DISSERTATION | DOCTORAL THESIS

Titel | Title

Ausgewählte gesellschaftsrechtliche Fragen zu SPACs – Zulässigkeit von SPAC-Transaktionen nach österreichischem Gesellschaftsrecht

verfasst von | submitted by

Mag.iur. Johannes Varga

angestrebter akademischer Grad | in partial fulfilment of the requirements for the degree of

Doktor der Rechtswissenschaften (Dr.iur.)

Wien | Vienna, 2025

Studienkennzahl lt. Studienblatt	Degree programme code as it appears on the student record sheet:	UA 783 101
Dissertationsgebiet lt. Studienblatt	Field of study as it appears on the student record sheet:	Rechtswissenschaften
Betreut von	Supervisor:	Univ.-Prof. Mag. Dr. Friedrich Rüffler

Abstract

Special Purpose Acquisition Companies („SPACs“) erfuhren in den letzten Jahren, insb im Zuge der COVID-19 Pandemie, große Aufmerksamkeit. Vor dem Hintergrund, dass bislang keine SPAC-Transaktion unter Beteiligung einer österreichischen Gesellschaft als SPAC stattgefunden hat, stellt sich die Frage, ob eine solche nach österreichischem Recht zulässig wäre. In der gegenständlichen Arbeit soll dabei die Zulässigkeit der einzelnen typischen SPAC-Charakteristika nach österreichischem Gesellschaftsrecht analysiert und eruiert werden, inwiefern sich besondere Fragen iZm der Haftung der Leitungsorgane ergeben können. Hierfür wird der aktuelle Stand in der Lit und Jud analysiert und soweit möglich auf die einzelnen Problemfelder, welche sich für SPACs nach österreichischem Recht ergeben können, angewendet. Wie zu zeigen sein wird, scheinen einige der typischen SPAC-Charakteristika mit Bestimmungen des österreichischen (Kapitalerhaltungs)Rechts unvereinbar, oder sind zumindest mit praktischen Hürden verbunden. Va hinsichtlich der freien Verfügbarkeit der Einlagen (§ 28 AktG), des Erwerbs eigener Aktien (§ 65 AktG), der Finanzierung des Erwerbs von Aktien (§ 66a AktG) iZm dem De-SPAC und bei der Ausgestaltung der Optionsrechte setzt das österreichische Recht den SPAC-Gründern starre Grenzen. Fraglich wird hierbei insb sein, inwieweit die Einlagen, welche bei SPACs auf einem Treuhandkonto, mit der Abrede diese bei Ausübung des Austrittsrechts an die Investoren zurückzuzahlen, verwahrt werden, in der freien und unbeschränkten Verfügbarkeit des Vorstands stehen. IZm der Fremdfinanzierung des De-SPACs wird die SPAC die einschlägige (und in der Folge zu erörternde) Rsp des OGH zu beachten haben. Insb darf die aus der Transaktion resultierende Gesellschaft nicht überschuldet sein und darf die Zielgesellschaft nicht ihren Erwerb selbst finanzieren. Sofern die Analyse eine Unvereinbarkeit der jew SPAC-Charakteristik mit österreichischem Recht ergibt, wird an den jew relevanten Stellen in der Folge versucht, alternative Gestaltungsoptionen vorzustellen. Dabei wird auch zu zeigen sein, dass es (i) zum einen möglich ist, dass sich die SPAC an rechtliche Gegebenheiten anpasst und (ii) zum anderen in anderen Rechtsordnungen bereits gezielt auf SPACs zugeschnittene rechtliche Rahmenbedingungen geschaffen wurden, die ein Vorbild für ähnliche Regelungen in Österreich bieten können.

Special Purpose Acquisition Companies (“SPACs”) have attracted a significant amount of attention, especially in the course of the COVID-19 pandemic. In light of the fact that no SPAC transaction involving an Austrian company as SPAC has taken place to date, the question arises as to whether such a transaction would be permissible under Austrian law. This dissertation will analyse the permissibility of the individual typical SPAC characteristics under Austrian corporate law and determine the extent to which particular questions of liability of the management bodies may arise in this regard. For this purpose, the current state of the art in literature and case law will be analysed and, as far as possible, applied to the individual “problematic” areas that may arise for SPACs under Austrian law. As will be shown, some of the typical SPAC characteristics appear to be incompatible with provisions of Austrian (capital maintenance) law or would be at least associated with practical obstacles. In particular, Austrian law imposes rigid limits on SPAC founders with regard to the free availability of capital contributions (Section 28 AktG), the acquisition of a SPAC’s own shares (Section 65 AktG), the financing of the acquisition of shares (Section 66a AktG) in connection with the de-SPAC

and the structuring of option rights. In particular, it will be questionable to what extent capital contributions, which at the typical SPAC are held in an escrow account with the agreement to repay them to the investors upon exercise of the redemption right, are at the free and unrestricted disposal of the management board. With regard to the debt financing of the De-SPAC, the SPAC will have to observe the relevant case law of the Supreme Court (to be discussed below). In particular the company resulting from the transaction must not be over-indebted and the target company is prohibited from bearing the financing for its own acquisition. Where the analysis shows that the respective SPAC characteristics are incompatible with Austrian law, an attempt will be made to present alternative structuring options. It will also be demonstrated that (i) on the one hand, it is possible for the SPAC to adapt to legal circumstances and (ii) on the other hand, legal frameworks specifically tailored to SPACs have already been created in other jurisdictions, which could serve as a model example for respective regulations in Austria.

Abkürzungsverzeichnis

aA. *anderer Ansicht*
AB. *Ausschussbericht*
ABGB. *Allgemeines Bürgerliches Gesetzbuch*
Abs. *Absatz*
AG. *Aktiengesellschaft*
AIFM. *Alternative Investmentfonds Manager*
AktG. *Aktiengesetz*
allg. *allgemein*
ArbVG. *Arbeitsverfassungsgesetz*
Art. *Artikel*
BGBl. *Bundesgesetzblatt*
Bio. *Billionen*
BJR. *Business Judgement Rule*
BlgNR. *Beilagen zu den stenographischen Protokollen des Nationalrates*
BörseG. *Börsegesetz*
Bsp. *Beispiel*
bspw. *beispielsweise*
BVwG. *Bundesverwaltungsgericht*
bzw. *beziehungsweise*
dAktG. *deutsches Aktiengesetz*
dBörseG. *deutsches Börsegesetz*
dh. *das heißt*
ErlRV. *Erläuternde Bemerkungen zur Regierungsvorlage*
ErwGr. *Erwägungsgrund/-gründe*
ESMA. *European Securities and Markets Authority*
etc. *et cetera*
EuGH. *Europäischer Gerichtshof*
EU-ProspektVO. *EU-Prospektverordnung*
EUR. *Euro*
EU-UmgrG. *EU-Umgründungsgesetz*
EU-VerschG. *EU-Verschmelzungsgesetz*
FCA. *Financial Conduct Authority*
FlexCo. *Flexible Kapitalgesellschaft*
FMA. *Finanzmarktaufsicht*
gem. *gemäß*
GmbH. *Gesellschaft mit beschränkter Haftung*
GmbHG. *GmbH-Gesetz*
GP. *Gesetzgebungsperiode*
hA. *herrschende Ansicht*
HGB. *Handelsgesetzbuch*
hL. *herrschende Lehre*
hM. *herrschende Meinung*
HV. *Hauptversammlung*
idF. *in der Fassung*
idR. *in der Regel*
idS. *in dem Sinn*
ImmoInvFG. *Immobilien-Investmentfondsgesetz*
inkl. *inklusive*
insb. *insbesondere*
InvFG. *Investmentfondsgesetz*
IPO. *Initial Public Offering*
iSd. *im Sinne des*
iSe. *im Sinne eines/r*
iW. *im Wesentlichen*
iZ. *in Zusammenhang*
jew. *jeweils/jeweilig/-e/-er/-en*
Jud. *Judikatur*
KMG. *Kapitalmarktgesetz, Kapitalmarktgesetz*
KMU. *kleine und mittlere Unternehmen*
lit. *litera*
Lit. *Literatur*
M&A. *Mergers and Acquisitions*
MAR. *Market Abuse Regulation*
max. *maximal/-e/-er/-en*
ME. *meines Erachtens*
MiFID. *Markets in Financial Instruments Directive*
mind. *mindestens*
Mio. *Millionen*
Mrd. *Milliarden*
MTF. *multilateral trading facility*
mwN. *mit weiteren Nachweisen*
NASDAQ. *National Association of Securities Dealers Automated Quotations*
Nr. *Nummer*
NYSE. *New York Stock Exchange*
OGAW. *Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren*
OGH. *Oberster Gerichtshof*
OLG. *Oberlandesgericht*
OTC. *over the counter*
PIPE. *private investment in public equity*
PRIIPs. *Packaged Retail and Insurance-Based Investment Products*
ProspektRL. *Prospektrichtlinie*
Rs. *Rechtssache*
Rsp. *Rechtsprechung*
S. *Satz*
SE. *Societas Europea*
SEC. *Securities and Exchange Commission*
sog. *sogenannte/r/n*
SPACs. *Special Purpose Acquisition Companies*
SpaltG. *Spaltungsgesetz*
StGB. *Strafgesetzbuch*
str. *strittig*
stRsp. *ständige Rechtsprechung*
ua. *unter anderem*

ÜbG. *Übernahmegesetz*
UCITS. *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*
UGB. *Unternehmensgesetzbuch*
UmgrStG. *Umgründungssteuergesetz*
unstr. *unstrittig*
USD. *US-Dollar*
usw. *und so weiter*
uU. *unter Umständen*
va. *vor allem*
vgl. *vergleiche*
VO. *Verordnung*
VStG. *Verwaltungsstrafgesetz*
WpPG. *Wertpapierprospektgesetz*
Z. *Ziffer*
zB. *zum Beispiel*
zT. *zum Teil*

Inhaltsverzeichnis

1 Einleitung 9
1.1 Hintergrund 9
1.2 Typischer Ablauf einer SPAC-Transaktion 11
1.3 Motivationsgrundlagen für die Durchführung einer SPAC-Transaktion 15
1.4 Risiken 17
1.5 Jüngste Entwicklungen 20
1.6 Problemstellung und Umfang der Arbeit 29
1.7 Forschungsfragen / Zielsetzung 29
2 Kapitalmarktrechtliche Themen 32
2.1 EU-rechtliche Grundlagen 32
2.2 (Besondere) Anforderungen an SPACs 37
2.2.1 Prospektpflicht 37
2.2.2 SPACs als Alternative Investmentfonds 44
2.2.3 SPACs als Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) 46
2.2.4 Anwendbarkeit der PRIIP-VO 48
2.2.5 Eigengeschäfte von Führungskräften 52
2.2.6 Insiderhandel 54
2.2.7 Veröffentlichung von Insiderinformationen 56
2.3 Ablauf eines Börsengangs an der Wiener Börse 60
3 Anwendbare Gläubigerschutzbestimmungen bei SPAC-Transaktionen 68
3.1 Begriffsbestimmungen 68
3.2 EU-Rechtliche Grundlagen 70
3.3 Anwendbare Bestimmungen in Österreich (§§ 219ff AktG, 96ff GmbHG) 72
3.3.1 Exportverschmelzung in der EU/EWR 73

3.3.2 Importverschmelzungen 75
3.3.3 (Export)Verschmelzung auf Drittstaats-Gesellschaft 76
3.3.4 Nachgelagerter Gläubigerschutz § 226 AktG 79
4 Gesellschaftsrechtliche Problemstellungen 89
4.1 Vorgründungsstadium: Einschränkung der Kompetenzen des Vorstands – Zustimmungspflicht der HV zum De-SPAC 89
4.1.1 Problem 89
4.1.2 Hintergrund: Zielvorgaben der Leitungspflicht, Besonderheiten bei der AG 89
4.1.3 Ungeschriebene Kompetenzen der HV 93
4.1.4 Änderung des Unternehmensgegenstands 98
4.1.5 Zustimmungspflicht in der Satzung 99
4.1.6 Fazit 100
4.2 Gründungsstadium: Leistung der Einlagen 102
4.2.1 Freie Verfügbarkeit der Einlagen 102
4.2.2 Verzinsung von Einlagen 107
4.2.3 Haftungsfragen des Vorstands bei der Gründung 109
4.3 Gewährung von Sonderrechten und Optionen 121
4.3.1 Unterschiedliche Aktiengattungen 121
4.3.2 Optionsrechte (*Naked Warrants*) 124
4.3.3 Alternative Gestaltungsformen 131
4.4 Börsenotierung: Haftung des Vorstands iZm Offenlegungspflichten 134
4.5 Probleme iZm dem De-SPAC 136
4.5.1 Problemstellungen für Vorstandsmitglieder 136
4.5.2 Problemstellungen iZm Anteilserwerb (De-SPAC) 178
4.6 Liquidation 223

4.6.1 Problem 223
4.6.2 Zwingende Liquidation als Satzungsbestimmung 223
4.6.3 Einzuhaltende Sperrfrist 226
4.7 Satzungsstrenge als Grundlage aller Probleme 227
4.7.1 Problem 227
4.7.2 Hintergrund 228
4.7.3 Fazit für SPACs 230
5 Zusammenfassung und Ausblick 234
5.1 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse 234
5.2 Ausblick 242
6 Judikatur- und Literaturverzeichnis 257

1 Einleitung

1.1 Hintergrund

Special Purpose Acquisition Companies („SPACs“) und die mit ihnen verbundenen Transaktionen sind ein Phänomen, das va während der COVID-19 Pandemie große Aufmerksamkeit erfuhr. Dabei sind SPACs – wie generell der Einsatz von Zweckgesellschaften als „Akquisitionsvehikel“ für die Durchführung einer M&A Transaktion– keine Neuerfindung der 2020er Jahre, vielmehr wurden schon zumindest seit den 1980er Jahren in den USA sog „*blank check companies*“ an die Börse gebracht, wobei diese am sog „*penny stock market*“ listeten und eher einen zweifelhaften Ruf hatten (etwa für sog „*pump and dump schemes*“ genutzt wurden).[1] Nachdem in den 1990er Jahren gewisse Minimalstandards mit dem Securities Enforcement and Penny Stock Reform Act durch die US-amerikanische SEC eingeführt wurden, die aber auf solche Gesellschaften mit – anders als SPACs – sehr geringer Kapitalausstattung abzielten und daher nicht unmittelbar auf die typische SPAC anwendbar waren,[2] setzte die nächste Welle an SPAC-Transaktionen um 2003 auf den New Yorker Börsen NYSE und NASDAQ ein, wobei freiwillig die Minimalstandards und Regelungen, die durch die SEC eingeführt worden waren (insb zu Verwahrung von Mitteln auf Treuhandkonten, Austrittsrecht etc, beachtet wurden.[3] Später wurden diese in der Praxis angewandten Standards durch NYSE und NASDAQ kodifiziert.[4] Bis ins Jahr 2019 führten SPACs jedoch eher ein Schattendasein. Während der COVID-19 Pandemie setzte allerdings va in den USA ein regelrechter Hype um SPACs ein. Im Jahr 2020 wurden 247 solcher Gesellschaften allein in

[1] *Hell*, The SPACs are back, BKR 2021, 26; *Seiler/Widder*, Die De-SPAC-Transaktion: Ein praktischer Überblick, BKR 2021, 676 (676); *D'Alvia,* From Darkness to Light: A Comparative Study of Special Purpose Acquisition Companies in the European Union, the UK, and the US, Cambridge Yearbook of European Legal Studies (2022) https://www.cambridge.org/core/journals/cambridge-yearbook-of-european-legal-studies/article/from-darkness-to-light-a-comparative-study-of-special-purpose-acquisition-companies-in-the-european-union-the-uk-and-the-us/2A6464EC1117864ACD604B5E046A6916 (abgefragt 21.12.2023); *Schalast/Geurts/Türkmen*, SPACs: Mode, Boom oder doch ein "Must have"?, BB 2021, 1283 (1283); *Bazerman/Patel,* SPACS: What you need to know https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know (abgefragt 05.05.2023); *Schumacher*, A New Development in Private Equity: The Rise and Progression of Special Purpose Acquisition Companies in Europe and Asia, Northwestern Journal of International Law & Business 2020, 391 (396f); *Zoldan*, The Evolution of the SPAC https://www.nasdaq.com/articles/the-evolution-of-the-spac (abgefragt 08.10.2023).

[2] *Seiler/Widder*, BKR 2021, 676 (676).

[3] *D'Alvia,* From Darkness to Light: A Comparative Study of Special Purpose Acquisition Companies in the European Union, the UK, and the US, Cambridge Yearbook of European Legal Studies (2022) https://www.cambridge.org/core/journals/cambridge-yearbook-of-european-legal-studies/article/from-darkness-to-light-a-comparative-study-of-special-purpose-acquisition-companies-in-the-european-union-the-uk-and-the-us/2A6464EC1117864ACD604B5E046A6916 (abgefragt 21.12.2023); *Bazerman/Patel*, SPACS: What you need to know https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know (abgefragt 05.05.2023). Dabei wurden diese selbstauferlegten Mindeststandards und Schutzmechanismen für Investoren, die nach wie vor wesentliche Charakteristika von SPACs darstellen, va David Nussbaum zugeschrieben. Siehe etwa *Morley*, How SPACs Made Old Things Old Again https://www.yalejreg.com/bulletin/how-spacs-made-old-things-old-again/ (abgefragt 24.02.2024); *Gara/Haverstock/Klebnikov*, How SPACs became Wall Street's money tree https://www.forbes.com/sites/antoinegara/2020/11/19/the-looming-spac-meltdown/ (abgefragt 24.02.2024).

[4] *D'Alvia,* From Darkness to Light: A Comparative Study of Special Purpose Acquisition Companies in the European Union, the UK, and the US, Cambridge Yearbook of European Legal Studies (2022) https://www.cambridge.org/core/journals/cambridge-yearbook-of-european-legal-studies/article/from-darkness-to-light-a-comparative-study-of-special-purpose-acquisition-companies-in-the-european-union-the-uk-and-the-us/2A6464EC1117864ACD604B5E046A6916 (abgefragt 21.12.2023); *Bazerman/Patel,* https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know (abgefragt 05.05.2023).

den USA an die Börse gebracht und 2021 sogar 295. Im Jahr 2020 handelte es sich bei der Hälfte aller Börsengänge in den USA um solche von SPACs.[5]

In Europa hielt sich der SPAC-Boom lange, anders als im angloamerikanischen Raum, in Grenzen, mit insgesamt vier Transaktionen im Jahr 2020 und 39 2021.[6] An der Frankfurter Börse bspw listeten bis Anfang Mai 2021 drei SPACs,[7] Anfang 2022 fünf.[8] Alle dieser SPACs waren in der Rechtsform der SE (nicht AG) organisiert.[9] Grundsätzlich blieb der europäische SPAC-Markt jedoch stets deutlich hinter dem US-Amerikanischen zurück, wobei die meisten noch an der Amsterdamer Börse notierten.[10] Dennoch gab es in Europa und der EU auch einige erfolgreich durchgeführte SPAC-Transaktionen in unterschiedlichen Jurisdiktionen, etwa Lakestar SPAC I SE in Deutschland,[11] die mit HomeToGo verschmolz.[12] Die erste SPAC-Transaktion mit deutscher Beteiligung fand 2008/2009 statt, durch Germany 1 Acquisiton Ltd., die die AEG Power Solutions übernahm (wobei die SPAC dabei nach dem Recht von Guernsey gegründet und in Amsterdam an die Börse gebracht wurde). Die erste im deutschsprachigen Raum an der (Frankfurter) Börse notierte SPAC war 2010 die Helikos SE.[13] Als eine zumindest unter österreichischer Beteiligung durchgeführte SPAC-Transaktion sei die Verschmelzung der Signa Sports United auf eine in New York börsennotierte SPAC genannt.[14]

[5] *Bazerman/Patel*, SPACS: What you need to know https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know (abgefragt 05.01.2023).
[6] *Fasching/Stepan*, Das Phänomen SPACs (Teil I), ecolex 2022, 452; wobei darauf hinzuweisen ist, dass der erste SPAC Börsengang in Europa bereits 2005 stattfand; Siehe *Schumacher*, 391 (404).
[7] *Schalast/Geurts/Türkmen*, BB 2021, 1283 (1283).
[8] Gelistet als „SPACs in trading on the Frankfurt Stock Exchange" zusätzlich zwei weitere als „Completed SPACs in trading on the Frankfurt Stock Exchange". SPACs - alternative form of financing and investment, https://www.boerse-frankfurt.de/spacs (abgefragt 02.01.2023).
[9] *Stepan*, SPACs im Spannungsverhältnis zum österreichischen Gesellschaftsrecht, ZFR 2022, 583 (583).
[10] *Coletti/Horton/Inness/Poon*, Capital Markets, Professional Perspective - Recent Trends for European SPACs, https://www.bloomberglaw.com/external/document/XCDK8CS000000/capital-markets-professional-perspective-recent-trends-for-europ (abgefragt 02.05.2023).
[11] *Endter/Degen/Turcinov*, Diesmal gekommen, um zu bleiben? SPACs im Jahr 2021, BWP 2021, 34 (35); *Loitz*, SPAC Special Purpose Acquisition Company – Money goes public, DB 2018, M4.
[12] *Holzki*, Ferienhausplattform Hometogo kann an der Frankfurter Börse starten, https://www.handelsblatt.com/technik/it-internet/spac-in-deutschland-ferienhausplattform-hometogo-kann-an-der-frankfurter-boerse-starten/27607200.html (abgefragt 02.05.2023); *Weitzell*, SPACs – Wo lauern die kapitalmarktstrafrechtlichen Risiken?, NZG 2021, 1145 (1145); *Weitnauer*, Handbuch Venture Capital[7] (2022), Rn 185. Für eine Übersicht über SPAC-Aktivität in Europa 2021: Factbox-Major European SPAC listings this year, https://www.reuters.com/article/europe-spac-analysis-factbox-idCAKBN2GN0AF (abgefragt 05.01.2023).
[13] *Thiergart/Olbertz*, Börsengang leicht gemacht? – Übernahme und Verschmelzung eines Zielunternehmens auf die SPAC in der Rechtsform der SE, BB 2010, 1548; *Endter/Degen/Turcinov*, BWP 2021, 34 (35); *Hell*, BKR 2021, 26 (277); *Schanz*, SPACS – Neue Finanzierungsform und deutsches Recht, NZG 2011, 1407 (1407). Für einen groben Überblick über die Lage in den unterschiedlichen EU Mitgliedstaaten siehe *Association for Financial Markets in Europe*, European SPACs https://www.lw.com/admin/upload/SiteAttachments/European SPACs Guide to Regulatory Obligations 2022-3.pdf (abgefragt 11.05.2023).
[14] Vgl *Fasching/Stepan*, ecolex 2022, 452 (452).

