaftung des Inferenten; diese ist allenfalls im Lichte des Einlagenrückgewährverbotes zu prüfen.

#### 4. Ergebnisse und Ausblick

Bei einem Unternehmenserwerb gegen Gewährung von Aktien des erwerbenden, börsennotierten Unternehmens stellt die Veräußerung eigener Anteile eine attraktive Alternative zu einer Sachkapitalerhöhung dar. Der wesentliche Vorteil bei der Ausgabe von eigenen Anteilen liegt darin, dass eine kosten- und zeitaufwendige Sacheinlageprüfung unterbleiben kann.

Eine Befassung der Hauptversammlung ist jedoch sowohl bei der Finanzierung des Unternehmenserwerbs durch Ausgabe junger Aktien als auch durch Veräußerung eigener Anteile erforderlich. Gleich wie bei der Sachkapitalerhöhung muss die Hauptversammlung der Veräußerung an eine bestimmte Person mit qualifizierter Mehrheit zustimmen und die bevorzugte Bedienung sachlich gerechtfertigt sein. Dies gilt selbst dann, wenn die Veräußerung der eigenen Anteile an einen Außenstehenden (Nichtaktionär) erfolgt und das aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebot nicht verletzt wird.

Die Annäherung der Veräußerung eigener Aktien an eine Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluss führt zu Widersprüchen innerhalb der Gesetzessystematik. Denn bei der Veräußerung eigener Anteile kann es im Unterschied zu einer Kapitalerhöhung gerade nicht zu einer Verwässerung der Herrschaftsrechte der Altaktionäre kommen. Einzig die relative Stimmkraft verschiebt sich wegen des Auflebens des Stimmrechts aus den (ehemaligen) eigenen Anteilen, womit aber nur der ursprüngliche Zustand wiederhergestellt wird. Auch die mögliche Gefahr einer vermögensmäßigen Verwässerung der Altaktionäre mag die generelle Hauptversammlungszuständigkeit gem. § 65 Abs. 1b AktG für sonstige Veräußerungsarten nicht rechtfertigen, weil diese Gefahr bei „herkömmlichen“ Umsatzgeschäften der Gesellschaft gleichermaßen besteht.

Rechtspolitisch sind daher die Regelungen über den Verkauf eigener Anteile dahingehend zu überdenken, dass diese an die „normalen“ Umsatzgeschäfte angepasst werden; in diesem Zusammenhang mag es freilich überlegenswert erscheinen, über § 45 AktG hinausgehend generelle Regelungen für Rechtsgeschäfte zwischen der Gesellschaft und ihren Aktionären zu etablieren.

<sup>55)</sup> Sauer in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG, § 52 Rz. 37; Artmann in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>4</sup>, § 52 Rz. 30; *Koppensteiner/Rüffler*, GesRZ 1999, 92; *Hüfner*, AktG<sup>5</sup>, § 57 Rz. 14.

<sup>56)</sup> § 65 Abs. 1b AktG verweist lediglich auf §§ 169 bis 171 AktG, jedoch nicht auf § 172 Abs. 3 AktG; vgl. *Kalss*, *Ausgewählte Fragen zum Erwerb eigener Aktien nach dem Aktienoptionengesetz*, GesRZ-Sonderheft Aktienoptionen 2001, 42, 55; *Talos/Schrank*, *ecolex* 2004, 948 (FN 4).

<sup>57)</sup> Vgl. § 151 Abs. 3 AktG für Sachkapitalerhöhungen.

<sup>58)</sup> So schon *Jabornegg* in *Schiemer/Jabornegg/Strasser* (Hrsg.), AktG<sup>3</sup> (1993) § 65 Rz. 32.