1.2 Typischer Ablauf einer SPAC-Transaktion[15]

Der Zweck, also der namensgebende „Special Purpose", einer SPAC ist der Erwerb einer nicht börsennotierten Gesellschaft, die durch diesen Prozess wiederum zu einer börsennotierten Gesellschaft wird, ohne selbst die formalen Voraussetzungen eines Börsenganges (welcher idR durch ein öffentliches Angebot, sog *initial public offering* – „IPO" – erfolgt[16]) einhalten zu müssen.[17]

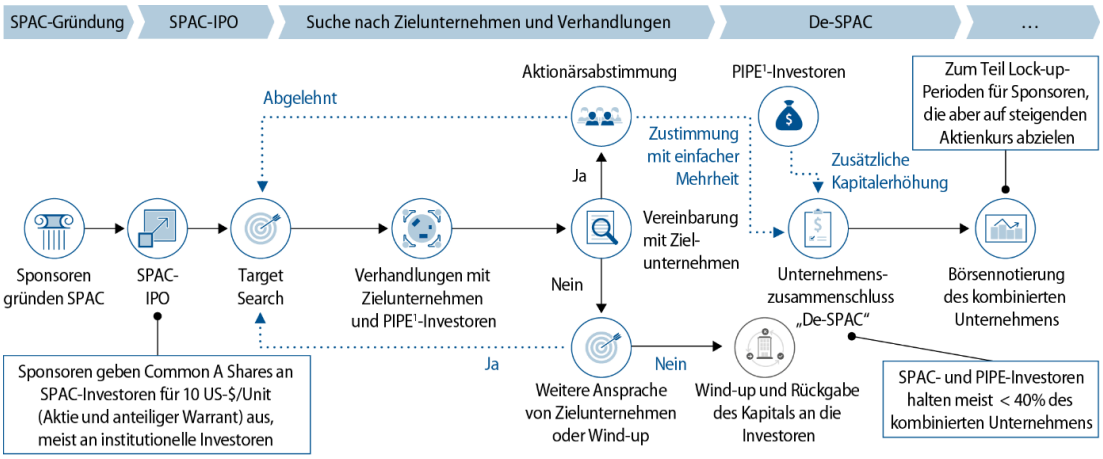
ZT werden SPAC-Transaktionen mit „*reverse mergers*" oder „*reverse takeovers*" verglichen, bei welchen eine größere nicht börsennotierte Gesellschaft auf eine kleinere bereits an der Börse notierte Gesellschaft verschmolzen wird (auch als „*back door listing*" oder „indirekter" Börsengang bezeichnet).[18] Die Besonderheit bei SPAC-Transaktionen ist jedoch, dass hier eine nicht operativ tätige „Mantelgesellschaft" bzw eigentlich besser gesagt „Zweckgesellschaft" die übernehmende Gesellschaft ist.[19]

Der typische Ablauf einer SPAC-Transaktion ist grob wie folgt und gliedert sich iW in die folgenden vier Schritte:

- → Gründung der SPAC;
- → Börsengang der SPAC;
- → Suche nach einer Zielgesellschaft;
- → De-SPAC mit einer Zielgesellschaft oder Liquidation der SPAC.

Der typische Ablauf ist aus der folgenden grafischen Darstellung gut ersichtlich:

[15] Für eine kurze Übersicht zum Ablauf siehe auch etwa *Stepan*, ZFR 2022, 583; *Fasching/Stepan*, ecolex 2022, 452.
[16] Siehe allg dazu etwa *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht[2] § 10 Rz 7ff.
[17] Siehe sogleich und vgl etwa *Deutsche Börse*, Special Purpose Acquisition Companies (SPAC), https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-de/primary-market/going-public/listing-trends/SPAC (abgefragt 05.01.2023); *Joser*, Naked Warrants als Finanzierungsalternative am Beispiel einer SPAC-AG Handlungsbedarf im deutschen Aktienrecht?, NZG 2022, 991 (992).
[18] *Joser*, NZG 2022, 991 (992); *Kowallik*, Börsengänge und Transaktionen mit Special Purpose Acquisition Companies, DB 2021, 1301 (1303); *Just*, Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) – Börsengang durch die Hintertür?, ZIP 2009, 1699 (1699); *D'Alvia*, From Darkness to Light: A Comparative Study of Special Purpose Acquisition Companies in the European Union, the UK, and the US, Cambridge Yearbook of European Legal Studies (2022) https://www.cambridge.org/core/journals/cambridge-yearbook-of-european-legal-studies/article/from-darkness-to-light-a-comparative-study-of-special-purpose-acquisition-companies-in-the-european-union-the-uk-and-the-us/2A6464EC1117864ACD604B5E046A6916 (abgefragt 21.12.2023).
[19] *Just*, ZIP 2009, 1699 (1699).



1. PIPE = Private Investment in Public Equity. Anmerkung: SPAC-Prozess und -Struktur basierend auf aktuellen Marktbeobachtungen (vereinfachte Darstellung).
Quelle: BCG, eigene Darstellung.

Quelle: *Endter/Degen/Turcinov*, Diesmal gekommen, um zu bleiben? SPACs im Jahr 2021, BWP 2021, 34 (36)

Zunächst wird eine Mantelgesellschaft (die SPAC) von Gesellschaftern gegründet. In den USA wird für diese der Begriff „*sponsors*" verwendet.[20] Dabei gehört meist die Geschäftsführung der SPAC zu diesen *sponsors* bzw besteht zumeist aus diesen Gründergesellschaftern.[21] Diese Mantelgesellschaft wird in der Folge über einen Börsengang an die Börse gebracht. Im Zuge dessen nimmt die Mantelgesellschaft (im Rahmen einer dabei erfolgenden Kapitalerhöhung) Kapital auf. Innerhalb einer bestimmten Frist von für gewöhnlich achtzehn oder 24, manchmal 36 Monaten, soll die Mantelgesellschaft eine Zielgesellschaft finden und die Anteile an dieser kaufen oder als übernehmende Gesellschaft mit dieser verschmelzen. Sollte dies innerhalb der gesetzten Frist nicht gelingen, bekommen die Aktionäre die von ihnen geleisteten Einlagen, die bis dahin auf einem verzinslichen Treuhandkonto gehalten werden, zurück. Mit der Verwahrung der Einlagen auf einem Treuhandkonto werden diese bis zur Durchführung der De-SPAC Transaktion der (freien) Verfügbarkeit der Geschäftsführung entzogen. Die Zielgesellschaft ist dabei vor der Transaktion nicht selbst börsennotiert. Wesentlicher Vorteil für die übertragende Gesellschaft ist, dass diese selbst eine Börsennotierung erlangt, ohne die Formalitäten eines eigenen Börsengangs einhalten zu müssen.[22] Während des Börsengangs werden an Investoren sog *units* ausgegeben, bestehend aus den die gesellschaftsrechtliche Beteiligung an der SPAC vermittelnde Aktie(n) und (*naked*)[23] „*warrants*", wobei letztere eine Call-Option für den Erwerb zusätzlicher Aktien zu einem bestimmten Preis vermitteln.[24] Die Investoren sind meist nicht Privatanleger, sondern „professionelle Kunden" oder „geeignete

[20] Vgl etwa *Fasching/Stepan*, ecolex 2022, 452; *Schalast/Geurts/Türkmen*, BB 2021, 1283.
[21] Ebd.
[22] Siehe etwa *Fasching/Stepan*, ecolex 2022, 452 (452).
[23] Unter *naked warrants* versteht man dabei selbständige Optionsscheine, welche unabhängig von einer Schuldverschreibung ausgegeben werden (siehe auch detaillierter in Kapitel 4.3.2). Diese Optionsscheine sind selbständig an der Börse handelbar. Deren Zulässigkeit nach österreichischem und deutschem Recht ist umstritten (vgl etwa *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 174 Rz 15 (Stand 1.6.2021, rdb.at); *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG III[6] § 174 Rz 12 (Stand 1.4.2019, rdb.at); *Stepan*, ZFR 2022, 583 (583); *Joser*, NZG 2022, 991 (993)).
[24] *Stepan*, ZFR 2022, 583 (583); *Fasching/Stepan*, ecolex 2022, 452.

Gegenparteien“[25] („*eligible counterparties*“ dh Private Equity-, Venture Capital-, Hedgefonds etc). Der für die Aktien definierte Betrag ist USD 10 (in der EU meist EUR 10). Das im Rahmen des Börsenganges eingesammelte Geld wird auf ein Treuhandkonto gezahlt. Findet die SPAC innerhalb der maßgeblichen Frist eine passende Zielgesellschaft, wird eine HV anberaumt und die Aktionäre stimmen über die geplante Transaktion in einer HV ab (die notwendigen Mehrheiten richten sich nach der konkreten Transaktion und den in der Satzung vorgesehenen Regelungen). Den Aktionären kommt das Recht zu, aus der Gesellschaft auszutreten (ihr sog *redemption right* auszuüben) und den von ihnen investierten Betrag (für ihren Anteil am Grundkapital der Gesellschaft) inkl Zinsen, da der investierte Betrag treuhänderisch angelegt wird,[26] zurückgezahlt zu bekommen. Das Zustandekommen einer Transaktion ist ganz wesentlich davon abhängig wie viele Investoren von ihrem Austrittsrecht Gebrauch machen.[27] Die De-SPAC soll typischerweise ein Volumen von mindestens 80% der treuhändig verwahrten Mittel haben.[28] Werden die notwendigen Zustimmungserfordernisse erreicht (und allfällige sonstige Formerfordernisse eingehalten), wird die Transaktion durchgeführt und die *warrants* in Anteile am SPAC gewandelt. Parallel zur Suche nach / Verhandlung mit einer Zielgesellschaft versucht die Geschäftsführung von sog PIPE-Investoren („*Private Investment in Public Equities“*, idR sind dies ebenfalls „professionelle Kunden“[29]*)* weiteres (entweder Eigen- oder Fremd-, je nach Ausgestaltung) Kapital einzusammeln. Dabei werden etwa Wandelschuldverschreibungen (*convertible bonds*) oder (auch) Aktien (oft zu einem besonders attraktiven Preis)[30] an Investoren ausgegeben um ausreichend finanzielle Mittel für die im letzten Schritt folgende Transaktion verfügbar zu haben. Die Aufnahme von zusätzlichem Kapital über PIPEs ist auch vor einem – möglicherweisen sehr hohen – Kapitalabfluss durch Investoren, die von ihrem Austrittsrecht (siehe sogleich) Gebrauch machen,[31] wobei das Ausmaß, in dem solche Austrittsrechte ausgeübt werden, bis kurz vor Durchführung der De-SPAC noch nicht feststeht, zu sehen. Die PIPE-Investitionen wirken nach außen auch als weiteres Signal des Vertrauens in die SPAC bzw deren Geschäftsleitung.[32] Den PIPE-

[25] Siehe Art 30 MiFID II VO, der etwa Wertpapierfirmen, Kreditinstitute, Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften nennt.
[26] *Joser*, NZG 2022, 991 (992).
[27] Ebd.
[28] *von Rabenau*, Kommen jetzt die deutschen SPACs? https://www.taylorwessing.com/de/insights-and-events/insights/2023/07/kommen-jetzt-die-deutschen-spacs (abgefragt 07.10.2023).
[29] Definition davon in Anhang II zur MiFID II VO. ZB Kreditinstitute, Wertpapierfirmen, Versicherungsgesellschaften. Vgl etwa *Seiler/Widder*, BKR 2021, 676 (680); *Fagan/Levmore*, SPACS, PIPES, and Common Investors, 25 U. Penn. J. Bus. L. 2022, 1.
[30] Vgl etwa *Weitzell*, NZG 2021, 1145 (1148); *Barton*, High redemption rates see SPACs relying on alternative financing, https://www.reuters.com/legal/transactional/high-redemption-rates-see-spacs-relying-alternative-financing-2022-01-14/ (abgefragt 08.05.2023); *Bazerman/Patel*, SPACS: What you need to know https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know (abgefragt 05.05.2023).
[31] *Seiler/Widder*, BKR 2021, 676 (680); *Fagan/Levmore*, 25 U. Penn. J. Bus. L. 2022, 12; *Barton*, https://www.reuters.com/legal/transactional/high-redemption-rates-see-spacs-relying-alternative-financing-2022-01-14/; *CFA Institute*, The new age of Special Purpose Acquisition Companies, 9 https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/cfa-spac-investors.pdf (abgefragt 08.05.2023).
[32] *Seiler/Widder*, BKR 2021, 676 (680); *Bazerman/Patel*, https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know (abgefragt 05.05.2023); *CFA Institute*, The new age of Special Purpose Acquisition Companies, 41 https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/cfa-spac-investors.pdf (abgefragt 08.05.2023).

Investoren werden oftmals weitergehende Informationen zur Verfügung gestellt als den „normalen" Investoren, zB über die Zielgesellschaft und den erwarteten Geschäftsverlauf.[33] Im Zuge des sog „De-SPAC" wird die Transaktion durchgeführt und die Zielgesellschaft geht in der SPAC auf.[34] Für die *sponsors* bietet diese Form der Transaktion die Möglichkeit Gründeraktien zu (idR) besseren Konditionen (sog „*sponsor promotes"*) zu erhalten und dadurch halten sie nach Umwandlung durch die Gründeraktien um die 20% an der SPAC. Zusammen mit möglichen *sponsor warrants* haben sie daher die Möglichkeit hohe Gewinne zu erzielen. Den Investoren ist die Zustimmung zum Erwerb der Zielgesellschaft vorbehalten und kommt die Möglichkeit eines Austrittsrechts/*opt-out* (*redemption right*) zu. Dieses Austrittsrecht besteht für sie idR unabhängig davon ob sie für oder gegen die Durchführung der De-SPAC Transaktion gestimmt haben.[35] Außerdem dürfen die Investoren auch bei Ausübung ihres Austrittsrechts ihre Optionsrechte (*naked warrants)* behalten.[36] Um zu verhindern, dass es durch die Ausübung dieser Austrittsrechte zu übermäßig hohen Kapitalabflüssen kommt, werden in der Praxis auch manchmal sog *non-redemption agreements* abgeschlossen, in denen sich (va große) Investoren verpflichten von ihrem Austrittsrecht nicht Gebrauch zu machen.[37] IdR sind außerdem keine Geschäftsführergehälter zu zahlen und bieten Optionsscheine die Möglichkeit eines hohen Gewinns.[38] Sollte innerhalb der Frist von (idR) achtzehn bis 24 Monaten kein De-SPAC erfolgen, wird die SPAC liquidiert, die Aktien werden eingezogen und die Investoren erhalten ihr Investment (plus Zinsen) zurück.[39] Für den Fall, dass ein De-SPAC durchgeführt wird, schließt an den Vollzug der Transaktion – wie auch bei „herkömmlichen" Verschmelzungen oder Share oder Asset Deals – die Phase der („*Post-Merger*"-) Integration des übernommenen operativ tätigen Unternehmens an. In dieser Phase stellen sich wiederum ganz neue Herausforderungen für die Geschäftsleitung.[40] Für die SPAC ist freilich die Besonderheit, dass eine „Mantelgesellschaft" eine bereits operativ tätige Gesellschaft akquiriert. Oft wird die Geschäftsleitung der SPAC auch nach Vollzug des De-SPAC die Geschäftsführung der, dann kombinierten, Gesellschaft übernehmen – eventuell auch gemeinsam mit den bisherigen Geschäftsleitern der übernommenen Zielgesellschaft – oder zumindest in anderer Funktion für die Gesellschaft tätig sein. Dies ist aber freilich nicht zwingend, wenn auch die Geschäftsleiter ein großes finanzielles Interesse am Unternehmenserfolg haben werden (siehe dazu noch sogleich unten). Sowohl kurz- als auch

[33] *Seiler/Widder*, BKR 2021, 676 (680).
[34] *Schalast/Geurts/Türkmen*, BB 2021, 1283 (1283); *Fasching/Stepan*, ecolex 2022, 452.
[35] *D' Alvia*, From Darkness to Light: A Comparative Study of Special Purpose Acquisition Companies in the European Union, the UK, and the US, Cambridge Yearbook of European Legal Studies (2022) https://www.cambridge.org/core/journals/cambridge-yearbook-of-european-legal-studies/article/from-darkness-to-light-a-comparative-study-of-special-purpose-acquisition-companies-in-the-european-union-the-uk-and-the-us/2A6464EC1117864ACD604B5E046A6916.
[36] *Stepan*, ZFR 2022, 583 (583).
[37] *Seiler/Widder*, BKR 2021, 676 (682); *CFA Institute*, The new age of Special Purpose Acquisition Companies, 9 https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/cfa-spac-investors.pdf (abgefragt 08.05.2023).
[38] *Fasching/Stepan*, ecolex 2022, 452.
[39] Vgl etwa *Endter/Degen/Turcinov*, BWP 2021, 34 (37); in der Praxis kommen jedoch auch Verlängerungen dieser Frist nach Zustimmung der Investoren vor, siehe etwa *Fagan/Levmore*, 25 U. Penn. J. Bus. L. 2022, 2.
[40] Vgl etwa allg *Hirt*, Die perfekte Post-Merger-Integration: Planungs- und Umsetzungsphase (Teil II), CFOaktuell 2015, 105.

langfristig kann es natürlich für den Erfolg des Unternehmens Sinn machen, die Geschäftsführer der Zielgesellschaft in ihrer Funktion bestellt zu lassen. Da SPACs meist recht technische Firmenwortlaute haben (zB Alpha Star Acquisition Corp, etc oder die diversen von Michael Klein gegründeten SPACs wie Churchill Capital Corp IV[41]), wird nach Durchführung des De-SPAC idR auch die Firma der Gesellschaft geändert werden und der Gesellschaftsvertrag an die operativ tätige (übertragende) Zielgesellschaft angepasst werden.

Da die SPAC nicht operativ tätig ist und einziger Zweck derselben ein De-SPAC mit einer Zielgesellschaft ist, investieren die Investoren also gewissermaßen in die Möglichkeit, dass die Geschäftsführung eine attraktive Zielgesellschaft findet.[42] IdR wissen sie nur nach welchen Kriterien ein Übernahmeziel ausgewählt wird, weshalb SPACs oft als „*blank check companies*" bezeichnet werden.[43] Die Reputation der Geschäftsleiter und Gründer ist daher ganz entscheidend um möglichst viele Investoren von der Attraktivität des Projekts zu überzeugen und ausreichend finanzielle Mittel für die Durchführung des De-SPAC einzusammeln.[44]

1.3 Motivationsgrundlagen für die Durchführung einer SPAC-Transaktion

Allg liegen die augenscheinlichen Vorteile eines Börsengangs in der Aufnahme von Kapital, etwa zur Finanzierung konkreter Geschäftsvorhaben, der Verbesserung der Eigenkapitalquote, der Möglichkeit der Anreizschaffung für Mitarbeiter und Geschäftsleiter oder auch in der Möglichkeit eines Austritts bisheriger Aktionäre.[45]

Im Hinblick auf SPACs bieten sich für Zielgesellschaften Vorteile etwa in der Möglichkeit finanzielle Mittel zugeführt zu bekommen, ohne selbst einen Börsengang durchführen zu müssen und sämtliche dabei zu beachtenden Formvorschriften einhalten zu müssen. Dies kann va für kleinere Gesellschaften interessant sein. Außerdem ist durch die SPAC-Transaktion idR ein schnellerer Börsengang für die Zielgesellschaft möglich, da der De-SPAC oft nur zehn bis zwölf Wochen dauert. Des Weiteren ist der Weg über einen De-SPAC für die Zielgesellschaft oft mit geringeren Kosten und weniger Marktrisiko verbunden. Die Preisbildung für die (Aktien der) Zielgesellschaft erfolgt nicht wie bei einem eigenen „normalen" Börsengang im Zuge eines *bookbuilding* Verfahrens, sondern der Aktienpreis kann direkt mit der Geschäftsleitung der SPAC verhandelt werden. Damit besteht für die Zielgesellschaft bei De-SPACs mehr Preissicherheit.[46] Die SPAC kann idR nicht nur schneller (im „Rekordjahr" 2021 zum Teil über einen Zeithorizont von lediglich zwei Monaten,[47] im Vergleich zu an einzelnen Börsen

[41] Vgl *Spactrack*, Active and Pre-IPO SPAC-Screener https://spactrack.io/spacs/ (abgefragt 08.10,2023).
[42] Vgl etwa *Fagan/Levmore*, 25 U. Penn. J. Bus. L. 2022, 13.
[43] Siehe schon oben und zum „Problem" etwa *Heronymus*, Investieren in eine Blackbox https://www.zeit.de/wirtschaft/2021-03/spac-boerse-investment-aktienmarkt-trend (abgefragt 08.10,2023).
[44] *Endter/Degen/Turcinov*, BWP 2021, 34 (34ff); *Kowallik*, DB 2021, 1301 (1303).
[45] *Kreuzer*, Initial Public Offering, CFOaktuell 2012, 87.
[46] *Joser*, NZG 2022, 991 (992); *Fasching/Stepan*, ecolex 2022, 452 (453); *Weitzell*, NZG 2021, 1145 (1145); *Steinbach*, Welche Vorteile ein SPAC-Merger für IPO-Kandidaten bietet https://www.ey.com/de_de/insights/ipo/welche-vorteile-ein-spac-merger-fuer-ipo-kandidaten-bietet (abgefragt 19.08.2023).
[47] *Barlow/Chitwood/Ellin/Fox/Gasaway/Micheletti/Noel*, De-SPAC Transaction Trends in 2023, https://www.skadden.com/-

mehreren Jahren bei herkömmlichen Börsengängen[48]), sondern insgesamt potentiell mehr Kapital einsammeln als Private Equity Fonds und durch die Börsennotierung kann ein großes Publikum (an potentiellen Investoren) angesprochen werden.[49] Aus Sicht der Zielgesellschaft kann dies einen wesentlichen Vorteil im Vergleich zu einem eigenen, direkten Börsengang darstellen.

Hinzuweisen ist jedoch auf den Nachteil des Zustimmungserfordernisses der Aktionäre der SPAC.[50]

Vergleicht man die Akquisition einer Zielgesellschaft durch eine SPAC mit jener durch einen Private Equity Fonds, bietet sich bei SPACs der Vorteil, dass die Geschäftsführung der Zielgesellschaft die Kontrolle nicht abgeben muss, wie dies bei Private Equity Fonds oder Venture Capital Fonds[51] typisch der Fall ist.[52]

Für die Geschäftsführung der Zielgesellschaft bieten sich im Rahmen einer SPAC-Transaktion va potentielle finanzielle Vorteile. Oftmals bekommen die Geschäftsleiter keine Vergütung für ihre Tätigkeit aber 20% der Anteile an der SPAC, was nach einem erfolgreichen De-SPAC und höheren Börsenkurs rentabel sein kein. Außerdem erhalten sie oftmals sog *sponsor warrants*, die als Optionsscheine einen zusätzlichen finanziellen Anreiz an der Erreichung der Steigerung des Unternehmenserfolgs bieten sollen (unter diesem Gesichtspunkt ist auch zu sehen, dass für die von der Geschäftsführung gehaltenen Anteile oftmals eine Verkaufsbeschränkung – *lock-up* – gilt).[53] Sie profitieren daher (nach Closing des De-SPAC) direkt an einer Wertsteigerung ihrer Beteiligung und haben damit einen finanziellen Anreiz eine passende Zielgesellschaft zu finden und einen De-SPAC durchzuführen, gleichzeitig sind im Falle einer Liquidation der SPAC freilich ihre Anteile und Optionsscheine *de facto* wertlos.[54] Damit soll versucht werden die Interessen von Investoren und Geschäftsleitern in Einklang zu bringen und verhindert werden, dass letztere an bloß kurzfristigen Gewinnen interessiert sind und nicht direkt nach

/media/files/publications/2023/06/de_spac_transaction_trends_in_2023.pdf?rev=a0def9cfccae4a3fa2b31b3efc20e548 (abgefragt 19.08.2023).

[48] Vgl *Geurts*, SPAC - nur ein schneller Zugang zum Kapitalmarkt?, RdF 2023, 172.

[49] *Kowallik*, DB 2021, 1301 (1303).

[50] *Fasching/Stepan*, ecolex 2022, 452 (453); *Weitzell*, NZG 2021, 1145 (1145).

[51] Venture Capital wird in der Literatur dabei auch vereinzelt als „Wagniskapital" übersetzt. Siehe etwa *Wingert*, Das Wagniskapitalfondsgesetz, ÖBA 2023, 856. Va im US-amerikanischen Markt sind diese seit Jahrzehnten wichtige Kapitalgeber, gerade für Start-Ups darstellen und die sich mittlerweile auch in Europa etabliert haben. Siehe etwa *Voigt/Winkler*, Individuelle Nebenvereinbarung (Side Letter) - Mit Private Equity und Venture Capital auf Wachstumskurs, BB 2023, 135 (135). Für Venture Capital Fonds gibt es in Europa schon seit 2013 die Verordnung (EU) Nr 345/2013 über Europäische Risikokapitalfonds (European Venture Capital Funds - EuVECA-VO, siehe *Sieder*, Die oftmals ungenutzte "EuVECA-Chance"?, ÖBA 2022, 501 auch für eine Diskussion des Zusammenhangs mit der Richtlinie 2011/61/EU über Alternative Investmentfonds Manager.

[52] *Schumacher*, (399); *Kowallik*, DB 2021, 1301 (1303).

[53] *Hell*, BKR 2021, 26 (28); *Weitzell*, NZG 2021, 1145 (1149); *CFA Institute*, The new age of Special Purpose Acquisition Companies, 9 https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/cfa-spac-investors.pdf (abgefragt 08.05.2023); *Fasching/Stepan*, ecolex 2022, 452 (453).

[54] *Schumacher*, (400); *Kowallik*, DB 2021, 1301 (1303).

Vollzug des De-SPAC und einer kurzfristigen Kurssteigerung ihre Anteile verkaufen.[55] Um die Geschäftsleitung noch zusätzlich zu incentivieren, kommen auch Earn-Out Gestaltungen vor.[56]

Für die Investoren bieten SPACs - nach dem Idealbild - eine quasi risikolose Anlageform, da im Fall, dass innerhalb einer bestimmten Frist keine Zielgesellschaft gefunden und kein De-SPAC durchgeführt wird, die Einlagen an die Investoren zurückgezahlt werden. Bis dahin werden sie auf einem Treuhandkonto verwahrt und sind dem Zugriff der Geschäftsleiter entzogen. Durch die Optionsscheine haben sie zusätzliche Chancen am Unternehmenserfolg zu partizipieren. Außerdem kommt ihnen die Entscheidungsgewalt über die Durchführung der Transaktion zu. Des Weiteren haben sie ein Austrittsrecht, sofern sie mit einer geplanten De-SPAC Transaktion nicht zufrieden sind.[57] Aus Investorensicht ist die Beteiligung an einer SPAC vergleichbar mit der Investition in einen Private Equity Fonds, der ebenfalls nach geeigneten, nicht börsennotierten Zielgesellschaften sucht.[58] Dies jedoch freilich mit dem Unterschied, dass bei der SPAC-Transaktion die Zielgesellschaft zwangsläufig übernommen und damit an die Börse gebracht wird (neben weiteren wesentlichen unterschiedlichen Charakteristika, die oben bereits dargestellt wurden).

Schließlich ist es möglich und kommt praktisch häufig vor, einzelnen SPAC-Investoren besondere Rechte zu gewähren. So werden etwa PIPE-Investoren besondere finanzielle Anreize und weitergehende Informationsrechte gewährt.[59]

1.4 Risiken

Neben den oben angeführten Vorteilen und Anreizen für die verschiedenen beteiligten Personen gibt es allerdings auch spezielle Risiken bei SPAC-Transaktionen. Neben dem augenscheinlichen Risiko der Ungewissheit des Investments in eine reine Zweckgesellschaft und damit gewissermaßen der Investition in die Fähigkeiten der SPAC-Geschäftsleitung eine attraktive Zielgesellschaft zu identifizieren (dh es handelt sich gewissermaßen um die Ausstellung eines „Blankoschecks“, was durch das Austrittsrecht zwar abgemildert werden kann, aber trotzdem die Verwahrung auf einem Trauhandkonto natürlich dazu führt, dass die Gelder auf einem solchen liegen und nicht anderweitig genutzt oder gewinnbringender investiert werden können[60]) ist ein wesentlicher Nachteil für Investoren, dass durch die vielfach

[55] Vgl zu diesem Problem etwa *Zoldan*, The Evolution of the SPAC https://www.nasdaq.com/articles/the-evolution-of-the-spac (abgefragt 08.10.2023). Ganz generell ist die Gewährung von Anteilen oder Optionen an leitende Angestellte und Mitglieder der Geschäftsleitung als Teil von deren Vergütung insb im angloamerikanischen Raum auch bei „traditionelleren“ Gesellschaften nicht unüblich, siehe für ein aktuelleres Beispiel etwa *Gandel*, Morgan Stanley hands new leaders tens of millions in restricted stock https://www.ft.com/content/c5362223-1ce8-489c-8207-a0bd1985ed70 (abgefragt 28.10.2023).

[56] *KPMG*, Why so many companies are choosing SPACs over IPOs https://kpmg.com/us/en/articles/2022/why-choosing-spac-over-ipo.html (abgefragt 01.05.2025).

[57] *Schumacher*, (400); *Fasching/Stepan*, ecolex 2022, 452 (453).

[58] So schon etwa *Selzner*, SPAC-Transaktionen in Deutschland, ZHR 174 (2010), 320; ähnlich auch *Schalast/Geurts/Türkmen*, BB 2021, 1283 (1283).

[59] *Seiler/Widder*, BKR 2021, 676 (680).

[60] Siehe schon oben und etwa *Schalast/Geurts/Türkmen*, BB 2021, 1283 (1284); *Bafin*, SPACs https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/Produkte/Aktie/SPACs/SPACs_node.html (abgefragt 13.10.2023).

bestehenden verschiedenen Optionsrechte für Gründer/die Geschäftsleitung, Wandelschuldverschreibungen für PIPE-Investoren, erforderlichen Kapitalerhöhungen, etc. eine Verwässerung ihrer Beteiligung als ursprüngliche Anteilsinhaber eintritt.[61] Dem Risiko des „Wertverlusts" ihres Investments soll durch die Möglichkeit des ihnen gewährten Austrittsrechts begegnet werden.[62] Selbstverständlich können auch unter den verschiedenen Investoren unterschiedliche Anlagestrategien und Präferenzen bestehen, so sind Private-Equity Fonds idR an einen Zeithorizont von etwa drei bis fünf Jahren gebunden, während andere Investoren eine kurzfristige Anlagestrategie verfolgen können.[63]

Im Falle, dass die SPAC innerhalb der statutarisch festgelegten Periode kein passendes Ziel findet und kein De-SPAC durchgeführt wird, muss die SPAC liquidiert werden. Wie bei Liquidationen üblich, sind im Rahmen der Abwicklung Gläubiger (an die zu diesem Zweck eine entsprechende Aufforderung zu richten ist) zu befriedigen und die Verbindlichkeiten der Gesellschaft zu bedienen. Nach Beendigung der Abwicklung ist das verbleibende Vermögen an die Gesellschafter zu verteilen. Bei SPACs kann diese zwingende Liquidation nach einer gewissen Periode dazu führen, dass die Investoren weniger als die von ihnen eingezahlten Mittel erhalten.[64]

Da SPACs auch „Kleinanlegern" als Investitionsmöglichkeit zugänglich sind, sah sich die deutsche Bafin berufen, eine Stellungnahme zu den möglichen Risiken derselben zu veröffentlichen. Darin wird darauf hingewiesen, dass es sich dabei um eine Investition „ins Unbekannte" handle und die Risiken im Zeitpunkt der Investitionsentscheidung für AnlegerInnen schwer bewertbar seien. Damit sei wohl auf die Besonderheit hingewiesen sein, dass zwar direkt in die Mantelgesellschaft, aber gewissermaßen in die ungewisse Geschäftschance der De-SPAC und damit ultimativ in die Beteiligung an einer Gesellschaft, die noch gar nicht bekannt ist, sondern im Emissionsprospekt max eine bestimmte Branche, in welcher die Zielgesellschaft tätig sein soll, festgelegt wird,[65] investiert wird. Dies ist tatsächlich wohl das wahre Risiko und der wesentliche Unterschied zum Erwerb einer Beteiligung an sonstigen Gesellschaften. Außerdem bestehe aufgrund der oftmals vorkommenden Tätigkeit von Vorständen und Aufsichtsräten nicht nur für die SPAC, sondern in anderen Gesellschaften, eine Gefahr für Interessenskonflikte.[66] Betont sei, dass in der Frühphase und als PIPE-

[61] Vgl etwa *Fasching/Stepan,* ecolex 2022, 452 (453f).
[62] Vgl etwa schon oben und etwa *Hell,* The SPACs are back BKR 2021, 26 (28); *Stepan,* ZFR 2022, 583 (584).
[63] *Selzner,* ZHR 2010, 318 (320); *Fasching/Stepan*, ecolex 2022, 452 (453); *Schalast/Geurts/Türkmen,* BB 2021, 1283 (1284).
[64] Vgl *Bafin*, SPACs https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/Produkte/Aktie/SPACs/SPACs_node.html (abgefragt 13.10.2023). Dies da die SPAC trotz mangelnder „operativer" Tätigkeit ja in solch einem Fall bereits Monate mit der Suche nach einer Zielgesellschaft verbracht hat, wohl rechtliche, steuerliche, etc Berater engagiert hat, evt bereits eine Due Diligence Prüfung von Zielgesellschaften durchgeführt hat, etc.
[65] Vgl etwa *Naumovska*, The SPAC bubble is about to burst https://hbr.org/2021/02/the-spac-bubble-is-about-to-burst (abgefragt 15.10.2023).
[66] *Bafin*, SPACs https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/Produkte/Aktie/SPACs/SPACs_node.html (abgefragt 13.10.2023).

Investoren typischerweise nur institutionelle Investoren, für Kleinanleger ist eine Einstiegsmöglichkeit nur über den Sekundärmarkt möglich.[67]

ME nicht unbedingt nachvollziehbar scheint hingegen die vereinzelt als angebliches Problem angeführte widerstreitende Interessenlage zwischen Geschäftsleitung und Investoren.[68] Zwar ist es richtig, dass für die Geschäftsleiter ein großer finanzieller Anreiz besteht, eine Zielgesellschaft zu finden und einen De-SPAC durchzuführen. Auch kam es in der Vergangenheit – va während der COVID-Pandemiejahre – zu Fällen, in denen nach der Verlautbarung eines beabsichtigten De-SPACs eine kurzfristige Kurssteigerung eingetreten ist, wie sich etwa am Bsp Churchill Capital IV Corp (SPAC) zeigt, deren Aktienkurs um 500% stieg, nachdem im Februar 2021 eine beabsichtigte Akquisition von Lucid Motors angekündigt wurde. Damit war die ursprüngliche Investition der Gründer von USD 43 Mio schlagartig USD 3,3 Mrd wert. Lucid Motors wurde damals mit USD 56 Mrd bewertet. Heute wird Lucid Motors mit USD 10 Mrd bewertet (der Aktienkurs 92% ist niedriger als zu dessen höchstem Stand).[69] Bei der typischen SPAC-Ausgestaltung liegen dennoch die Interessen bei Geschäftsleitung und Investoren aufgrund der an Geschäftsleiter gewährten Anteile, Optionsrechte und der vereinbarten Lock-Up Perioden (siehe bereits im vorigen Absatz) gleichsam in einer mittel- bis langfristigen Kurssteigerung und nicht nur kurzfristigen Profitabilität der SPAC.[70] Außerdem ist zu bedenken zu geben, dass für die Geschäftsleiter ein nicht zu vernachlässigendes Reputationsrisiko besteht, da deren eigener Erfolg auch am Erfolg oder Scheitern der SPAC zu messen ist und deren Reputation und daraus folgend künftige Karrieremöglichkeiten daher nachhaltig beschädigt werden kann.[71] Dies wird vereinzelt wohl vergessen, wenn SPACs als besonders missbrauchsanfällig dargestellt werden.

Hervorgehoben werden kann jedoch, dass in Folge des De-SPACs Aktionäre der SPAC häufig verwässert werden. Dies, da va aufgrund der mit den *warrants* gewährten Optionsrechte für die Geschäftsführung zusätzliche Aktien zu erwerben.[72]

SPACs scheinen so wie jedes Investment-Tool mehr oder weniger geeignet in bestimmten Situationen.[73] Aufgrund ihrer speziellen Charakteristiken können sie für bestimmte Investoren

---

[67] Siehe etwa *Scott/Gulliver*, No, SPACs Do Not Dilute Investors – A Theoretical and Empirical Analysis https://capmktsreg.org/wp-content/uploads/2024/07/Gulliver_Scott_SPACs-07.08.24.pdf (abgefragt 06.06.2025).
[68] So etwa *Fasching/Stepan*, ecolex 2022, 452 (453).
[69] Siehe etwa *Cohan*, The Spac bubble and bust is one for the history books https://www.ft.com/content/83f0feba-5168-44da-90d7-b0aa11030cf0 (abgefragt 23.11.2023).
[70] Die Vorstandsmitglieder einer SPAC haben daher *skin in the game*. Zum Problem noch ausführlich unter Kapitel 4.5.1.6.
[71] Vgl etwa *Schalast/Geurts/Türkmen*, BB 2021, 1283 (1283); *Schanz*, NZG 2011, 1407 (1407).
[72] *Hell*, BKR 2021, 26 (29); *KPMG*, Why so many companies are choosing SPACs over IPOs https://kpmg.com/us/en/articles/2022/why-choosing-spac-over-ipo.html (abgefragt 01.05.2025). Siehe für eine ausführliche Analyse jedoch auch *Scott/Gulliver*, https://capmktsreg.org/wp-content/uploads/2024/07/Gulliver_Scott_SPACs-07.08.24.pdf, die zu einem gegenteiligen Ergebnis wie *Klausner/Ohlrogge/Ruan*, A Sober Look at SPACs, 39 Yale J. on Regul. 2022, 228 und *Klausner/Ohlrogge*, Was the SPAC Crash Predictable?, 40 Yale J. on Regul. 2023, 101 kommen.
[73] *ESMA*, Public Statement - SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations, ESMA32-384-5209, 2; *Zukova*, The Spac is Dead, Long Live the Spac!, https://www.securities-services.societegenerale.com/en/insights/views/news/spac-dead-long-live-spac/ (abgefragt 23.11.2023).

attraktive Anlagemöglichkeiten bieten.[74] Dass SPACs in ihrer klassischen Ausgestaltung einige Risiken für Anleger bieten können und aufgrund dessen die Aufmerksamkeit der Aufsichtsbehörden erwecken können,[75] liegt auf der Hand. Gerade in jüngster Zeit finden sich auch Bsp, die zeigen, dass SPAC-Transaktionen nicht nur für Börsengänge von attraktiven Start-Ups,[76] Wachstums-/„*high growth*" Gesellschaften („*hidden champions*")[77] sondern auch für Gesellschaften mit kurzfristigem Liquiditätsbedarf interessant sein können.[78] Va in den Jahren der COVID-19 Pandemie nutzten viele solcher Gesellschaften das Niedrigzinsumfeld und das große Interesse von Investoren nach alternativen Anlagemöglichkeiten für diese Ausgestaltung eines Börsengangs.[79]

Ganz generell kann natürlich hinterfragt werden, ob „Anlegerschutz" bedeutet, die Erfüllung einer bestimmten Renditeerwartung sicherzustellen. Eher wird es wohl um effektive Möglichkeiten der Kapitalbeschaffung für Gesellschaften und ein Funktionieren des Kapitalmarkts für alle Beteiligten gehen. Vor diesem Hintergrund ist ein wesentliches Anliegen, welches durch gesetzliche Rahmenbedingungen sichergestellt werden soll, Transparenz und Information für Anleger. Insb die Bewertung ist dabei ein wesentlicher Faktor (siehe näher unter Punkt 2.3).[80]

1.5 Jüngste Entwicklungen

Im Jahr 2022 war insgesamt ein deutlicher Rückgang von SPAC-Transaktionen zu beobachten. Dies sowohl bei Börsengängen von SPACs als auch bei Verschmelzungen bzw Akquisitionen unter Beteiligung solcher SPACs.

Vor dem Hintergrund des deutlichen Rückgangs von SPAC-Transaktionen, sowohl in Bezug auf Transaktionsvolumen, als auch -anzahl (in den ersten drei Quartalen 2022 weltweit ca USD 77 Mrd,[81] im Vergleich zu insgesamt 302 De-SPAC Deals mit Investitionen von insgesamt USD 622,9 Mrd im Jahr 2021[82]) und der zT ernüchternden Performance von SPACs

[74] *Kowallik*, DB 2021, 1301 (1303).
[75] Auch die im nächstfolgenden Kapitel noch näher angesprochenen neuen (Veröffentlichungs)Pflichten der US-amerikanischen SEC sind vor dem Hintergrund des Schutzes der Anleger zu sehen. Vgl an dieser Stelle *Andrews*, SPACs: Will They Rise Again? https://www.nasdaq.com/articles/spacs-will-they-rise-again (abgefragt 12.07.2024).
[76] *Joser*, NZG 2022, 991 (992).
[77] *Kowallik*, DB 2021, 1301 (1303).
[78] *Financial Times*, Arrival/Spac: desperate companies need desperate financial engineering, https://www.ft.com/content/c1c176cc-e8dc-44dd-bb9b-f7bf942df3ed (abgefragt 03.05.2023).
[79] *Barlow/Chitwood/Ellin/Fox/Gasaway/Micheletti/Noel*, De-SPAC Transaction Trends in 2023, https://www.skadden.com/-/media/files/publications/2023/06/de_spac_transaction_trends_in_2023.pdf?rev=a0def9cfccae4a3fa2b31b3efc20e548 (abgefragt 19.08.2023).
[80] Vgl auch *Geurts*, RdF 2023, 172 (172).
[81] *Toole*, Two-year M&A boom runs out of steam, 6.10.2022 https://www.refinitiv.com/perspectives/market-insights/two-year-ma-boom-runs-out-of-steam/ (abgefragt 05.01.2023).
[82] *Hu/Parry/Rubinstein*, 2021: A Spectacular Year for SPACs https://corpgov.law.harvard.edu/2022/02/17/2021-a-spectacular-year-for-spacs/ (abgefragt 05.01.2023).

nach Börsengängen,[83] setzte eine Diskussion ein, inwiefern SPAC-Transaktionen eine temporäre Ausnahmeerscheinung in einem allg Boom von M&A-Transaktionen, befeuert durch ein allg Niedrigzinsumfeld oder als alternatives Investmentvehikel „gekommen um zu bleiben" sind.[84]

Befürworter der zweiteren Ansicht verweisen gerne auf die insgesamt stark abnehmende M&A-Aktivität im Jahr 2022 und besonders noch im ersten Quartal 2023 im Vergleich zu 2021.[85] Insb auch bei Private Equity Transaktionen war aufgrund des geänderten Zinsumfelds und Unsicherheiten wegen des Ukraine Krieges sowie einer kritischeren Aufsichtspraxis der Börsenaufsichtsbehörde in den USA[86] ein deutlicher Rückgang von Transaktionen im Vergleich zum Hoch der Jahre 2020/2021 zu beobachten.[87] Dies galt va auch für volumenmäßig

[83] So haben etwa zwischen 2019 und Mitte 2020 SPACs durchschnittlich 17,9% weniger Ertrag gebracht als eine durchschnittliche Anleihe, die am NASDAQ gelistet war. Siehe *Fagan/Levmore*, 25 U. Penn. J. Bus. L. 2022, 10. Vgl auch *Hochenberg/Primoff/Usgaonkar*, End-of-Life Options for Ex-SPACS, The Review of Securities and Commodities Regulation 2023, Vol 56 No 12. Vgl auch für ein namhaftes Bsp WeWork, eine Gesellschaft die Büroflächen vermietet und 2021 über einen De-SPAC an die Börse gebracht wurde, im Herbst 2023 jedoch ein Chapter 11 Konkursverfahren in den USA eröffnen musste; siehe etwa *Indap/Platt/Oliver*, WeWork files for bankruptcy amid office market downturn https://www.ft.com/content/775ec01c-1f57-4105-bbc2-b048865056f7 (abgefragt 10.11.2023).

[84] *Schalast/Geurts/Türkmen*, BB 2021, 1283 (1287); vgl auch *Hochenberg/Primoff/Usgaonkar*, End-of-Life Options for Ex-SPACS, The Review of Securities and Commodities Regulation 2023, Vol 56 No 12 und *Walker/White*, Europe's Spacs scramble for targets as market hit by hangover, https://www.ft.com/content/d732fe11-e18b-4b8b-8432-27827d22040e (abgefragt 04.05.2023). Hingewiesen sei jedoch bereits an dieser Stelle darauf, dass einerseits generell ein weltweiter Rückgang an M&A Aktivität im Jahr 2022 zu beobachten war (siehe *Toomey*, Global M&A by the Numbers: Q3 2022, https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/blog/global-ma-by-the-numbers-q3-2022 (abgefragt 05.01.2023) und andererseits sich auch etwa in den USA das regulatorische Umfeld geändert hat (siehe etwa *SEC*, SEC Proposes Rules to Enhance Disclosure and Investor Protection Relating to Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections, https://www.sec.gov/news/press-release/2022-56 (abgefragt 05.01.2023).

[85] Vgl *Levingston/Fontanella-Khan/Aliaj* Dealmaking at 10-year low in first quarter as bank crisis hits confidence https://www.ft.com/content/25f9e0b5-c31c-4db4-bf58-e95bb9a7d3c1 (abgefragt 07.05.2023).

[86] *Palma/Temple-West*, US private funds face more disclosures under new SEC rule, https://www.ft.com/content/ad10181a-3bf2-40ff-9c9e-f45725ab97d3 (abgefragt 07.05.2023); siehe für jüngste Entwicklungen und die im Jänner 2024 neu veröffentlichten Regelungen auch *SEC*, SEC Adopts Rules to Enhance Investor Protections Relating to SPACs, Shell Companies, and Projections https://www.sec.gov/news/press-release/2024-8 (abgefragt 27.01.2024); *Cohen*, New SEC rules on Spacs shut the barn door after horses have bolted https://www.ft.com/content/1247fb93-f466-4fbf-96d9-9af91eb24b69 (abgefragt 30.01.2024); *SEC*, Factsheet - SPACs, Shell Companies, and Projections: Final Rules https://www.sec.gov/files/33-11265-fact-sheet.pdf (abgefragt 27.01.2024); Sehr kritisch dazu *Posner*, SEC adopts new rules on SPACs—just investor protection or will it spell the demise of SPACs? https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=f4e3c4e6-d76e-4ac5-b667-7a9e4a25530b&utm_source=Lexology+Daily+Newsfeed&utm_medium=HTML+email+-+Body+-+General+section&utm_campaign=Lexology+subscriber+daily+feed&utm_content=Lexology+Daily+Newsfeed+2024-01-26&utm_term= (abgefragt 27.01.2024).

[87] Vgl etwa *Louch/Levington*, Deals between European private equity firms halve year-on-year as rising rates hit https://www.ft.com/content/fc193548-9f16-4e2c-9845-69beac2b2c69 (abgefragt 07.05.2023). Zum Umgang von Private Equity Fonds mit dem „Exit"-Problem siehe etwa *Financial Times*, Private equity needs a new IPO playbook https://www.ft.com/content/424d1eee-80da-4b26-818f-7ea32256d680 (abgefragt 24.05.2025); *Financial Times*, Private equity is more stuck than ever — and secondaries will benefit https://www.ft.com/content/35b0c461-cf6d-49f0-a541-b798415c0c5b (abgefragt 24.05.2025); *Sun*, Why the Venture Capital Secondary Market is So Hot Right Now https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-04-28/why-the-venture-capital-secondary-market-is-so-hot-right-now (abgefragt 24.05.2025).

größere Transaktionen.[88] Insgesamt war nach Daten der London Stock Exchange das Volumen an M&A Transaktionen in den ersten neun Monaten 2023 so niedrig wie zuletzt im Jahr 2013, damit gar noch 28% unter dem Wert von 2022,[89] und lag im gesamten Jahr 2023 trotz einiger Megadeals gegen Ende des Jahres erstmals seit 2013 unter USD 3 Billionen. Damit fiel das Transaktionsvolumen weltweit auch zum ersten Mal seit 2008-2009 in zwei aufeinanderfolgenden Jahren um mehr als 10%.[90]

Daneben setzte auch eine Diskussion über die wirtschaftliche Sinnhaftigkeit und Überlebensfähigkeit von SPACs (auch nach einem erfolgreichen De-SPAC) ein und ob durch SPAC-Börsengänge nicht solche Gesellschaften, die dazu noch nicht „bereit" sind, in kurzer Zeit an die Börse gebracht werden.[91] Dies befeuert durch gravierende Liquiditätsprobleme einiger solcher SPACs und Chapter 11 Insolvenzanträge, wie etwa bei Lordstown Motors[92] oder sehr prominent auch WeWork,[93] und gar gezwungener De-Listings (2022 zumindest 5) in den USA,[94] sowie einer zunehmenden Anzahl an Rechtsstreitigkeiten.[95] Außerdem notierten viele der SPAC nach dem Börsengang (zT deutlich) unter der unten noch näher erklärten USD 10 Schwelle.[96] Auch in Zusammenhang damit ist der im Jahr 2023 zu beobachtende Anstieg von sog „*public to private*" Transaktionen, bei denen eine börsennotierte Gesellschaft im Zuge

---

[88] Siehe etwa *White & Case*, US SPACs Data Hub https://www.whitecase.com/publications/insight/us-spacs-data-hub (abgefragt 28.12.2023).

[89] *Levingston/Aliaj/Fontanella-Khan*, Dealmaking languishes at decade low on private equity drought https://www.ft.com/content/5491578c-6f7f-4132-a103-740d6a11b234 (abgefragt 30.09.2023).

[90] Vgl etwa *Levingston*, Global dealmaking drops below $3tn for first time since 2013 https://www.ft.com/content/0174093d-08e6-4763-a299-3f0527b71d31 (abgefragt 29.12.2023).

[91] Vgl etwa sehr kritisch: *Goldfarb*, SPAC shell games will keep hiding the ball https://www.reuters.com/breakingviews/spac-shell-games-will-keep-hiding-ball-2023-10-05/ (abgefragt 08.10.2023) und *Cohan*, Investors should beware a revival of Spacs https://www.ft.com/content/97607124-3e87-403c-b270-1da3e16c6928 (abgefragt 11.08.2024).

[92] *Financial Times*, Lordstown Motors: EV maker's ruin is among Spac blowbacks that will endure https://www.ft.com/content/57d42eca-b566-4ce0-942c-1bbabebf6e01 (abgefragt 02.07.2023); Insg gab es alleine im April 2023 zwölf solcher Chapter 11 Insolvenzanträge, siehe *Cohan*, The Spac bubble and bust is one for the history books https://www.ft.com/content/83f0feba-5168-44da-90d7-b0aa11030cf0 (abgefragt 23.11.2023).

[93] Siehe etwa *Indaap/Platt/Oliver* WeWork files for bankruptcy amid office market downturn https://www.ft.com/content/775ec01c-1f57-4105-bbc2-b048865056f7 (abgefragt 23.01.2024); *Knauth*, WeWork explores bankruptcy loan options amid landlord dispute https://www.reuters.com/business/wework-explores-bankruptcy-loan-options-amid-landlord-dispute-2024-02-05/ (abgefragt 24.02.2024); *Platt/Edgecliffe-Johnson*, WeWork: how the ultimate unicorn lost its billions https://www.ft.com/content/7938752a-52a7-11ea-90ad-25e377c0ee1f (abgefragt 24.02.2024); *McGahey*, How Working From Home Helped Push WeWork Into Bankruptcy https://www.forbes.com/sites/richardmcgahey/2023/11/15/how-working-from-home-helped-push-wework-into-bankruptcy/ (abgefragt 24.02.2024).

[94] *Hochenberg/Primoff/Usgaonkar*, End-of-Life Options for Ex-SPACS, The Review of Securities and Commodities Regulation 2023, Vol 56 No 12.

[95] *Barlow/Chitwood/Ellin/Fox/Gasaway/Micheletti/Noel*, De-SPAC Transaction Trends in 2023, https://www.skadden.com/-/media/files/publications/2023/06/de_spac_transaction_trends_in_2023.pdf?rev=a0def9cfccae4a3fa2b31b3efc20e548 (abgefragt 19.08.2023); Prominentes Bsp ist etwa die von Michael Klein gegründete SPAC Churchill Capital Corp III. Siehe *Hammond/Rubenstein*, SPACs struggle amid regulatory uncertainty and volatile markets, https://www.whitecase.com/insight-our-thinking/us-ma-fy-2022-spacs-struggle-regulatory (abgefragt 02.05.2023).

[96] *Hochenberg/Primoff/Usgaonkar*, End-of-Life Options for Ex-SPACS, The Review of Securities and Commodities Regulation 2023, Vol 56 No 12; *Lipschultz*, VinFast's 400% Surge Is an Anomaly for Beaten-Down SPAC Industry https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-08-29/vinfast-s-400-surge-is-an-anomaly-for-beaten-down-spac-industry (abgefragt 01.09.2023).

einer Transaktion zu einer nicht börsennotierten Gesellschaft wird (*public to private*), zu sehen.[97] Was die eher enttäuschende „Performance" von Aktienkursen *post* De-SPAC betrifft, wurde jedoch von einigen darauf hingewiesen, dass dies generell nicht unähnlich zu Börsengängen von „herkömmlichen" Gesellschaften in der gleichen Zeit war.[98] Außerdem sollte dies allenfalls als Kritik an „überhöhten" Bewertungen gelten, kann aber vernünftigerweise nicht SPACs ihre Existenzberechtigung entziehen.[99]

Um mit Liquiditätsproblemen und niedrigen Aktienkursen umzugehen, wurden von einigen solcher SPACs auch kreative Lösungswege versucht einzuschlagen, wie insb „*reverse stock splits*", bei denen ein Gesellschafter zB von zwei Aktien eine „aufgibt". Die insgesamt ausständigen Aktien der Gesellschaft verringern sich somit (iW Kapitalherabsetzung), was den Börsenkurs der Aktien heben soll. Dadurch sollte auch die Gefahr eines potentiell zwingenden De-Listings gebannt werden.[100] Auch in Europa gab es Bsp für SPACs, die liquidiert werden mussten, wie etwa die größte in Europa gelistete SPAC, Pegasus Europe, die davor etwa EUR 480 Mio aufgenommen hatte.[101]

Nach dem bis dahin sehr enttäuschenden Jahr 2022 für SPAC-Transaktionen, war jedoch im vierten Quartal 2022 mit 43 De-SPAC Transaktionen (im Vergleich zu 39 zur selben Zeit im Vorjahr) mit einem Transaktionsvolumen von knapp USD 20 Mrd und im ersten Quartal 2023 zB in den USA mit insgesamt 40 Transaktionen eine Steigerung von immerhin 37% im Vergleich zum Vorjahr, mit einem Volumen von ca USD 10 Mrd zu beobachten.[102] Transaktionsvolumen und Anzahl lagen auch in den ersten beiden Quartalen 2023 noch deutlich über dem Level vor der COVID-19 Pandemie.[103] Die Zahl von Börsengängen von SPACs lag jedoch stark unter jenen der Jahre 2020 und 2021.[104] Außerdem kommen auch größere De-

---

[97] Vgl *Ridley/Morrison*, Public-to-private deals offer a bright spot in flat M&A market, https://debtexplorer.whitecase.com/leveraged-finance-commentary/public-to-private-deals-offer-a-bright-spot-in-flat-ma-market - ! (abgefragt 08.08.2023).

[98] *Barlow/Chitwood/Ellin/Fox/Gasaway/Micheletti/Noel*, De-SPAC Transaction Trends in 2023, https://www.skadden.com/-/media/files/publications/2023/06/de_spac_transaction_trends_in_2023.pdf?rev=a0def9cfccae4a3fa2b31b3efc20e548 (abgefragt 19.08.2023); *Crook*, The Spac trap has been reset, not eliminated https://www.ft.com/content/712cfa06-ff8c-4fea-848c-eaf1c5965458 (abgefragt 06.04.2025).

[99] So wie dies von einigen Beobachtern mehr oder weniger offen versucht wird. Siehe etwa *Ruch*, Die Rückkehr der Spac-Spekulanten https://www.fuw.ch/die-rueckkehr-der-spac-spekulanten-740776084130 (abgefragt 06.04.2025).

[100] *Hochenberg/Primoff/Usgaonkar*, End-of-Life Options for Ex-SPACS, The Review of Securities and Commodities Regulation 2023, Vol 56 No 12.

[101] *Der Standard*, Europas größte Börsenhülle Pegasus Europe gibt auf, die Flops mehren sich, https://www.derstandard.at/story/2000145427081/europas-groesste-boersenhuellepegasus-europe-gibt-auf-die-flops-mehren-sich?ref=rec (abgefragt 19.08.2023); *Walker/White*, Europe's Spacs scramble for targets as market hit by hangover, https://www.ft.com/content/d732fe11-e18b-4b8b-8432-27827d22040e (abgefragt 04.05.2023); *White/Klasa*, Europe's biggest Spac to be wound up, https://www.ft.com/content/4c90c2a1-571b-49bd-a960-1fdc9ac64bb6 (abgefragt 04.05.2023).

[102] *White & Case*, US SPACs Data Hub https://www.whitecase.com/publications/insight/us-spacs-data-hub (abgefragt 02.05.2023).

[103] *White & Case*, https://www.whitecase.com/publications/insight/us-spacs-data-hub (abgefragt 08.08.2023).

[104] Sechzehn in den USA im ersten Halbjahr 2023 im Vergleich zu 68 zur selben Zeit 2022. https://www.whitecase.com/publications/insight/us-spacs-data-hub (abgefragt 08.08.2023).

SPAC Transaktionen noch, wenn auch in geringerer Anzahl, weiter vor.[105] Auch wenn die Anzahl der De-SPAC Transaktionen im Jahr 2022 um 89% geringer war als im Jahr 2021, lag diese Zahl immer noch deutlich über dem Niveau der Jahre vor der COVID-19 Pandemie. Außerdem waren Anfang des Jahres 2023 alleine im wesentlichsten SPAC-Markt, den USA, 450 SPACs mit einem investierten Kapital von USD 125 Mrd börsennotiert, die noch im Jahr 2023 die bereits angesprochene Frist erwarteten und daher entweder einen De-SPAC durchführen oder liquidiert werden mussten.[106] Dies schlug sich auch in dem Aktivitätsanstieg mit 64 De-SPAC Transaktionen im ersten Halbjahr 2023 im Vergleich zu 39 im Vorjahr 2022 nieder.[107] Bis zum Ende des zweiten Quartals 2024 gab es in den USA 54 SPAC-IPOs im Vergleich zu 34 zur selben Zeit 2023.[108] Dabei wurde von einigen darauf hingewiesen, dass SPACs für einige Gesellschaften interessante Optionen für *Spin-Offs* oder durch den De-SPAC einen Wechsel der Börse(notierung) ermöglichen würden.[109]

Auch war, befeuert durch einige aufmerksamkeitserregende und große Börsengänge, zunehmender Optimismus in Bezug auf die Kapitalmärkte, nach einem eher enttäuschenden

---

[105] Wie etwa das Bsp des vietnamesischen EV-Produzenten VinFast LLC, der im August 2023 mit der an der New Yorker NASDAQ gelisteten Black Spade Acquisition verschmolzen ist (bewertet dabei mit USD 23 Mrd), zeigt. Hier ist jedoch die Besonderheit hervorzuheben, dass nur 1% der Aktien auch an Investoren ausgegeben wurden, der Großteil der Aktien von dessen Gründer behalten wurde. Siehe etwa *Nguyen*, Vietnamese EV maker VinFast gets go-ahead for Nasdaq SPAC listing, https://www.reuters.com/markets/deals/vietnam-ev-maker-vinfast-gets-spac-shareholders-nod-list-us-2023-08-10/ (abgefragt 02.05.2023); *Ruel/Bushey/Kerr*, Vietnamese electric-car maker worth more than Ford or GM after US listing, https://www.ft.com/content/c5af0740-7fba-4c9d-962d-8a1b563196e3 (abgefragt 19.08.2023); oder auch der online Kreditanbieter Better.com, der im August 2023 mit der am NASDAQ notierten SPAC Aurora Acquisition Corp verschmolz, siehe etwa *Franklin/Aliaj*, US mortgage lender Better to go public after 'arduous' two years, https://www.ft.com/content/d655005d-01c0-4a04-af00-0fd0e91e4981 (abgefragt 25.08.2023). Schließlich sei noch der Anfang 2024 angekündigte Börsengang über einen De-SPAC der Online-Trading Plattform Webull genannt, siehe etwa *Lee*, SK Group's SPAC To Merge With Online Trading Platform Webull In $7.3 Billion Deal https://www.forbes.com/sites/zinnialee/2024/02/29/sk-groups-spac-to-merge-with-online-trading-platform-webull-in-73-billion-deal/ (abgefragt 03.03.2024) und *Nishant*, Trading platform Webull to list on Nasdaq via $7.3 bln SPAC deal https://www.reuters.com/markets/deals/digital-investment-firm-webull-go-public-us-via-73-bln-spac-deal-2024-02-28/ (abgefragt 03.03.2024).

[106] *Hopkins/Howard/Kelly*, M&A in the current economic and geopolitical climate, https://iclg.com/practice-areas/mergers-and-acquisitions-laws-and-regulations/01-manda-in-the-current-economic-and-geopolitical-environment?utm_source=GatorMail&utm_medium=email&utm_campaign=Practice+Spotlight+M%26A+-+19%2f07&utm_term=Mergers+and+acquisitions+in+the+current+economic+and+geopolitical+environment&utm_content=163214&gator_td=m86gPcJ2hQml4kWutDe25tD7QJfgLRv3Ot3WN3oV0CA6ViVvoz9bnhOE8jZaf5b%2flODKa7BmVs%2fmY5LxvT8b3ZkwBjrgyHwW0kS7ZstxAfGIpX911xed91QKJnkh8phwo6GJnDnEcdT5rRq51wtoC1lXVfNTYCvBBCvulFzAH3eQ3UggrJf2TnQkojo9Udaer0zhmnt5AR5vV1wcsRQowyZNHKxl6jfmhZ5OMyqfhOU%3d (abgefragt 01.05.2024).

[107] *White & Case*, https://www.whitecase.com/publications/insight/us-spacs-data-hub (abgefragt 19.08.2023). Ein prominentes Bsp ist der geplante Spin-Off des Mediengeschäfts des Fußballklubs FC Barcelona, Barca Media und dessen Verschmelzung mit einer an der NASDAQ in New York gelisteten SPAC; siehe *Reuters*, Barcelona strikes $1 bln merger deal to list soccer club's media business https://www.reuters.com/markets/deals/fc-barcelonas-unit-list-us-via-1-bln-spac-deal-2023-08-11/ (abgefragt 19.08.2023).

[108] *Crook*, The Spac trap has been reset, not eliminated https://www.ft.com/content/712cfa06-ff8c-4fea-848c-eaf1c5965458 (abgefragt 25.09.2024).

[109] *White & Case*, US SPACs Data Hub, https://www.whitecase.com/publications/insight/us-spacs-data-hub (abgefragt 02.05.2023); *Lipschultz*, Deal-Needy SPACs Scour the Globe for Targets as Deadlines Loom, https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-04-04/deal-needy-spacs-scour-the-globe-for-targets-as-deadlines-loom?leadSource=uverify%20wall (abgefragt 02.05.2023).

Jahr 2022 und ebenso dem ersten Halbjahr 2023[110] zu beobachten[111] und wird häufig auf die hohen Kapitalbestände, welche Private Equity Fonds für Investments zur Verfügung stehen verwiesen – diskutiert oft unter den Stichworten „*dry powder*".[112] Außerdem erschlossen SPACs sogar im August 2023 noch neue Märkte (mit dem ersten SPAC-merger in Hong Kong[113]) und im Dezember 2023 kam es noch zu einem vielbeachteten De-SPAC in der Medienbranche.[114] In der ersten Jahreshälfte 2024 war ein deutlicher Anstieg an SPAC-Aktivität im Vergleich zur selben Zeit des Vorjahres zu beobachten, mit über zwanzig SPACs, die um eine Börsenzulassung ansuchten und einem Anstieg an aufgenommenem Kapital von 20%.[115] In der zweiten Jahreshälfte 2024 sammelten SPAC-IPOs beachtliche USD 7,1 Mrd ein, deutlich über der Zahl für das gesamte Vorjahr, was mehrere Beobachter zu schon in COVID-Pandemiejahren exzessiv strapazierten Verlautbarungen wie „*the SPAC is back*" oder „*SPAC*

[110] Siehe etwa *Gerring/Schwartz*, IPO activity still slow in 1H 2023, but market conditions are improving https://www.ey.com/en_us/ipo/1h-2023-ipo-market-trends (abgefragt 26.08.2023).

[111] Siehe etwa *The Economist*, Arm's flotation could revive the market for IPOs https://www.economist.com/business/2023/08/24/arms-flotation-could-revive-the-market-for-ipos (abgefragt 25.08.2023); *Ashworth*, Is the capital markets slump about to end? https://www.ft.com/content/cbff67a3-d81f-4c61-90c2-8905a37f8181 (abgefragt 25.08.2023); *Lewis/Levingston/Hammond/Kinder*, SoftBank's $50bn Arm IPO more than five times oversubscribed, bankers say https://www.ft.com/content/a4dc854b-cdf9-4c13-b973-f39b3fa917a4 (abgefragt 09.09.2023); *Baker*, Arm Listing Set to Be Turning Point for IPO Market, SoftBank https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-08-21/arm-listing-set-to-be-turning-point-for-ipo-market-softbank#xj4y7vzkg (abgefragt 25.08.2023); *Hughes/Chen/Megaw*, 'Cornerstone' investors prop up US IPOs in shaky market https://www.ft.com/content/29138009-8c4b-45af-965e-ade4129f7b9b (abgefragt 25.08.2023); *Megaw*, Strong gains by newly listed stocks raise hopes of IPO market revival https://www.ft.com/content/cdcda231-0695-4e5f-bbf0-93acfe7b2ec4 (abgefragt 10.01.2024).

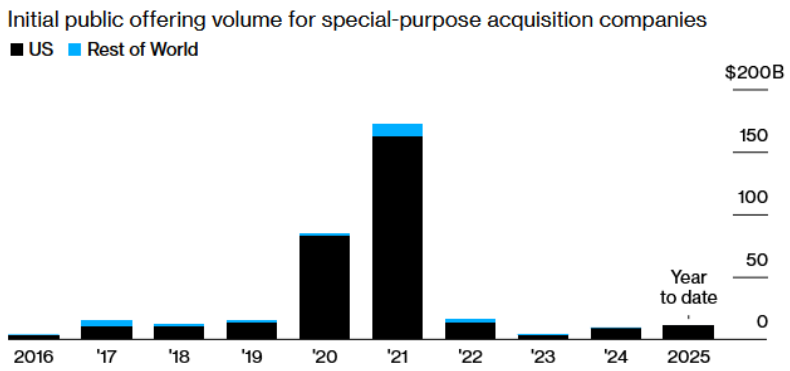
[112] Siehe etwa *Asif/Sabeter*, Private equity firms face pressure as dry powder hits record $2.59 trillion https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/private-equity-firms-face-pressure-as-dry-powder-hits-record-2-59-trillion-79762227 (abgefragt 27.01.2024); *Wigglesworth*, The private capital industry's 'dry powder' has hit $4tn https://www.ft.com/content/cb161f56-de60-4a4d-bdf9-b0b3e0e62174 (abgefragt 27.01.2024); *Krief/Mahfoud/Barger*, Private Equity Dry Powder Will Likely Spur M&A Opportunities https://www.nortonrosefulbright.com/-/media/files/nrf/nrfweb/knowledge-pdfs/private-equity-dry-powder-will-likely-spur-ma-opportunities.pdf (abgefragt 27.01.2024); *Gara/Levingston/Louch*, Private equity groups hunt for new exit strategies as cash piles up https://www.ft.com/content/079ccde6-3c3d-4791-953b-6e3e8203ef12 (abgefragt 27.01.2024).

[113] Siehe etwa *Pacheco/Li/Cao*, China Steel Website Zhaogang Nears Hong Kong's First SPAC Merger, Sources Say https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-08-30/china-steel-website-zhaogang-nears-hong-kong-s-first-spac-merger-sources-say#xj4y7vzkg (abgefragt 01.09.2023). Sowohl in Hong Kong als auch in Singapur stießen SPACs jedoch auf eher mäßiges Interesse von Investoren, siehe *Loh*, Singapore, Hong Kong Spac failures highlight thwarted ambitions https://www.ft.com/content/e5f03221-4d8f-4cc7-b36a-c3dacfe5949d (abgefragt 20.02.2024).

[114] Mit der Verschmelzung der Lionsgate Studios mit der SPAC Screaming Eagle Acquisition Corporation. Siehe etwa *Saini/Arunasalam*, Lionsgate to spin off studio business in $4.6-billion SPAC deal https://www.reuters.com/markets/deals/lionsgate-inks-46-billion-spac-deal-studio-business-2023-12-22/ (abgefragt 29.12.2023); *Aliaj*, Lionsgate to carve out and list studio business in $4.6bn Spac deal https://www.ft.com/content/5ca1df59-abd9-4727-a341-ce7e1ccdf279 (abgefragt 29.12.2023).

[115] *Megaw*, Funding surge for blank cheque companies points to Spac bounceback https://www.ft.com/content/f6838c6f-e7de-4e69-914b-fbdbc1cbd298 (abgefragt 05.08.2024).

to the future“ veranlasste.[116] Auch große De-SPACs sind weiterhin zu beobachten.[117] In jüngster Zeit kündigten auch die großen US-Investmentbanken an, wieder SPACs zu beraten.[118] Schließlich treten auch spezielle Sonderformen von SPACs in jüngster Zeit vereinzelt auf, die bestmöglich auf konkrete Bedürfnisse von Investoren oder Gesellschaften zugeschnitten sein sollen.[119] All dies ist vor dem Hintergrund eines generellen Anstiegs an M&A Aktivität in 2024[120] und einer optimistischen Erwartungshaltung sowohl für M&A als auch für Börsengänge für das Jahr 2025[121] zu sehen.



Quelle: *Natarajan/Gillespie*, Goldman Ditches Ban on SPACs as Blank-Check Firms Stage Comeback https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-06-17/goldman-ditches-ban-on-spacs-as-blank-check-firms-stage-comeback (abgefragt 19.06.2025).

---

[116] *Lipschultz*, Veterans Drive SPAC IPO Rebound as Hunt for Deals Picks Up https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-02-20/veterans-drive-spac-ipo-rebound-as-hunt-for-deals-picks-up (abgefragt 06.04.2025). Dies teils unter Beteiligung altbekannter Player in diesem Bereich. Siehe etwa *Monks*, Markets Brace for SPAC Boom 2.0 as Blank-Check Vehicles Surge https://www.bloomberg.com/news/newsletters/2024-12-20/markets-brace-for-spac-boom-2-0-as-blank-check-vehicles-surge (abgefragt 06.04.2025); *Farrell*, Wall Street’s Riskiest Stock Deals Are Back, With a Trump Bump https://www.nytimes.com/2025/05/19/business/trump-spac-deals.html (abgefragt 24.05.2025).

[117] So etwa zuletzt den De-SPAC, mit dem das LKW-Start-Up Plus in einem USD 1,2 Mrd Deal mit einem von Michael Klein gesponserten SPAC an die NYSE gebracht wurde. *Bhandari/Basil*, Autonomous truck startup Plus to go public in $1.2 billion deal with Michael Klein-backed SPAC https://www.reuters.com/technology/self-driving-startup-plus-go-public-through-12-billion-spac-deal-2025-06-05/ (abgefragt 07.06.2025).

[118] *Coben*, Spacs are hot again, and even Goldman wants a piece of the action https://www.ft.com/content/d1eaef78-2ca5-4c24-aea6-4dbed31a7dd8 (abgefragt 19.06.2025); *Natarajan/Gillespie*, Goldman Ditches Ban on SPACs as Blank-Check Firms Stage Comeback https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-06-17/goldman-ditches-ban-on-spacs-as-blank-check-firms-stage-comeback (abgefragt 19.06.2025); *Coben*, The King of Spacs is back https://www.ft.com/content/e859c75e-26b0-41a3-a278-8c649178ec77 (abgefragt 24.06.2025).

[119] Wie etwa sog „NOL“ (net operating loss) Gesellschaften, die als „Hülle” nach dem Verkauf (der Assets oder Anteile an) einer Gesellschaft „zurückbleiben“ können. Siehe für ein Bsp *Financial Times*, How a failed retailer and a tax shield can create an accidental Spac https://www.ft.com/content/c2d0f05e-60b6-434f-9200-eb5719f2e234 (abgefragt 19.02.2024). Zur Sonderform der “SPARCS” siehe im Kapitel 5.2.

[120] Mit einem Anstieg von 43% betreffend Transaktionsvolumen sowohl in den USA als auch in Europa. Vgl *Heeter/Levingston*, US drives rebound in global M&A deals https://www.ft.com/content/60762c47-f6f5-4355-b232-bd1b42e77773 (abgefragt 12.07.2024); *Hoffmann*, 2024 Sees Reawakened Global M&A Activity https://www.nasdaq.com/articles/2024-sees-reawakened-global-ma-activity (abgefragt 13.07.2024).

[121] Siehe *Megaw*, US set for IPO comeback as private equity firms seek to offload holdings https://www.ft.com/content/5dcf3d4e-8e16-470b-b33d-fc73d3043f58 (abgefragt 05.01.2025); *Sakoui/Sen/Wu*, Dealmakers eye $4 trillion-plus M&A haul in 2025 on Trump boost https://www.reuters.com/markets/deals/dealmakers-eye-4-trillion-plus-ma-haul-2025-trump-boost-2024-12-19/ (abgefragt 05.01.2025).

Abzuwarten bleibt, ob die Rekordzahlen der Jahre 2020 und 2021[122] in Zukunft je wieder erreicht werden können, was wohl erst bei anderen makroökonomischen Bedingungen[123] der Fall sein wird und zumindest ein geändertes Zinsumfeld erfordern würde, welches die Aufnahme von Kapital zur Finanzierung von Transaktionen „billiger" machen und alternative Investitionsmöglichkeiten abseits von klassischen „*fixed income*" Anlageformen für Investoren attraktiver machen würde.[124] Auch ein gesteigertes Interesse an Börsengängen im Allg wäre idZ natürlich vorteilhaft.[125] Nichtsdestoweniger kann man davon ausgehen, dass SPACs (va im angloamerikanischen Raum) praktisch nach wie vor vorkommen werden, weil SPACs weiterhin eine attraktive Alternative zu traditionellen Börsengängen darstellen können.[126] Signifikanten makroökonomischen Unsicherheiten zum Trotz, sammelten 44 SPAC-IPOs in den ersten Monaten des Jahres 2025 bereits beachtliche ca USD 9 Mrd ein, was schon fast den Gesamtwert des gesamten Jahres 2024 (57 SPACs mit USD 9,6 Mrd) erreichte.[127]

---

[122] Siehe etwa zur Hochphase der M&A Aktivität *Mantone/Dholakia*, Trillion-dollar M&A run continues https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/research/trillion-dollar-ma-run-continues (abgefragt 28.10.2023).

[123] Insb der Ukraine-Krieg, Sanktionen, Lieferkettenprobleme, wurden für den Rückgang an IPOs und M&A Aktivität verantwortlich gemacht; siehe etwa für eine gute Übersicht *Cameron*, Decline and Fall https://www.ibanet.org/Decline-and-fall (abgefragt 28.10.2023).

[124] *Levingston/Aliaj/Fontanella-Khan*, Dealmaking languishes at decade low on private equity drought https://www.ft.com/content/5491578c-6f7f-4132-a103-740d6a11b234 (abgefragt 30.09.2023); siehe etwa auch zum Problem der geringeren Verfügbarkeit bzw den unattraktiveren Konditionen von Bankkrediten, den höheren Kosten bzw der geringeren Nachfrage für die Ausgabe von Schuldanleihen über die Kapitalmärkte und dem Aufkommen von „Private Credit" *Slaughter and May*, M&A in 2023 https://www.slaughterandmay.com/media/zylahdqb/m-a-in-2023.pdf (abgefragt 28.10.2023); *Lewis/Matera/Patel*, M&A, Professional Perspective - The Rise of Private Credit & Its Impact on Acquisition Dynamics https://www.bloomberglaw.com/external/document/X8GKQD10000000/m-a-professional-perspective-the-rise-of-private-credit-its-impa (abgefragt 28.10.2023); *Gara/Platt/Louch*, Private equity: higher rates start to pummel dealmakers https://www.ft.com/content/8b4a5df6-7f6d-480f-8d20-55793854c37e (abgefragt 01.11.2023); *Hammond*, US venture capital fundraising hits a 6-year low https://www.ft.com/content/cfb186c8-22f4-4a82-b262-f4380a5d82b8 (abgefragt 05.01.2024).

[125] Im Gegensatz zu dem im Jahr 2023 zu beobachtenden Fokus von Private Equity Fonds an sog. Public to Private Transaktionen, siehe etwa *Pwc*, Global M&A Industry Trends in 2023: The Mid Year Update https://www.pwc.at/en/deals/trends.html (abgefragt 28.10.2023); zur allg jedoch eher enttäuschenden Performance einiger Gesellschaften nach in den Medien vielbeachteten IPOs siehe *Levingston/Louch/Megaw*, New listing flops drain optimism for IPO market revival https://www.ft.com/content/f25f42ba-c5ad-4dd7-8436-938a0de76d21 (abgefragt 01.11.2023).

[126] Vgl etwa *White & Case*, https://www.whitecase.com/insight-our-thinking/us-ma-fy-2022-spacs-struggle-regulatory (abgefragt 02.05.2023); *Capolaghi/Farooqui*, SPACs: is the party over? https://www.ey.com/en_lu/private-equity/spacs--is-the-party-over- (abgefragt 02.05.2023); *Khanna*, The IPO is broken: How SPACS are redefining the road to going public https://www.nortonrosefulbright.com/en-gb/knowledge/publications/78e804ee/the-ipo-is-broken-how-spacs-are-redefining-the-road-to-going-public (abgefragt 01.05.2025).

[127] *Steer/Gara*, Small banks fuel revival in blank-cheque Spac deals, https://www.ft.com/content/6eb4b7b6-af96-48a8-ac3a-cea61c5dc0ed (abgefragt 19.05.2025). Siehe auch *Lipschultz*, SPAC Barons Ride Again, This Time With New Investors and Targets https://www.bloomberg.com/news/newsletters/2025-02-20/spac-barons-ride-again-this-time-with-new-investors-and-targets (abgefragt 06.04.2025). Darunter auch einige aufsehenerregende IPOs, wie etwa einer neuen Trump Media SPAC. Siehe etwa *Everson*, Trump Media Executives Launch New SPAC Seeking $179 Million—And Target Crypto, Defense Sectors https://www.forbes.com/sites/zacheverson/2025/03/19/trump-media-spac-renatus-tactical-nunes-swider-ipo/ (abgefragt 06.04.2025).

In Großbritannien wurden bereits mit Wirkung August 2021 spezielle Regelungen für Börsengänge von SPACs geschaffen. Dies va mit dem Ziel den Börseplatz London für Börsengänge attraktiver – va im Vergleich zu Kontinentaleuropa – zu machen.[128] Hier finden sich auch einige Bsp für SPAC-Börsengänge, auch etwa im Jahr 2023 durch den vielbeachteten Börsengang von Miner ACG.[129] In den USA wurden von der SEC Ende März 2022 strengere Regelungen für SPACs eingeführt und damit die davor bestehende weitgehende „Selbstregulierung" aufgegeben.[130] Die Offenlegungspflichten wurden dabei jenen bei traditionellen Börsengängen angenähert.[131] In Deutschland wurde am 25.06.2021 ein Referentenentwurf vorgelegt, welcher im November 2023 als Gesetzesentwurf beschlossen wurde,[132] der im Rahmen des Zukunftsfinanzierungsgesetzes einige Neuerungen bezüglich SPAC-Transaktionen womit ua in den §§ 44-47b BörsG Sonderregelungen schaffen sollte.[133]

Da es in der EU gesamtbildlich derzeit kein spezielles Regelwerk für SPACs gibt, könnte gefragt werden, ob dies einen Wettbewerbsvorteil für die EU bedeutet, wenn sich Gründer einer SPAC für den konkreten Standort und das anwendbare Recht einer solchen Gesellschaft entscheiden müssen. Gleichzeitig kann das Fehlen speziell auf SPACs und deren Besonderheiten zugeschnittener Regelungen kritisch in Bezug auf Gläubigerschutz von Investoren und insb auch vor der Problematik des sog „*forum shopping*" innerhalb der EU gesehen werden. Bereits jetzt ist nämlich zu beobachten, dass selbst jene SPACs, die in Deutschland börsennotiert, sind nach dem Recht von Luxemburg gegründet wurden/ihren Sitz in Luxemburg haben.[134]

---

[128] Vgl *Coletti/Horton/Inness/Poon*, Capital Markets, Professional Perspective - Recent Trends for European SPACs, https://www.bloomberglaw.com/external/document/XCDK8CS000000/capital-markets-professional-perspective-recent-trends-for-europ (abgefragt 02.01.2023).

[129] Der etwa als „Test" (insb vor dem Hintergrund der Nachwirkungen des Brexits) für die Attraktivität des Londoner Kapitalmarkts bezeichnet wurde. Siehe *Hook*, Miner ACG to raise $300mn in test of London's capital markets https://www.ft.com/content/5ddfda0e-2fd1-4e0c-994d-159c79d83d90 (abgefragt 02.07.2023).

[130] *D'Alvia*, From Darkness to Light: A Comparative Study of Special Purpose Acquisition Companies in the European Union, the UK, and the US, Cambridge Yearbook of European Legal Studies (2022) https://www.cambridge.org/core/journals/cambridge-yearbook-of-european-legal-studies/article/from-darkness-to-light-a-comparative-study-of-special-purpose-acquisition-companies-in-the-european-union-the-uk-and-the-us/2A6464EC1117864ACD604B5E046A6916.

[131] Siehe etwa *Barlow/Chitwood/Ellin/Fox/Gasaway/Micheletti/Noel*, De-SPAC Transaction Trends in 2023, https://www.skadden.com/-/media/files/publications/2023/06/de_spac_transaction_trends_in_2023.pdf?rev=a0def9cfccae4a3fa2b31b3efc20e548 (abgefragt 19.08.2023).

[132] Siehe etwa *Deutscher Bundestag*, Bundestag billigt das Zukunftsfinanzierungsgesetz https://www.bundestag.de/dokumente/textarchiv/2023/kw46-de-zukunftsfinanzierungsgesetz-976556 (abgefragt 23.11.2023); *Mehrkha*, Zukunftsfinanzierungsgesetz https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=491a2bb3-c58b-416c-9294-fdde99ae6fce (abgefragt 23.11.2023).

[133] *von der Linden/Schäfer*, Der RefE eines Zukunftsfinanzierungsgesetzes – die wichtigsten Punkte aus aktienrechtlicher Perspektive, DB 2023, 1078 (1080ff).

[134] Siehe bereits oben.

1.6 Problemstellung und Umfang der Arbeit

In Österreich fand bislang noch keine SPAC-Transaktion inklusive Börsengang einer SPAC statt. Da aber die Wiener Börse einer solchen jedoch offen gegenüberzustehen scheint,[135] stellt sich die Frage, ob eine SPAC-Transaktion nach österreichischem Recht zulässig und bejahendenfalls, ob eine solche auch praktikabel wäre. Dies ist umso interessanter vor dem Hintergrund, dass Ende Dezember 2022 ein „Business Combination Agreement" abgeschlossen wurde und im Zuge eines De-SPAC eine österreichische GmbH als übertragende Gesellschaft (Zielgesellschaft) mit einer niederländischen SPAC verschmolzen und dadurch mittelbar am Euronext Amsterdam gelistet werden sollte.[136]

1.7 Forschungsfragen / Zielsetzung

Die gegenständliche Arbeit soll sich auf die Frage nach der möglichen Vereinbarkeit einer SPAC-Transaktion mit geltendem österreichischem Gesellschaftsrecht fokussieren. Dabei scheinen die folgenden Aspekte besonders interessant: die potentielle Unvereinbarkeit von typischen Charakteristika einer SPAC mit dem österreichischen Kapitalgesellschaftsrecht und die Pflichten der Geschäftsleitung einer Kapitalgesellschaft und mögliche Haftungsfragen, die sich in den unterschiedlichen Lebensphasen einer SPAC für Geschäftsleiter ergeben können.

Bereits einleitend wurde der Ablauf einer SPAC-Transaktion dargestellt, die wesentlichen Grundbegriffe erklärt und auf die Motivationsgrundlagen für die Durchführung einer solchen eingegangen. Es ist zunächst mE wesentlich kurz die (österreichischen) kapitalmarkrechtlichen Bestimmungen und Pflichten, die im Rahmen des Börsengangs relevant sind, zu erklären, um eine Grundlage für die Nachvollziehbarkeit der späteren Erörterung der Problemstellung zu schaffen. Vor dem Hintergrund, dass es sich bei De-SPACs häufig um Verschmelzungen (auch grenzüberschreitender Natur) handelt, wird sodann kurz auf die dabei rechtlich anwendbaren und wesentlichen Gläubigerschutzbestimmungen und die EU-rechtlichen Grundlagen in dieser Hinsicht eingegangen.

Den inhaltlichen Schwerpunkt der Arbeit bildet die Analyse der Zulässigkeit der einzelnen SPAC-Charakteristika nach österreichischem Gesellschaftsrecht, sowie mögliche Haftungsfälle für SPAC-Vorstandsmitglieder. Dabei soll auch geklärt werden, ob sich idZ

---

[135] *Kainz*, „Special Purpose Acquisition Vehicle" als IPO-Möglichkeit, Börsenkurier 2021, https://www.wienerborse.at/news/wiener-boerse-news/spacs-im-anflug-auf-die-boersen/ (abgefragt 02.05.2023).

[136] *DORDA*, DORDA begleitet erfolgreichen Wachstumskurs von Croma-Pharma mit erster De-Spac-Transaktion in Österreich, https://www.dorda.at/news/dorda-begleitet-erfolgreichen-wachstumskurs-von-croma-pharma-mit-erster-de-spac-transaktion (abgefragt 05.01.2023); *Extrajournal*, Croma-Pharma macht SPAC-Deal: Die Kanzleien, https://extrajournal.net/2022/12/30/croma-pharma-macht-spac-deal-die-kanzleien/ (abgefragt 05.01.2023); EHC sichert sich mit Sullivan und Schönherr Croma-Pharma, https://www.juve.de/deals/ehc-sichert-sich-mit-sullivan-und-schoenherr-croma-pharma/ abgefragt 29.01.2023). Der De-SPAC mit der niederländischen European Healthcare Acquisition & Growth Company B.V. (EHC) wurde jedoch nicht vollzogen, laut Pressemitteilung von August 2023 aufgrund des „schwierigen Markumfelds". Siehe Croma-Pharma bleibt vorerst österreichisches Privatunternehmen https://www.ots.at/presseaussendung/OTS_20230810_OTS0028/croma-pharma-bleibt-vorerst-oesterreichisches-privatunternehmen (abgefragt 20.12.2023); *Schütze*, Spac-Deal geplatzt – Croma sucht Private-Equity-Partner https://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/arzneimittel-spac-deal-geplatzt-croma-sucht-private-equity-partner/29313092.html (abgefragt 20.12.2023).

Besonderheiten im Gegensatz zu „herkömmlichen" Börsengängen und M&A Transaktionen ergeben. Bei der Analyse der einzelnen Teilaspekte einer SPAC-Transaktion werde ich an den jew Stellen die bereits bestehenden Meinungen in der österreichischen (und hilfsweise allenfalls deutschen) Lit darstellen und versuchen, Parallelen zu ähnlichen Problemen bei anderen Transaktionsformen und Rsp und Literaturmeinungen hierzu zu ziehen. Besonderes Augenmerk soll dabei auf die *ex-ante* potentiell problematischsten Bereiche, nämlich die Einlagenrückgewähr, Regelungen zur freien Verfügbarkeit der Einlagen für die Geschäftsleitung und auf besondere Fragestellungen iZm dem De-SPAC (va wenn es sich dabei um eine Verschmelzung handelt), gelegt werden. Da hier rein thematisch ein großer Bereich an Problemfeldern abgedeckt werden muss, werde ich dabei nur die wesentlichen theoretischen Grundlagen in dem Ausmaß, in dem es erforderlich scheint, um das potentielle Spannungsverhältnis mit dem jew SPAC-Spezifikum evaluieren zu können, darstellen. Da es sich zum Teil um durchaus komplexere Problembereiche handelt, ist jedoch für die Diskussion auch eine gewisse theoretische Grundlage, in stellenweise etwas großzügiger Ausführlichkeit, erforderlich.

Sofern die vorangehende Analyse eine Unvereinbarkeit einzelner Aspekte einer SPAC-Transaktion (*prima vista* potentiell insb mit österreichischem Kapitalerhaltungsrecht) ergeben sollte, soll auch möglichen Alternativen Ausgestaltungsformen der SPAC-Transaktion,[137] bzw den jew „problematischen" Charakteristika Raum gewidmet sein. Im finalen Kapitel werden die wesentlichen Ergebnisse zusammengefasst und soll va einer Conclusio zur Frage der Vereinbarkeit einer SPAC-Transaktion mit österreichischem Recht, insb vor dem Hintergrund von Haftungsfragen der Leitungsorgane, weiterer Raum gewidmet werden.

In der folgenden Arbeit werden einige englischsprachige Begriffe verwendet, was der Tatsache geschuldet ist, dass SPACs sich aus dem US-amerikanischen Raum entwickelt haben. Daher ist es auch möglich, dass einige der typischen Charakteristika konzeptionell nicht exakt mit österreichischen Rechtsbegriffen gleichgesetzt werden können. Nichtsdestotrotz soll sich die vorliegende Arbeit mit österreichischem Recht befassen, weshalb eine Analyse der österreichischen Gesetzesbestimmungen, Rsp und Lit vorgenommen werden wird.

Da SPACs, sollten sie nach österreichischem Recht gegründet werden, va als AGs gegründet werden würden, liegt der Schwerpunkt meiner Ausführungen zu den gesellschaftsrechtlichen Problemstellungen auf dem Recht der Aktiengesellschaften. Insb in den Kapiteln zur Haftung der Geschäftsleiter werden jedoch auch Bestimmungen des GmbHG besprochen,[138] was auch daran liegt, dass auch wenn es sich bei SPACs um AGs (allenfalls SEs) handelt, die Zielgesellschaften durchaus auch eine andere Rechtsform haben können.

Nicht behandelt werden in dieser Arbeit Fragen nach der wirtschaftlichen oder gesellschaftlichen Sinnhaftigkeit oder Rechtfertigung von SPAC-Transaktionen an sich,[139]

[137] Etwa auch Gründung einer luxemburgischen SE oder niederländischen BV, die anschließend an die Wiener Börse gebracht wird. Siehe unten und vgl *Stepan*, ZFR 2022, 583 (588).
[138] Wobei gerade hier die Grundsätze und die wesentlichen Bestimmungen iW gleich sind. Siehe unten Kapitel 4.2.3.1.
[139] Siehe hierzu auch noch im abschließenden Kapitel dieser Arbeit.

diese wurden jedoch einleitend bereits angerissen, um der nachfolgenden rechtlichen Analyse einen Rahmen zu bieten und sinnstiftenden Kontext zu schaffen.

2 Kapitalmarktrechtliche Themen

Da SPACs notwendig börsennotierte Gesellschaften sind, kommt kapitalmarktrechtlichen Aspekten wesentliche Bedeutung im Leben einer SPAC zu. Im folgenden Kapitel werden die interessantesten kapitalmarktrechtlichen Fragestellungen für SPACs aus österreichischer Sicht beleuchtet. Das Übernahmerecht soll dabei bewusst ausgeklammert bleiben, da zwar Konstellationen, in denen dessen Bestimmungen auch für SPACs relevant werden können denkbar sind, jedoch der De-SPAC immer ein (Anteils)Erwerb einer nicht börsennotierten Zielgesellschaft durch die SPAC (und damit die Transaktion quasi in die „umgekehrte" Richtung) sein muss. Dafür wären übernahmerechtliche Bestimmungen nicht relevant.

2.1 EU-rechtliche Grundlagen

Im Gegensatz zur Wiener Börse bietet die Frankfurter Börse öffentlich zugängliche Informationen zu Besonderheiten, die bei einem SPAC-Börsengang zu beachten sind.[140] Allg ist es für einen Börsengang an der Frankfurter Börse erforderlich, dass die Gesellschaft, die die Aktien emittiert, zumindest seit drei Jahren existiert und für die vergangenen drei Geschäftsjahre historische Bilanzen vorweisen kann. Nach § 3 Abs 2 BörsZulV ist es jedoch möglich auch Aktien eines Emittenten zuzulassen, wenn dies nicht der Fall ist, aber die Emission (i) im Interesse des Emittenten (also der SPAC) und (ii) im Interesse des Publikums (also der potentiellen Investoren) liegt.[141] Dies ist nach der Frankfurter Börse erfüllt, sofern die SPAC in ihrem Prospekt die folgenden Informationen bekanntgibt: (i) die wesentlichen Merkmale der Gesellschaft und potentielle Zielgesellschaften, (ii) die Tatsache, dass jede Auszahlung von treuhändig gehaltenen Investorengeldern von den Aktionären mit einer Mehrheit von über 50% genehmigt werden muss und (iii) dass sämtliche Einlagen der Investoren zurückzuzahlen sind, wenn die SPAC innerhalb der maßgeblichen Frist keine Zielgesellschaft findet und die SPAC daher liquidiert wird.[142]

Generell gibt es in Österreich kein besonderes Kapitalmarktregime für SPACs. Für SPACs können die Regelungen der EU-ProspektVO zu beachten sein. Der Wertpapierbegriff der ProspektVO stellt nämlich nicht darauf ab welche unternehmerischen Ziele eine Gesellschaft, die Wertpapiere emittiert oder öffentlich anbietet, verfolgt. Wertpapiere, die von SPACs

[140] Dies im Übrigen schon vor Einführung der Börsenmantelaktiengesellschaft. Dazu im Detail in Kapitel 5.2.
[141] § 3 Abs 2 Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren zum regulierten Markt einer Wertpapierbörse (Börsenzulassungs-Verordnung - BörsZulV). *Hell*, BKR 2021, 26 (29); *D'Alvia,* From Darkness to Light: A Comparative Study of Special Purpose Acquisition Companies in the European Union, the UK, and the US, Cambridge Yearbook of European Legal Studies (2022) https://www.cambridge.org/core/journals/cambridge-yearbook-of-european-legal-studies/article/from-darkness-to-light-a-comparative-study-of-special-purpose-acquisition-companies-in-the-european-union-the-uk-and-the-us/2A6464EC1117864ACD604B5E046A6916.
[142] *Deutsche Börse,* Special Purpose Acquisition Companies (SPAC) https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-en/primary-market/going-public/listing-trends/SPAC; *D'Alvia,* From Darkness to Light: A Comparative Study of Special Purpose Acquisition Companies in the European Union, the UK, and the US, Cambridge Yearbook of European Legal Studies (2022) https://www.cambridge.org/core/journals/cambridge-yearbook-of-european-legal-studies/article/from-darkness-to-light-a-comparative-study-of-special-purpose-acquisition-companies-in-the-european-union-the-uk-and-the-us/2A6464EC1117864ACD604B5E046A6916.

ausgegeben werden, können daher auch Wertpapiere nach Art 2 lit a ProspektVO sein (siehe sogleich).[143]

Die EU-ProspektVO[144] ist in den Mitgliedstaaten der EU unmittelbar anwendbar und ersetzte mit 21.07.2019 die ProspektRL.[145] Wesentliche Regelungsanliegen des EU-Gesetzgebers sind der Anlegerschutz, Markteffizienz und die Stärkung der grenzüberschreitenden Kapitalmärkte auf dem Weg zur Verwirklichung der Kapitalmarktunion.[146] Die VO regelt (Mindest)anforderungen betreffend die Erstellung, den Inhalt, die Billigung und Verbreitung des Prospekts bei öffentlichen Angeboten von Wertpapieren oder Zulassung von solchen zum Handel an einem geregelten Markt durch den „Single Rule Book"-Ansatz (Vollharmonisierung mit punktuellen Wahlrechten der Mitgliedstaaten).[147]

Art 2 lit a ProspektVO schafft keine eigenständige Definition des Wertpapierbegriffs sondern verweist dafür iW auf Art 4 Abs 1 Nr 44 der Richtlinie 2014/65/EU (also auf MiFID II[148]).[149] Nach letzterer Norm umfasst der Begriff „Wertpapier" jedes übertragbare Wertpapier (dh ein auf dem Kapitalmarkt handelbares Wertpapier, zB Anteile an Gesellschaften, wie Personengesellschaften oder anderen Rechtspersönlichkeiten oder diesen gleichzustellende Wertpapiere, Aktien (Inhaber- Namens-, Stamm-, Vorzugs-, Nenn- und Stückaktien), Schuldverschreibungen oder andere verbriefte Schuldtitel und „alle sonstigen Wertpapiere, die zum Kauf oder Verkauf solcher Wertpapiere berechtigen oder zu einer Barzahlung führen, die anhand von übertragbaren Wertpapieren, Währungen, Zinssätzen oder -erträgen, Waren oder anderen Indizes oder Messgrößen bestimmt wird"), ausgenommen sind „Zahlungsinstrumente" (zB Einlagenzertifikate). Damit ist die Handelbarkeit eine wesentliche Voraussetzung, nicht wesentlich für die Qualifikation als Wertpapier ist eine Verbriefung.[150] Aktienoptionen sind dann umfasst, wenn sie frei übertragbar sind (wie dies etwa bei Mitarbeiteroptionen oft nicht der Fall ist, weswegen diese oft auch nicht unter den Wertpapierbegriff der EU-ProspektVO fallen).[151] Nach Art 2 lit b sind außerdem „Dividendenwerte" von den Bestimmungen der EU-ProspektVO umfasst. Dividendenwerte meint „Aktien und andere, Aktien gleichzustellende übertragbare Wertpapiere sowie jede andere Art übertragbarer Wertpapiere, die das Recht verbriefen, bei Umwandlung des Wertpapiers oder Ausübung des verbrieften Rechts die erstgenannten Wertpapiere zu erwerben"[152]. Damit können auch

[143] *Zivny/Mock* (Hrsg), EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 2 EU-ProspektVO Rz 20 (Stand 1.11.2021, rdb.at).
[144] Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG (Text von Bedeutung für den EWR), ABl L 2017/168.
[145] Richtlinie 2003/71/EG ABl L 2003/345.
[146] Für eine gute Übersicht über die Grundpfeiler derselben siehe etwa *Ladler*, Meilensteine der Banken- und Kapitalmarktunion: Re-Regulierung ohne Ordnungsprinzipien?, ZFR 2022, 524.
[147] *Hartmann/Raptis*, Die EU-Prospektverordnung - ein Überblick, ZFR 2019, 502 (502f).
[148] Richtlinie 2014/65/EU 15.05.2014, L 173/349.
[149] Vgl auch etwa *Zivny/Mock*, EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 2 EU-ProspektVO Rz 5.
[150] Ebd. Rz 6ff; vgl auch etwa *Assadi*, Die Frage nach einer allfälligen Prospektpflicht eines Mitarbeiterkapitalbeteiligungsprogramms, ÖBA 2020, 612 (614); *Hartmann/Raptis*, ZFR 2019, 502 (503).
[151] So etwa *Zivny/Mock*, EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 2 EU-ProspektVO Rz 13; *Assadi*, ÖBA 2020, 612 (616).
[152] Art 2 Abs 1 lit b EU-ProspektVO.

Wandelschuldverschreibungen „Dividendenwerte" idS sein. Es sind auch Wertpapiere, mit denen das Recht zum Erwerb einer Aktie oder einem einer Aktie gleichzustellenden Wertpapier umfasst (wie Wandelanleihen). Dabei stellt bei Wandelanleihen oder (auch für SPACs relevant) *naked warrants* das abgetrennte Optionsrecht den Dividendenwert dar, der „Anleihenteil" hingegen einen Nichtdividendenwert (iSd Art 2 lit c, für welche Ausnahmen unter der EU-ProspektVO bestehen)[153]. Wesentlich ist, dass die Wertpapiere „vom Emittenten der zugrunde liegenden Aktien oder von einer zur Unternehmensgruppe dieses Emittenten gehörenden Einrichtung" ausgegeben werden. Damit sind insb solche Optionsrechte, die ein Bezugsrecht von Aktien Dritter gewähren, nicht von der Definition der Dividendenwerte iSd EU-Prospekt-VO umfasst.[154]

„Öffentliches Anbieten" iSd Art 2 lit d EU-ProspektVO meint „eine Mitteilung an die Öffentlichkeit" (wobei es auf deren Form nicht ankommt), welche „ausreichende Informationen" hinsichtlich der Bedingungen des Angebots und der angebotenen Wertpapiere enthält, damit die Anleger in der Lage sein können über Kauf oder Zeichnung der Wertpapiere zu entscheiden.[155] Unter „Öffentlichkeit" wird jedenfalls ein unbestimmter Personenkreis verstanden.[156] Die Mitteilung muss sich an Anleger in einem EU-Mitgliedstaat richten. „Mitteilung" ist als Begriff weit zu verstehen, dabei kann es sich um Anzeigen in Zeitungen oder im Internet, Mitteilungen auf eigenen Websites, via E-Mail, etc, handeln, jedenfalls muss damit aber eine Veräußerungsabsicht des Mitteilenden geäußert werden. Der Inhalt der Mitteilung muss jedenfalls soweit konkretisiert sein, als sich der angesprochene Anleger für den Kauf bzw die Zeichnung entscheiden kann (also insb eine Beschreibung der Wertpapiere, Nennung des Emittenten, Preis).[157]

Die EU-ProspektVO ist anwendbar auf Angebote von Wertpapieren mit einem Gesamtgegenwert von mindestens EUR 1 Mio, wobei die Möglichkeit besteht bei Angeboten, die unter dieser Preisgrenze bleiben würden, freiwillig einen Prospekt aufzustellen (Art 4 ProspektVO). Die Mitgliedstaaten können die Wertgrenze (bis max EUR 8 Mio) erhöhen, wovon Österreich Gebrauch gemacht hat und die Wertschwelle mit EUR 2 Mio angesetzt hat.[158] Für bestimmte öffentliche Angebote sieht Art 1 Abs 4 ProspektVO Ausnahmen von der Pflicht ein Prospekt zu veröffentlichen vor.[159] Dies gilt, wenn sich Wertpapierangebote an qualifizierte Anleger („professionelle Kunden" iSd Anhang II zu MiFID II oder „geeignete Gegenparteien" – „*eligible counterparties*" iSd Art 30 MiFID II wenn diese nicht schriftlich zugestimmt haben

[153] Vgl etwa auch *Zivny/Mock,* EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 2 EU-ProspektVO Rz 25; zu Nichtdividendenpapieren etwa *Hartmann/Raptis,* ZFR 2019, 502 (508); *Zivny/Mock,* EU-ProspektVO/KMG 2019 Art 2 EU-ProspektVO Rz 27.
[154] Vgl etwa auch *Zivny/Mock,* EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 2 EU-ProspektVO Rz 25.
[155] Art 2 lit d EU-ProspektVO.
[156] Vgl etwa *Zivny/Mock,* EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 2 EU-ProspektVO Rz 39; *Kammel,* Die Publizitätsvorschriften des KMG und InvFG, ZFR 2008, 182 (183).
[157] Vgl etwa *Zivny/Mock,* EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 2 EU-ProspektVO Rz 55; *Assadi,* ÖBA 2020, 612 (615).
[158] Vgl etwa auch *Zivny/Mock* (Hrsg), EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 1 EU-ProspektVO Rz 4ff (Stand 1.11.2021, rdb.at); *Assadi,* ÖBA 2020, 612 (618); *Hartmann/Raptis,* ZFR 2019, 502 (503).
[159] Vgl etwa auch *Zivny/Mock,* EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 1 EU-ProspektVO Rz 30ff.

als nichtprofessionelle Kunden behandelt zu werden) oder an weniger als 150 (natürliche oder juristische) Personen pro Mitgliedstaat richten, welche bei jedem einzelnen Angebot Wertpapiere von mindestens EUR 100.000 erwerben oder solche Angebote die eine Mindeststückelung von EUR 100.000 haben oder Angebote von Aktien, welche zum Tausch für schon ausgegebene Aktien der gleichen Gattung emittiert werden, ohne, dass eine Kapitalerhöhung stattfindet oder solche Aktien, die als Dividenden für Aktionäre der gleichen Gattung von Aktien ausgeschüttet werden, sowie Wertpapierangebote an (ehemalige oder gegenwärtige) Führungskräfte oder Arbeitnehmer.[160] Außerdem findet sich in Art 1 Abs 4 lit f und g ProspektVO eine Ausnahme für solche Wertpapiere, die im Zuge einer Übernahme oder einer Verschmelzung oder Spaltung angeboten bzw zugeteilt werden.[161] Bei der Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt gibt es auch (ähnliche) Ausnahmen, nämlich für solche Wertpapiere, die an (ehemalige oder derzeitige) Führungskräfte oder Arbeitnehmer angeboten werden, Aktien, welche im Tausch für schon ausgegebene Aktien der gleichen Gattung ausgegeben werden, ohne, dass eine Kapitalerhöhung stattfindet und Aktien welchen den schon bestehenden Aktionären unentgeltlich angeboten werden oder als Dividenden für Aktionäre der gleichen Gattung von Aktien ausgeschüttet werden, und Wertpapiere der gleichen Gattung welche schon seit über achtzehn Monaten an einem anderen geregelten Markt zum Handel zugelassen sind, wenn die dort geltenden Pflichten eingehalten wurden und eine Prospektzusammenfassung nach Art 7 ProspektVO erstellt wurde.[162] Auch für Wertpapiere, die im Zuge einer Übernahme, Verschmelzung oder Spaltung angeboten wurden, findet sich hier eine Ausnahme.[163]

Bezüglich des Inhalts ist auf Art 6 ProspektVO hinzuweisen, gem dem ein Prospekt alle Informationen zu enthalten hat, die für die Anleger wesentlich sind, um sich ein fundiertes Urteil über:

- die Vermögenswerte und Verbindlichkeiten, die Gewinne und Verluste, die Finanzlage und die Aussichten des Emittenten und eines etwaigen Garantiegebers;
- die mit den Wertpapieren verbundenen Rechte; und
- die Gründe für die Emission und ihre Auswirkungen auf den Emittenten[164]

bilden zu können. Die Art und der Umfang der Informationen richtet sich nach der Art des Emittenten, der Wertpapiere, der Lage des Emittenten „oder ob die Wertpapiere ausschließlich an einem geregelten Markt oder in einem bestimmten Segment eines solchen gehandelt werden sollen, zu dem ausschließlich qualifizierte Anleger zu Zwecken des Handels mit den Wertpapieren Zugang erhalten.“[165] Die Informationen müssen jedenfalls in leicht zu

[160] Vgl etwa auch *Zivny/Mock*, EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 1 EU-ProspektVO Rz 35ff; *Assadi*, ÖBA 2020, 612 (618); *Hartmann/Raptis*, ZFR 2019, 502 (504).
[161] Vgl auch etwa *Zivny/Mock*, EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 1 EU-ProspektVO Rz 55ff.
[162] Vgl etwa auch *Zivny/Mock*, EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 1 EU-ProspektVO Rz 69.
[163] Vgl etwa *Zivny/Mock*, EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 1 EU-ProspektVO Rz 60.
[164] Art 6 Abs 1 lit a-c ProspektVO. Siehe etwa ausführlich *Zivny/Mock*, EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 6 EU-ProspektVO Rz 5ff; *Hartmann/Raptis*, ZFR 2019, 502 (505).
[165] Art 6 Abs 2 ProspektVO.

analysierender, knapper und verständlicher Form präsentiert sein.[166] Über den Aufbau und Inhalt der Prospektzusammenfassung finden sich genaue Anforderungen in Art 7 ProspektVO. Für bestimmte Emissionen und Emittenten führt die ProspektVO vereinfachte Offenlegungspflichten ein, so ist etwa für „Sekundäremissionen" ein vereinfachter Prospekt ausreichend.[167] Vereinfachte Offenlegungspflichten gelten auch für an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassenen Emittenten.[168] Der Prospekt ist auf der Website des Emittenten, des platzierenden oder verkaufenden Finanzintermediärs oder der Website des jew geregelten Markts zu veröffentlichen. Die jew zuständige Behörde des Mitgliedstaates hat den Prospekt an die ESMA zu übermitteln. Von der ESMA wird über eine Online-Datenbank der Öffentlichkeit kostenfreier Zugang zu allen EWR-Prospekten zur Verfügung gestellt.[169]

Im Zuge der Umsetzung der ProspektVO hat der österreichische Gesetzgeber das KMG und das Bundesgesetz über alternative Finanzierungsformen (Alternativfinanzierungsgesetz – AltFG) im Juli 2018 punktuell angepasst.

Im Dezember 2022 wurde von der Europäischen Kommission ein Reformpaket iSe „Listing Acts" vorgeschlagen, das ua einen Verordnungsentwurf zur Änderung der ProspektVO, der Marktmissbrauchs-VO (MAR)[170] und der Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente (MiFIR)[171] enthielt.[172] Dieser EU Listing Act trat am 4. Dezember in Kraft.[173] Daneben gibt es auch einen Richtlinienvorschlag zur Änderung MiFID, zur Aufhebung der Börsenzulassungsrichtlinie und für eine gänzlich neue Richtlinie über Mehrstimmrechtsaktien. Ziele dieses Reformpakets sind ua die Senkung von Kosten für Emittenten, die Steigerung der Attraktivität der Kapitalmärkte, Investitionen, Wirtschaftswachstum und Finanzierungsquellen zu fördern und Arbeitsplätze zu schaffen.[174] Konkret werden dadurch ua Erleichterungen und

[166] So schon Art 6 Abs 2 ProspektVO; vgl auch etwa *Zivny/Mock*, EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 6 EU-ProspektVO Rz 28.
[167] Vgl etwa *Zivny/Mock*, EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 6 EU-ProspektVO Rz 6; *Zivny/Mock* (Hrsg), EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 14 EU-ProspektVO Rz 1 (Stand 1.11.2021, rdb.at); *Hartmann/Raptis*, ZFR 2019, 502 (507).
[168] Vgl etwa *Zivny/Mock*, EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 14 EU-ProspektVO Rz 9; *Geyer/Schelm*, Das neue europäische Prospektrecht - ein Überblick aus Sicht der Praxis, BB 2019, 1731 (1736); *Mark/Wagner*, Die neue EU-Prospektverordnung: Die wichtigsten Änderungen im Prospektregime, ecolex 2020, 7 (10); *Hartmann/Raptis*, ZFR 2019, 502 (507f).
[169] Siehe etwa *Mark/Wagner*, ecolex 2020, 7 (11).
[170] Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl L 2014/173.
[171] Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012 Text von Bedeutung für den EWR, ABl L 2014/173.
[172] Siehe etwa *Barth/Natlacen*, Neue EU-Rechtsakte zur Stärkung der Kapitalmarktunion, GesRZ 2022, 319; *Veil*, Der EU Listing Act, ZFR 2023, 161 (161); *Kaserer*, EU Listing Act - Gute Nachrichten für Wachstumsunternehmen, BB 2023 H 25, I.
[173] *Barth/Hirschler*, GesRZ 2024, 136.
[174] *Veil*, ZFR 2023, 161 (161).

Ausnahmen von der Prospektpflicht für Emittenten geschaffen.[175] Weiters werden Bestimmungen zu sog directors‘ dealings geändert und Erleichterungen bei ad-hoc Meldepflichten geschaffen.[176] Diese Reformvorschläge sind auch vor dem Hintergrund ähnlicher Reformvorhaben im Vereinigten Königreich post-Brexit interessant.[177] Betreffend der ProspektVO zielen die Reformvorschläge in der EU auf eine Kostenreduktion für die Emittenten und gleichzeitig weiterer Standardisierung der Darstellung der Informationen in einfacher und prägnanter Form für die Anleger ab.[178]

2.2 (Besondere) Anforderungen an SPACs

2.2.1 Prospektpflicht

Vor dem Hintergrund gestiegener Aktivität von SPAC-Börsengängen sah sich die ESMA veranlasst im Juli 2021 eine öffentliche Stellungnahme zu publizieren, die sich mit Fragen zur Prospektpflicht und zum Anlegerschutz für und iZm SPACs im Speziellen beschäftigt.[179] Die

---

[175] *Wrusch*, Der EU-Listing Act führt zu signifikanten Vereinfachungen im Prospektrecht https://www.taylorwessing.com/de/insights-and-events/insights/2024/07/corporate-markets-navigator-eu-listing-act (abgefragt 12.07.2024).

[176] Vgl *Barth/Hirschler*, GesRZ 2024, 136.

[177] Wo die FCA im April 2023 einige Reformen vorschlug, um den Londoner Kapitalmarkt va vor dem Hintergrund, dass Börsengänge laut FCA seit 2008 um 40% abgenommen haben, attraktiver für Gesellschaften zu machen. So sollen zukünftig etwa in bestimmten Fällen keine (zustimmenden) Gesellschafterbeschlüsse mehr erforderlich sein und „dual-class stocks“ – also Aktiengattungen mit unterschiedlich ausgestalteten Stimmrechten leichter möglich sein. Siehe *FCA*, https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-proposes-simplify-rules-help-encourage-companies-list-uk (abgefragt 06.05.2023); *Udin*, UK equity fund outflows slow, https://www.ft.com/content/3a64eb96-2c1d-4886-b5f0-80df18a8a821 (abgefragt 06.05.2023). Diese Reformvorschläge, die einen Veröffentlichungs-basierten „Light Touch“ darstellen sollen (s etwa *Tricot/Ellin/Lau*, UK Listing Rules Reform Proposals — The Dawn of a Lighter Touch Regime in London?, https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=f5855e18-cac5-439f-8fbf-7b3db06cb44f (abgefragt 06.05.2023)) waren die Reaktion auf den UK Listings Review von 19. November 2020, abrufbar unter https://www.gov.uk/government/publications/uk-listings-review. Siehe auch etwa *O’Dwyer*, UK financial regulator says listing rules overhaul could lead to more failures https://www.ft.com/content/92954f4e-7b02-4b19-bd5c-8c5214fca9d5 (abgefragt 21.12.2023); *Cohen*, Scrutinising the UK’s new “match fit” listing rule book, https://www.ft.com/content/29da6ddd-16e7-46da-b45f-79531bfce644 (abgefragt 04.01.2024). Diese neuen Regelungen traten, in zT etwas modifizierter Form, am 29. Juli 2024 in Kraft. Wesentlich aus Sicht von SPACs ist, dass fünf neue Klassen von Notierungen geschaffen werden, nämlich auch eine eigene für *shell companies* (SPACs). Auch werden einige der bestehenden Regelungen für SPACs geändert, insb ist in der Satzung der SPAC grundsätzlich eine Frist von 24 Monaten ab Zulassung bis zum Abschluss eines De-SPAC vorzusehen (wobei diese Frist jedoch mehrmals um zwölf Monate verlängert werden kann und allenfalls eine zusätzliche Verlängerung um sechs Monate möglich ist). Für bereits börsennotierte SPACs gelten Übergangsbestimmungen. Siehe zu alledem ausführlich *Smith/Tysoe/Bateman*, UK Listing regime reforms: FCA publishes final version of new Listing Rules https://www.slaughterandmay.com/insights/new-insights/uk-listing-regime-reforms-fca-publishes-final-version-of-new-listing-rules/ (abgefragt 21.07.2024); *Macfarlanes*, The new UK Listing Rules: what does this mean for me? https://www.macfarlanes.com/what-we-think/2024/the-new-uk-listing-rules-what-does-this-mean-for-me/ (abgefragt 21.07.2024) und insb *FCA*, Policy Statement PS24/6, Primary Markets Effectiveness https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps24-6.pdf (abgefragt 21.07.2024).

[178] *Veil*, ZFR 2023, 161 (161f); *Wrusch*, Der EU-Listing Act führt zu signifikanten Vereinfachungen im Prospektrecht https://www.taylorwessing.com/de/insights-and-events/insights/2024/07/corporate-markets-navigator-eu-listing-act (abgefragt 12.07.2024).

[179] *ESMA*, Public Statement - SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations, ESMA32-384-5209; *Schnorbus/Kornack*, Prospektrechtliche Anforderungen an SPACs und andere bestimmte Kategorien von Emittenten (Specialist Issuers), BB 2022, 1667 (1667f).

ESMA-Stellungnahme ist an die jew nationalen zuständigen Behörden der Mitgliedstaaten gerichtet, sollte jedoch auch von Emittenten beachtet werden. Dadurch soll va eine einheitliche Anwendung der EU-rechtlichen Regelungen sichergestellt werden.[180] Zu betonen ist jedoch, dass es sich dabei um Empfehlungen der ESMA handelt, nicht um für die Mitgliedstaaten verbindliche Regelungen. Bewusst war man sich wohl der Dringlichkeit von gewissen Mindeststandards und wollte diese ohne die Durchführung eines längeren Gesetzgebungsverfahrens auf EU-Ebene veröffentlichen.[181]

Was einen Börsengang in Deutschland vor dem Hintergrund der mangelnden historischen Finanzinformationen betrifft, werden SPACs regelmäßig die erwähnten Anforderungen der Frankfurter Börse (Einzahlung Emissionserlös auf ein Treuhandkonto, zeitliche Begrenzung für Durchführung des De-SPAC, Verpflichtung zur Rückzahlung an die Investoren im Falle der Liquidation der SPAC, Kompetenz der Aktionäre über die Durchführung der De-SPAC Transaktion (der Verwendung der Gelder auf dem Treuhandkonto für eine solche), Erfordernis eines Mehrheitsentscheids dafür und genaue Beschreibung des Verwendungszwecks im Prospekt) idR erfüllen, weil es sich dabei genau um die Charakteristika von SPACs handelt.[182]

Grundsätzlich werden auf SPACs die prospektrechtlichen Pflichten der EU-ProspektVO anwendbar sein. Die Aktien gelten als Wertpapiere gem Art 2 lit a EU-ProspektVO. Von der SPAC ausgegebene Optionen werden unter den von der EU-ProspektVO definierten Begriff der Dividendenwerte fallen (bei *naked warrants* jedenfalls die Optionskomponente),[183] jedenfalls sofern diese „übertragbar", also auf einem Kapitalmarkt handelbar, sind. Dies gilt jedoch nur, wenn die[184] bereits erwähnten Schwellenwerte überschritten werden. Wenn der Gesamtgegenwert (also das Volumen der angebotenen Wertpapiere) des Angebots unter EUR 250.000 liegt, besteht aber gar keine Prospektpflicht, im Bereich zwischen EUR 250.000 und EUR 2 Mio müsste ein Informationsblatt nach dem AltFG erstellt werden, im Bereich zwischen EUR 2 Mio und EUR 5 Mio ein vereinfachter Prospekt nach KMG (optional ein Prospekt nach der EU-ProspektVO) mit Billigung der FMA erstellt werden. Darüber müsste ein Prospekt nach der EU-Prospekt-VO (mit FMA-Billigung[185]) erstellt werden.[186]

Die inhaltlichen Anforderungen an den zu veröffentlichenden Prospekt sind nach Art 6 Abs 1 ProspektVO jene, die für die Anleger wesentlich sind, damit sie sich ein fundiertes Urteil über

---

[180] *ESMA*, Public Statement - SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations, ESMA32-384-5209, 1.
[181] *Schnorbus/Kornack*, BB 2022, 1667 (1668).
[182] *Schanz*, NZG 2011, 1407 (1411).
[183] Siehe schon oben und etwa *Zivny/Mock*, EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 2 EU-ProspektVO Rz 25.
[184] Siehe Kapitel 2.1.
[185] Bereits Art 20 der EU-ProspektVO stellt dabei klar, dass ein Prospekt erst dann veröffentlicht werden darf, wenn „die jeweils zuständige Behörde ihn oder alle seine Bestandteile gemäß Artikel 10 gebilligt hat". Die „zuständige Behörde" soll nach Art 20 Abs 2 dem Emittenten innerhalb von zehn Arbeitstagen nach der Vorlage des Prospekts deren Entscheidung hinsichtlich der Billigung des Prospekts mitteilen. In Österreich ist die FMA die national zuständige Behörde dieses Billigungsverfahrens. Eine Übersicht über ebendieses findet sich unter https://www.fma.gv.at/kapitalmaerkte/aufsicht-ueber-kapitalmarktprospekte/billigungsverfahren/. Vgl etwa auch *Zivny/Mock* (Hrsg), EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 20 EU-ProspektVO Rz 1 (Stand 1.11.2021, rdb.at).
[186] Vgl *Assadi*, ÖBA 2020, 612 (618); *Hartmann/Raptis*, ZFR 2019, 502 (503).

„die Vermögenswerte und Verbindlichkeiten, die Gewinne und Verluste, die Finanzlage und die Aussichten des Emittenten und eines etwaigen Garantiegebers", „die mit den Wertpapieren verbundenen Rechte; und" „die Gründe für die Emission und ihre Auswirkungen auf den Emittenten"[187] bilden können. Die allg Pflichten nach der Prospekt-VO werden durch die Delegierte VO 2019/980[188] konkretisiert.[189] Dabei ist auf die Prinzipien der Vollständigkeit, Wesentlichkeit, Aktualität, Objektivität und Klarheit des Prospektrechts zu achten[190], die freilich dazu führen, dass die erforderlichen Angaben an die Besonderheiten der SPAC anzupassen sind. Notwendig sind dafür ua eine genaue Beschreibung der Risikofaktoren (die sich aufgrund der Besonderheiten der SPAC-Transaktion ergeben können), Darstellung der Erwerbsstrategie und einer zumindest abstrakten Beschreibung der Charakteristika der Zielgesellschaft.[191] Da die SPAC keine geprüften historischen Finanzinformationen der vergangenen drei Jahre vorlegen kann, wird zumindest eine geprüfte Eröffnungs- und allenfalls Zwischenbilanz vorzulegen sein, wobei diese naturgemäß vor dem De-SPAC nicht allzu umfangreich sein kann). In der Delegierten VO 2019/980 (Anhang 1 Punkt 18.1.1) ist nämlich vorgesehen, dass historische Finanzinformationen für einen kürzeren Zeitraum, während dem der Emittent tätig war, ausreichend sind.[192] Explizit angesprochen werden SPACs in der Delegierten VO 2019/980 jedoch nicht.[193]

In Erinnerung zu rufen ist jedoch die bereits erwähnte Möglichkeit für Sekundäremissionen, insb für solche Emittenten, deren Wertpapiere für zumindest achtzehn Monate auf einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen waren, lediglich einen vereinfachten Prospekt nach Art 14 EU-Prospekt-VO zu erstellen.[194] Dabei wäre praktisch allenfalls noch fraglich, ob SPACs unter die Definition eines KMUs fallen würden. Nach Art 2 lit f der EU-ProspektVO müssen mindestens zwei der folgenden Schwellenwerte unterschritten werden: durchschnittliche Anzahl der Arbeitnehmer von unter 250, Gesamtbilanzsumme von höchstens EUR 43 Mio, Jahresnettoumsatz von höchstens EUR 50 Mio,[195] was jedoch va vor dem De-SPAC durchaus wahrscheinlich ist, da die SPAC ja nicht operativ tätig ist. KMU-Wachstumsmärkte iSd Art 2 lit w EU-ProspektVO sind die nach Art 33 MiFID II registrierten MTFs (damit etwa in

[187] Art 6 Abs 1 lit a-c EU-ProspektVO; *Weitnauer*, Handbuch Venture Capital[7] (2022) Rn 184.
[188] Delegierte Verordnung (EU) 2019/980 der Kommission vom 14. März 2019 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates hinsichtlich der Aufmachung, des Inhalts, der Prüfung und der Billigung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, und zur Aufhebung der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission, ABl L 2019/166.
[189] Vgl *Zivny/Mock*, EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 6 EU-ProspektVO Rz 8.
[190] Ebd Rz 18f.
[191] *Hell*, BKR 2021, 26 (29).
[192] Ebd; *Weitnauer*, Handbuch Venture Capital[7] (2022), Rn 184; *Schnorbus/Kornack*, BB 2022, 1667 (1668).
[193] *Zivny/Mock*, EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 6 EU-ProspektVO Rz 14.
[194] Siehe schon oben und etwa noch einmal *Hartmann/Raptis*, ZFR 2019, 502 (507).
[195] Relevant ist jew der letzte Jahresabschluss bzw konsolidierte Abschluss. Vgl etwa *Zivny/Mock*, EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 2 EU-ProspektVO Rz 83; *Hartmann/Raptis*, ZFR 2019, 502 (508).

Deutschland das Marktsegment Scale an der Deutschen Börse).[196] In Österreich gibt es für KMUs das Marktsegment direct market plus an der Wiener Börse.[197]

Zur (noch „alten") ProspektVO hat die ESMA Empfehlungen veröffentlicht, die detaillierte Anforderungen für sog „Specialist Issuers" (in Anhang 29 der DelVO 2019/80 sind diese aufgelistet, ua Investmentgesellschaften und Start-Up Unternehmen)[198] enthalten und den nationalen zuständigen Behörden und auch den Emittenten und Anbietern von Wertpapieren als Auslegungshilfe der Regelungen der ProspektVO dienen sollen. Dabei handelt es sich jedoch nicht um einen verbindlichen Rechtsakt. Aufgrund Art 39 DelVO 2019/980 können nationale Behörden jedoch aufgrund der Empfehlungen zusätzliche Angaben von Emittenten und Anbietern von Wertpapieren fordern.

Von der ESMA existieren vor diesem Hintergrund bereits Empfehlungen betreffend „Start-Up Unternehmen". Darunter werden solche Gesellschaften verstanden, die (unabhängig von deren konkretem Tätigkeitsbereich) seit weniger als drei Jahren in ihrer eigenen Branche tätig sind (was gerade auf SPACs zutrifft). Jedoch sollen auch solche umfasst sein, die in den letzten drei Jahren ihre Geschäftstätigkeit verändert haben.[199] Nicht als Start-Up Unternehmen idS qualifiziert werden Gesellschaften, die eine bloße Holdingfunktion ausüben.[200] Zweckgesellschaften, die lediglich zur Ausgabe von Wertpapieren gegründet wurden, sind keine Start-Up Unternehmen idS.[201] Dies bedeutet jedoch noch nicht zwangsläufig, dass SPACs keinesfalls Start-Up Unternehmen idS sein können, da SPACs ja nicht dauerhaft keine Geschäftstätigkeit entfalten und nicht rein zur Ausgabe von Wertpapieren gegründet werden.[202]

Die Empfehlungen umfassen ausschließlich Regelungen für Prospekte betreffend Aktien (dabei aber jedes öffentliche Angebot, das der Prospektpflicht unterliegt), nicht auch für Anleihen oder sonstige Schuldverschreibungen, Derivate etc.[203] Inhaltlich sollen nach den ESMA-Empfehlungen im Grunde va als „Zusatzinformation" für Start-Up Unternehmen eine Erläuterung von Geschäftsplan und strategischen Zielen der Gesellschaft in den Prospekt inkludiert werden. Darin kann eine Gewinnprognose enthalten sein. Jedenfalls wird dies eine Ausführung zu den Grundlagen von operativer und strategischer Planung va hinsichtlich der Umsatzentwicklung, neuer Produkte, Services, Dienstleistungen und die Auswirkung davon in den folgenden beiden Geschäftsjahren umfassen. Außerdem soll der Prospekt auch (ua) Angaben zu einer Abhängigkeit der Geschäftstätigkeit der Gesellschaft von bestimmten Personen (Schlüsselpersonen), derzeitige und potentielle künftige Wettbewerber, inwiefern die Geschäftstätigkeit auf eine beschränkte Anzahl an Kunden oder Lieferanten eingeschränkt ist,

[196] Siehe etwa *Zivny/Mock*, EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 2 EU-ProspektVO Rz 127.
[197] Siehe noch näher unten und etwa *Wiener Börse*, Einfacher Kapitalmarkt-Einstieg für KMU – direct market plus https://www.wienerborse.at/listing/boersegang-ipo/directmarketplus/ (abgefragt 13.01.2024).
[198] *Schnorbus/Kornack*, BB 2022, 1667 (1668).
[199] *ESMA*, ESMA update of the CESR recommendations, ESMA/2013/319, Rn. 136; Vgl *Schnorbus/Kornack*, BB 2022, 1667 (1669).
[200] *Schnorbus/Kornack*, BB 2022, 1667 (1669) verweist ua auf CESR, CESR/05-055b, Rn. 87.
[201] *Schnorbus/Kornack*, BB 2022, 1667 (1669); ESMA, ESMA/2013/319, Rn. 136.
[202] *Schnorbus/Kornack*, BB 2022, 1667 (1669).
[203] *ESMA*, ESMA/2013/319, Rn. 134; Vgl *Schnorbus/Kornack*, BB 2022, 1667 (1669).

Vermögensgegenstände, die im Eigentum Dritter stehen, die aber für den Geschäftsbetrieb notwendig sind, enthalten. Außerdem kann ein Bewertungsgutachten zu Produkten und Dienstleistungen der Gesellschaft in den Prospekt inkludiert werden. Sofern das Start-Up Unternehmen noch keinen geprüften Jahresabschluss hat, ist ein geprüfter Zwischenabschluss in den Prospekt aufzunehmen (bestehend jedenfalls aus Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung und Erläuterungen).[204]

Auch wenn SPACs ganz grundsätzlich von der Definition des Start-Up Unternehmens iSd ESMA-Empfehlungen umfasst sein könnten, kann die Anwendbarkeit letzterer auf SPACs bezweifelt werden. Dies gestützt va auf die ESMA-Stellungnahme zu SPACs (näher sogleich unten), die „Specialist Issuers" (wie „Start-Up Unternehmen") gar nicht erwähnt. Dies kann so verstanden werden, dass es sich bei SPACs eben nicht um „Start-Up Unternehmen" handeln soll.[205] Wohl unzutreffend wäre aber die Schlussfolgerung, dass die mangelnde Erwähnung dahingehend zu verstehen ist, dass die Stellungnahme zu SPACs abschließende Regelungen für die erforderlichen Angaben in Prospekten für SPACs enthält. Dies schon, weil die ESMA-Stellungnahme selbst klarstellt, dass die dort enthaltenen Angaben nicht als abschließender Anforderungskatalog zu verstehen ist.[206]

Die bereits erwähnte Stellungnahme, die spezifisch für SPACs veröffentlicht wurde, enthält einen Abschnitt mit Empfehlungen, adressiert an die national zuständigen Behörden, welche Mindestangaben, die in den Anhängen der DelVO 2019/980 enthalten sind, bei SPACs besonders wesentlich sind. Im zweiten Abschnitt sind solche darüber hinausgehende Angaben enthalten, die die Behörden verlangen sollen, weil praktisch „wahrscheinlich" („*likely*") erforderlich.[207] Dabei war sich die ESMA wohl der Besonderheit einer Investition in SPACs für Anleger bewusst.[208]

Die ESMA betont, dass betreffend SPACs Angaben zu den Sponsoren, der Governance, Abwicklung der Treuhandkonten, Ausgestaltung der spezifischen Risikofaktoren, der Strategie und zur Abwicklung der SPAC erforderlich sein werden.[209] Die Darstellung der Risikofaktoren soll nach der ESMA die Interessenkonflikte, die bei SPAC-Transaktionen „inhärent" sind, die Governance der SPAC, die Entscheidungsprozesse rund um den De-SPAC und jede mögliche zukünftige Verwässerung, die etwa aus der Ausübung der Optionsrechte oder iZm der Finanzierung des De-SPAC entstehen können, enthalten. In Bezug auf Strategie und Ziele sollen die Mitgliedstaaten ua sicherstellen, dass die Kriterien für die Findung der Zielgesellschaft, die konkreten Herausforderungen und Aussichten beschrieben werden.[210] Außerdem sollen auch Angaben zur Erfahrung und den Aktivitäten der Führungs-,

[204] *Schnorbus/Kornack*, BB 2022, 1667 (1670).
[205] So auch *Schnorbus/Kornack*, BB 2022, 1667 (1671).
[206] *ESMA*, Public Statement - SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations, ESMA32-384-5209, 7; *Schnorbus/Kornack*, BB 2022, 1667 (1671).
[207] *Schnorbus/Kornack*, BB 2022, 1667 (1672).
[208] Vgl etwa *Zivny/Mock* (Hrsg), EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 16 EU-ProspektVO Rz 15 (Stand 1.11.2021, rdb.at).
[209] *Zivny/Mock*, EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 6 EU-ProspektVO Rz 14.
[210] *ESMA*, Public Statement - SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations, ESMA32-384-5209, 3.

Verwaltungs- und Aufsichtsorgane der SPAC gemacht werden. Die Informationen zu den Interessenkonflikten sollen Angaben zu ebensolchen in ua den folgenden Situationen enthalten: wenn die Gründer ihr Investment verlieren, wenn kein De-SPAC durchgeführt wird, wenn es Vereinbarungen mit den Gründern gibt, gemäß denen diese über ihre Anteile oder Optionsscheine nicht uneingeschränkt verfügen können, wenn die Möglichkeit besteht, dass die SPAC in Gesellschaften, die in Verbindung zu den Gründern stehen, investiert oder, wenn die Gründer oder mit diesen verbundene Personen nicht verpflichtet sind, die Identität von potentiell identifizierten Zielgesellschaften mit der SPAC zu teilen und diese Zielgesellschafter selbst akquirieren könnten.[211] Dies ist wohl auch vor dem Hintergrund zu sehen, dass größtmögliche Transparenz für Investoren sichergestellt werden soll (va keine möglichen Interessenkonflikte verschleiert werden sollen).[212] Genaue Informationen zur Aktien- und Optionsscheinstruktur der SPAC sind erforderlich, sowie über Austrittsrechte und sonstige Rechte, denen die Gesellschafterversammlung iZm der Akquisition der Zielgesellschaft zustimmen muss (inkl den erforderlichen Mehrheiten). Weiters erforderlich sind Angaben zu den wesentlichen Gesellschaftern, zu etwaigen Rechtsgeschäften mit nahestehenden Parteien oder etwaigen Leistungen zwischen Emittent und den Gründern nahestehenden Personen. Wenn der Emittent weiß, dass die erwarteten Erlöse der Emission nicht ausreichen, um den geplanten De-SPAC zu finanzieren, ist eine Schätzung und Angabe der Quellen der benötigten Mittel erforderlich. Daneben sind noch Angaben erforderlich ob wesentliche Gesellschafter oder Mitglieder des Verwaltungs-, Führungs- oder Aufsichtsorgans beim Bezug der ausgegebenen Wertpapiere partizipieren sollen. Schließlich sind auch Angaben zum Preis der ausgegebenen Wertpapiere erforderlich.[213] Die ESMA betont auch, dass die Anforderungen an Prospekte zwischen den Mitgliedstaaten unterschiedlich sein können und die Liste an erforderlichen Informationen nicht abschließend zu verstehen ist, sondern die nationalen Behörden Zusätzliches vorsehen können.[214] Beispielhaft nennt die ESMA noch Angaben zur zukünftigen Vergütung der Gründer und zu deren möglichen zukünftigen Funktionen nach dem De-SPAC mit der Zielgesellschaft, zukünftige Beteiligungen der Gründer, künftige Änderungen in der Governance der SPAC nach dem De-SPAC und zu möglichen Szenarien, falls die Gründer keine passende Zielgesellschaft finden.[215]

Für die Anleger lässt sich aus Art 6 EU-ProspektVO kein individueller Anspruch auf Vollständigkeit ableiten. Erfüllt ein Emittent die Anforderungen des Art 6 nicht, können diese nicht die Erstellung eines (neuen/korrigierten) vollständigen Prospekts verlangen, sondern sind auf Prospekthaftungsansprüche beschränkt.[216] Für SPACs, die gegen Verpflichtungen aufgrund der EU-ProspektVO verstoßen, bedeutet dies aber noch nicht, dass für diese keine

[211] *ESMA*, Public Statement - SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations, ESMA32-384-5209, 4.
[212] Siehe weiter unten in Kapitel 4.5.1.6 noch zu möglichen Interessenskonflikten der Geschäftsführung.
[213] *ESMA*, Public Statement - SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations, ESMA32-384-5209, 5f.
[214] *ESMA*, Public Statement - SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations, ESMA32-384-5209, 7.
[215] Ebd.
[216] *Zivny/Mock*, EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 6 EU-ProspektVO Rz 42.

verwaltungsrechtlichen Sanktionen drohen. Bereits Art 38 Abs 1 lit a EU-ProspektVO sieht verpflichtend umzusetzende Sanktionsmaßnahmen für die jew EU-Mitgliedstaaten vor. Dabei handelt es sich um Mindestbeträge für Geldstrafen, Veröffentlichung der verstoßenden Person und der Art des Verstoßes (*naming and shaming*) und die Anordnung an die verstoßende Person den Verstoß einzustellen.[217] In Österreich finden sich die konkreten Strafbestimmungen in § 15 KMG (§ 15 Abs 1 Z 1 für Verstöße gegen die Pflicht zur Prospektveröffentlichung und § 15 Abs 1 Z 2 KMG für Verstöße iZm dem erforderlichen Informationsgehalt von Prospekten).[218] Neben Strafen gegen die juristische Person ist über § 15 Abs 2 iVm § 9 Abs 1 VStG[219] auch eine Strafbarkeit der zur Vertretung der juristischen Person befugten Personen möglich.[220] Sanktionsbehörde ist die FMA.[221] Erwähnt sei, dass in Deutschland der Referentenentwurf zum Zweiten Zukunftsfinanzierungsgesetz eine (geringfügige) Anpassung der korrespondierenden deutschen Bestimmungen vorsieht (Ersetzung des Wortlauts „hinreichend begründeter Verdacht" von Verletzungen von Pflichten nach WpPG oder ProspektVO durch „Anhaltspunkte" für ebensolche).[222]

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass sich für SPACs praktisch zu zumindest zwei Zeitpunkten eine Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts ergeben wird, nämlich zum einen beim eigenen Börsengang und zum anderen im Rahmen der De-SPAC Transaktion. Beim für den eigenen Börsengang zu erstellenden Prospekt ist zu beachten, dass die SPAC noch keine finanzielle Historie hat und auch keine operative Geschäftstätigkeit beschreiben kann. Sobald eine Zielgesellschaft identifiziert wurde und die Verhandlung der Eckpunkte eines De-SPACs abgeschlossen ist, wird ein weiterer Prospekt zu erstellen sein. Dies wird jedenfalls notwendig sein, für die im Zuge der De-SPAC ausgegebenen neuen Aktien an der SPAC (an Altgesellschafter der Zielgesellschaft), die zum Handel am regulierten Markt zugelassen werden sollen. Sofern dies zeitlich erst nach der Durchführung des De-SPAC erfolgt, ist die emittierende Gesellschaft bereits die aus der De-SPAC hervorgehende übernehmende Gesellschaft. Wenn dies zeitlich davor geschieht, etwa nach Abschluss des Verschmelzungsvertrags aber noch vor Closing, dann ist Emittentin noch die SPAC.[223]

Aus praktischer Sicht sind diese ESMA-Empfehlungen für SPACs sicherlich zu begrüßen und insb Transparenzbedürfnisse verständlich. Dass aber verbindliche, einheitliche Regelungen in den Mitgliedstaaten vorteilhaft wären, ist offensichtlich.

---

[217] Vgl etwa auch *Zivny/Mock* (Hrsg), EU-ProspektVO/KMG 2019[3] Art 38 EU-ProspektVO Rz 1ff (Stand 1.11.2021, rdb.at); *Hartmann/Raptis*, ZFR 2019, 502 (508).
[218] Vgl etwa *Zivny/Mock* (Hrsg), EU-ProspektVO/KMG 2019[3] § 15 KMG Rz 12ff (Stand 1.11.2021, rdb.at).
[219] Verwaltungsstrafgesetz 1991 – VStG, BGBl. Nr. 52/1991.
[220] Vgl etwa *Zivny/Mock*, EU-ProspektVO/KMG 2019[3] § 15 KMG.
[221] Ebd. Rz 3.
[222] Was jedoch nach dem deutschen Gesetzgeber keine Änderung des Verdachtsmaßstabs bedeuten soll; vgl etwa *Kuthe*, Der Referentenentwurf eines Zweiten Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (ZuFinG II), BB 2024, 2371.
[223] *Schnorbus/Kornack*, BB 2022, 1667 (1671).

2.2.2 SPACs als Alternative Investmentfonds

Fraglich könnte sein, ob SPACs als alternative Investmentfonds („**AIF**“) im Sinne der AIFMD[224] zu qualifizieren sein könnten. In Österreich regelt das Alternatives Investmentfonds Manager-Gesetz[225], die Tätigkeit von AIFs (bzw von deren „Managern“ – AIFM).[226] Das Gesetz knüpft also am Verwalter des Fonds als Produkt an.[227] Dabei definiert § 2 Abs 1 Z 1 AIFMG den AIF als jeden „Organismus für gemeinsame Anlagen einschließlich seiner Teilfonds, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren, ohne dass das eingesammelte Kapital unmittelbar der operativen Tätigkeit dient, und keine Genehmigung gemäß Art 5 der Richtlinie 2009/65/EG[228] benötigt“. Ein AIFM ist nach § 2 Abs 1 Z 2 AIFMG „jede juristische Person, deren reguläre Geschäftstätigkeit darin besteht, einen oder mehrere AIF zu verwalten.“[229]

Für die Verwaltung eines AIF ist eine Konzession der FMA erforderlich, es sei denn gewisse Schwellenwerte in Bezug auf das verwaltete Vermögen werden nicht überschritten (in welchem Fall lediglich eine Registrierungsanzeige, also eine bloße Mitteilung, erforderlich ist).[230] Dabei ist der Unterschied in der Praxis aufgrund der erheblichen Compliance-Anforderungen an konzessionspflichtige AIF nicht unwesentlich.[231]

Aufgrund der weiten Definition (welche jener des Art 4 Abs 1 der Richtlinie 2011/61/EU entspricht) wurde in der internationalen Praxis vereinzelt bereits über eine Anwendbarkeit des AIF-Begriffs auf SPACs diskutiert.[232] Dabei ist die Definition des europäischen Gesetzgebers wohl bewusst weit gewählt worden. Nach den Erwägungsgründen der Richtlinie sind viele Anlagestrategien für Anleger mit Risiken verbunden und soll ein Rahmen geschaffen werden, mit dem es möglich ist, die Verschiedenartigkeit der Anlagestrategien zu berücksichtigen und

[224] 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 Text von Bedeutung für den EWR, ABl L 2011/174.
[225] Alternatives Investmentfonds Manager-Gesetz, BGBl I r. 135/2013 (AIFMG).
[226] Daneben wurden zur Umsetzung der Richtlinie auch Änderungen im InvFG und ImmoInvFG vorgenommen, vgl etwa *Majcen/Zahradnik*, Stärken und Schwächen der österreichischen Regulierung von AIF und AIFM, ÖBA 2023, 632 (633).
[227] Vgl etwa *Schinerl/Berghuber*, Venture Debt, ÖBA 2023, 33 (35).
[228] Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. 7. 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl L 2009/302, 32.
[229] Vgl auch etwa *Sieder*, ÖBA 2022, 501 (501); *Schinerl/Berghuber*, ÖBA 2023, 33 (35).
[230] §§ 4ff AIFMG; siehe auch *FMA*, AIF & Verwalter Alternativer Investmentfonds https://www.fma.gv.at/investmentfonds-und-verwaltungsgesellschaften/aif-verwalter-alternativer-investmentfonds/ (abgefragt 09.12.2023); *Sieder*, ÖBA 2022, 501 (501); *Schinerl/Berghuber*, ÖBA 2023, 33 (35).
[231] Vgl etwa *Sieder*, ÖBA 2022, 501 (501f).
[232] *Clifford Chance*, SPACs in Europe https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2021/02/spacs-in-europe.pdf (abgefragt 08.12.2023); *Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP*, FCA Releases Policy Statement on New Rules for SPACs, 28. 7. 2021 https://www.skadden.com/insights/publications/2021/07/fca-releases-policy-statement (abgefragt 09.12.2023); *Sieder*, ÖBA 2022, 501 (501).

den Risiken entgegenzuwirken.[233] Nicht relevant für die Anwendbarkeit der Regelungen sein soll in welcher Rechtsform der AIF betrieben wird und ob dieser börsennotiert ist oder nicht, oder es sich um einen offenen oder geschlossenen Fonds handelt.[234]

In der österreichischen Lit finden sich zur Frage der Anwendbarkeit der AIF-Regularien auf SPACs noch kaum Beiträge.[235] Dabei ist interessant, dass die SPAC ja von einer Mehrzahl an „Investoren" Gelder einsammelt, die „festgelegte Anlagestrategie" könnte in dem De-SPAC mit einer Zielgesellschaft (und der zwischenzeitlichen treuhändigen Verwahrung) gesehen werden. Hervorgehoben wird in der Lit jedoch auch generell, dass in der Praxis meist die Qualifikation als AIFM dadurch vermieden wird, dass eine operative Tätigkeit oder Selbstverwaltung durch die Anleger vorgesehen wird.[236]

Von der ESMA wurde am 16.12.2022 ein Q&A veröffentlicht, in dem auf die Frage der Anwendbarkeit der AIFMD auf SPACs eingegangen wurde. Die ESMA hebt dort zunächst hervor, dass es hierbei auf die konkrete Ausgestaltung der SPAC und eine Einzelfallbetrachtung ankommt. Sodann werden die typischen Merkmale einer SPAC aufgezählt, bei deren Vorliegen ein Hinweis darauf besteht, dass die SPAC kein AIF ist:

- die SPAC nimmt im Zuge des Börsengangs nicht Kapital auf um es auf Basis einer klar festgelegten Investitionsstrategie zu investieren;
- (nahezu) das gesamte beim Börsengang aufgenommene Kapital wird für die Finanzierung des De-SPAC verwendet;
- nach dem De-SPAC verfolgt die SPAC einen kommerziellen oder industriellen Zweck.[237]

Die gängige Praxis in Ländern wie Frankreich, Luxemburg, oder den Niederlanden (wo SPACs bislang in Europa va ihren Sitz hatten) scheint SPACs nicht als AIFs zu qualifizieren. Begründet wird dies etwa damit, dass die SPAC einen kommerziellen oder industriellen (also unternehmerischen) Zweck und nicht einen bloßen Investitionszweck und eine Investitionsstrategie mit dem Ziel eine Rendite zu generieren hat und die SPAC-Erlöse nicht nach „eigenem Ermessen" investiert werden, sondern den Anteilseignern wesentlicher Einfluss beim De-SPAC zukommt.[238]

Dies kann freilich auch anders gesehen werden. Nichts desto weniger, ist die AIFMD EU-weit anwendbar und würden wohl auch österreichische Behörden zum selben Schluss wie ihre französischen, niederländischen und luxemburgischen Pendants kommen (auch wenn dies bis

[233] ErwGr 3 Richtlinie 2011/61/EU.
[234] ErwGr 6 Richtlinie 2011/61/EU.
[235] Explizit hervorgehoben sei hier *Sieder*, ÖBA 2022, 501, der die Frage zumindest anspricht.
[236] *Sieder*, ÖBA 2022, 501 (501).
[237] *ESMA*, Questions and Answers Application of the AIFMD ESMA34-32-352, 14. Juni 2023 abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-32-352_qa_aifmd.pdf.
[238] *Association for Financial Markets in Europe*, European SPACs https://www.lw.com/admin/upload/SiteAttachments/European SPACs Guide to Regulatory Obligations 2022-3.pdf (abgefragt 08.12.2023).

zu einer praktischen Klärung naturgemäß ungewiss ist), dies insb auch vor dem Hintergrund der oben erwähnten ESMA-Position. Dabei wird mE dem Argument, dass die „Investition" der SPAC die Verschmelzung bzw der Beteiligungserwerb einer wirtschaftlich tätigen Gesellschaft ist. Wird eine (Allein)Beteiligung an der Zielgesellschaft erworben, ändert sich der Zweck der SPAC in die Entwicklung der Geschäftsstrategie über die Zielgesellschaft. Aber auch ansonsten liegt der alleinige Zweck der SPAC nicht in der Erwirtschaftung von (wiederkehrenden) Renditen für Investoren durch eine klar festgelegte Investitionsstrategie – der De-SPAC wird nicht als eine solche sein.[239] SPACs sollten daher regelmäßig nicht als AIF qualifiziert werden.

Hinzuweisen ist aber auch darauf, dass SPACs so konstruiert werden könnten, dass sie jedenfalls unter eine der Ausnahmen der AIFM Regulatorien zu fallen.[240] So finden sich in Art 3 der Richtlinie Ausnahmen (neben jener der Schwellenwerte, bei deren mangelnder Überschreitung lediglich eine Registrierung bei der zuständigen Aufsichtsbehörde vorgesehen ist) für Holdinggesellschaften. Genauer gesagt ist die Richtlinie nicht anwendbar auf AIFM, die einen oder mehrere AIF verwalten, wobei einziger Anleger entweder der AIFM selbst, die Mutter- oder Tochtergesellschaften des jew AIFM oder andere Tochtergesellschaften ebendieser Muttergesellschaften sind, wenn keiner jener Anleger selbst ein AIF ist.[241]

2.2.3 SPACs als Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW)

Zu untersuchen ist kurz, ob SPACs als UCITS (*Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*) (bzw in der deutschen Fassung der Richtlinie „Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW)") nach der OGAW-Richtlinie[242] zu qualifizieren sein können. In Österreich ist das OGAW-Rahmenwerk im InvFG[243] umgesetzt.[244]

Dabei sind UCITS bzw OGAW nach Art 1 der Richtlinie solche Organismen „deren ausschließlicher Zweck es ist, beim Publikum beschaffte Gelder für gemeinsame Rechnung nach dem Grundsatz der Risikostreuung in Wertpapiere und/oder andere in Artikel 50 Absatz 1 genannte liquide Finanzanlagen zu investieren und deren Anteile auf Verlangen der Anteilinhaber unmittelbar oder mittelbar zu Lasten des Vermögens dieser Organismen zurückgenommen oder ausgezahlt werden.". Auch hier handelt es sich um eine relativ weite

[239] Vgl auch *Association for Financial Markets in Europe*, European SPACs https://www.lw.com/admin/upload/SiteAttachments/European SPACs Guide to Regulatory Obligations 2022-3.pdf (abgefragt 08.12.2023).
[240] Vgl C*lifford Chance*, SPACs in Europe https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2021/02/spacs-in-europe.pdf (abgefragt 08.12.2023).
[241] Art 3 Abs 1 Richtlinie 2011/61/EU.
[242] Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (Neufassung) (Text von Bedeutung für den EWR), *OJ L 302*.
[243] Bundesgesetz über Investmentfonds (Investmentfondsgesetz 2011 – InvFG 2011), BGBl. I Nr. 2011/77.
[244] Vgl etwa *Schinerl/Berghuber*, ÖBA 2023, 33 (35).

Definition. Die Qualifikation von SPACs als OGAW aufgrund der Richtlinie bleibt jedoch nach derzeitigem Stand fraglich und wurde von der ESMA nicht abschließend klargestellt.[245]

Die zweite notwendige Voraussetzung des Art 1 der Richtlinie (Rückzahlbarkeit auf Verlangen der Investoren) wird bei SPACs typischerweise erfüllt sein. Schon fraglicher wird jedoch sein, ob der ausschließliche Zweck der SPAC in der Investition der von den Investoren eingesammelten Gelder in Wertpapiere (wobei erwähnt werden muss, dass nach der Definition der Richtlinie auch Aktien oder aktienähnliche Papiere unter den Begriff „Wertpapier" fallen[246]) und/oder andere der in Art 50 Abs 1 der Richtlinie genannten Finanzanlagen (dort genannt sind ua Anteile an anderen nach der Richtlinie zugelassenen UCITS, Wertpapiere und Geldmarktinstrumente, die an einem geregelten Markt eines Mitgliedstaates gehandelt werden, abgeleitete Finanzinstrumente = Derivate) nach dem Grundsatz der Risikostreuung liegt. Zu beachten ist, dass ein OGAW in Österreich nur als „Sondervermögen" gemäß § 46 InvFG errichtet werden kann, wobei das Sondervermögen in „in Wertpapieren verkörperte Anteile zerfällt und im Miteigentum der Anteilinhaber"[247] stehen muss. Dieses „Sondervermögen" hat dabei keine eigene Rechtspersönlichkeit.[248] Das Sondervermögen, wird von einer Verwaltungsgesellschaft verwaltet. Die Anteilsinhaber haben kein Recht auf Disposition über das Vermögen und können auch keine Teilungsklage erheben. Sie können lediglich ihre Anteile jederzeit zurückgeben.[249] Eine privatautonome Ausgestaltung des gesetzlich so determinierten Sondervermögens wird wegen des sachenrechtlichen Typenzwangs als unzulässig gesehen.[250]

Damit ist festzuhalten, dass in Österreich SPACs an sich nicht als OGAW zu qualifizieren sein würden, weil sie kein „Sondervermögen", das der Disposition der Anteilsinhaber entzogen ist sind und der ausschließliche Zweck der SPAC nicht in der Investition in Wertpapiere oder Finanzanlagen nach dem Grundsatz der Risikostreuung liegt.

Allenfalls könnten SPACs „Verwaltungsgesellschaften" von OGAWs als Sondervermögen gemäß § 46 InvFG sein. Verwaltungsgesellschaften sind in § 3 Abs 2 Z 1 InvFG definiert als „jede Gesellschaft gemäß § 5 oder Art. 6 der Richtlinie 2009/65/EG, deren reguläre Geschäftstätigkeit in der Verwaltung von OGAW gemäß § 2 und gegebenenfalls von Alternativen Investmentfonds (AIF) […] besteht.".[251] Dabei liegt in der gemeinsamen Portfolioverwaltung (dh nicht für individuelle Anleger) die reguläre Tätigkeit der Verwaltungsgesellschaft.[252] Sollten SPACs als Verwaltungsgesellschaften von OGAW qualifiziert werden, würde dies gem § 5 InvFG die Pflicht zur Erlangung einer Konzession nach

[245] *D'Alvia*, From Darkness to Light: A Comparative Study of Special Purpose Acquisition Companies in the European Union, the UK, and the US, Cambridge Yearbook of European Legal Studies (2022) https://www.cambridge.org/core/journals/cambridge-yearbook-of-european-legal-studies/article/from-darkness-to-light-a-comparative-study-of-special-purpose-acquisition-companies-in-the-european-union-the-uk-and-the-us/2A6464EC1117864ACD604B5E046A6916 (abgefragt 21.12.2023).
[246] Siehe Art 2 Abs 1 lit g Richtlinie 2011/61/EU.
[247] § 2 Abs 2 InvFG.
[248] § 46 InvFG.
[249] *Leixner*, Investmentfondsgesetz 2011 (2011) § 46.
[250] Ebd.
[251] § 3 Abs 2 InvFG; vgl auch Art 2 Abs 1 lit b Richtlinie 2009/65/EG.
[252] *Leixner*, Investmentfondsgesetz 2011 (2011) § 3.

dem BWG durch die FMA bedeuten.[253] Eine solche Pflicht würde für Verwaltungsgesellschaften (SPACs) mit Sitz in Österreich, deren Kerntätigkeit die Anlageverwaltung, also Disposition über das der Verwaltungsgesellschaft überlassene Fondsvermögen, ist, gelten. Die Kommentare nennen als Bsp hierfür den Kauf- und Verkauf von Finanzinstrumenten.[254] Nun kann man diskutieren, ob der „Kauf und Verkauf" von Wertpapieren, Derivaten, etc die Kerntätigkeit einer SPAC darstellen würde. Soweit ersichtlich, wurde diese Frage von der FMA (noch) nicht geklärt. Jedenfalls unproblematisch idS wäre die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen, da dies gem § 5 Abs 2 Z 1 lit b InvFG als eine „administrative Tätigkeit" einer Verwaltungsgesellschaft jedenfalls erlaubt ist.[255] Die Frage, ob SPACs konzessionspflichtige Verwaltungsgesellschaften von OGAW sind wäre natürlich va deswegen interessant, weil eine solche Pflicht zusätzlichen administrativen Aufwand für SPAC-Gründer in Österreich darstellen würde[256] (und allenfalls auch wegen der logischen ob der gesamte Tätigkeitsbereich von SPACs als Verwaltungsgesellschaft iSd § 5 Abs 2 InvFG erlaubt wäre). Von der Frage, ob SPACs als OGAW zu qualifizieren sind, ist die Frage, ob OGAWs als Investoren in SPACs investieren können zu unterscheiden. Letztere Frage wurde etwa von der Luxemburger Aufsichtsbehörde CSSF (*Commission de Surveillance du Secteur Financiere*) bei Einhaltung gewisser Voraussetzungen ausdrücklich bejaht.[257]

2.2.4 Anwendbarkeit der PRIIP-VO

Auf die Optionsscheine, die von der SPAC ausgegeben werden, ist die MiFID II VO[258] anwendbar.[259] Dabei ist hervorzuheben, dass SPACs ihre „*units*" meist nur professionellen Kunden und geeigneten Gegenparteien anbietet. Nichtsdestotrotz sind diese Optionsscheine (idR nach einer gewissen Zeit von etwa 30-40 Tagen) an der Börse selbständig handelbar und daher auch Kleinanlegern zugänglich.[260]

---

[253] Vgl § 5 Abs 1 InvFG. Zu den Anforderungen siehe § 6 InvFG.

[254] Vgl *Karas/Schneckenleitner/Waldherr* in *Dellinger* (Hrsg), Bankwesengesetz – Kommentar (12. Lfg 2024) § 1 Abs 1 BWG Rz 136 mit Verweis auf *Oppitz* in *Macher/Buchberger/Kalss/Oppitz* (Hrsg), InvFG[2] § 5 Rz 21 (Stand 1.11.2013).

[255] Vgl auch *Karas/Schneckenleitner/Waldherr* § 1 Abs 1 BWG Rz 137.

[256] Die FMA trifft ab vollständigem Vorliegen aller Urkunden und Informationen eine Entscheidungspflicht innerhalb von sechs Monaten. Laut eigenen Angaben der FMA ist die Dauer des Verfahrens von Art und Komplexität des Geschäftsmodells, der Organisations- und Gesellschafterstruktur und der Mitwirkung der Antragsteller abhängig. Siehe *FMA*, Information für Konzessionswerber, https://www.fma.gv.at/finanzdienstleister/wertpapierdienstleister/information-fuer-konzessionswerber/ (abgefragt 18.09.2024).

[257] Siehe *Linklaters*, Eligibility of SPACs for UCITS funds https://www.linklaters.com/en/knowledge/publications/alerts-newsletters-and-guides/2021/december/20/eligibility-of-spacs-for-ucits-funds (abgefragt 10.12.2023).

[258] Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25. April 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie, ABl L 2017/87.

[259] *ESMA*, Public Statement - SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations, ESMA32-384-5209, 2.

[260] Siehe schon in der Einleitung und etwa *Joser*, NZG 2022, 991 (993).

Sollen von der SPAC ausgegebene Wertpapiere an der Wiener Börse handelbar sein, sind die Zulassungsvoraussetzungen der §§ 38ff BörseG zu beachten.[261] Für Schuldtitel iSd § 1 Z 6 BörseG treffen Emittenten die zusätzlichen Pflichten des § 121 BörseG.[262]

Die Optionsscheine könnten als PRIIPs nach der PRIIP-VO[263] („*Packaged Retail and Insurance-Based Investment Products*" oder in der deutschen Fassung der VO: „verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte") zu qualifizieren sein, wie dies auch die ESMA allg für Anleihen, die ein Umtausch- oder Bezugsrecht vermitteln, wie Options- oder Wandelanleihen, sieht.[264] Es handelt sich bei diesen PRIIPS um Anlageprodukte, die sich an Kleinanleger richten.[265] Dabei schwankt der dem Kleinanleger als Investor dieser „verpackten Anlageprodukte" auszuzahlende Betrag entsprechend der Entwicklung von einem oder mehreren konkreten Vermögenswert(e), die selbst nicht direkt vom Kleinanleger erworben werden. Dabei kann es sich um Fondsanteile, Derivate, Wandelanleihen oder andere Instrumente handeln. Ausgenommen sind etwa direkt vom Kleinanleger gehaltene Aktien oder Staatsanleihen. „Versicherungsanlageprodukte" sind solche bei denen der Fälligkeits- bzw Rückkaufswert zumindest teilweise Marktschwankungen ausgesetzt ist, zB index- und fondsgebundene Lebensversicherungen.[266] Die Rechtsform der Anlage ist irrelevant und die Definition in Art 4 Abs 1 der PRIIP-VO bewusst weit gefasst, was Umgehungskonstruktionen verhindern soll.[267] Unter gewissen Voraussetzungen (nämlich konkret bei der bereits angesprochenen Abhängigkeit von Kursschwankungen) können nach Ansicht der europäischen

[261] Vgl etwa *Edelmann* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka* (Hrsg), AktG Taschenkommentar (2019) § 174 AktG Rz 68; *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 174 Rz 90; *Fidler* in *Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner* (Hrsg), BörseG/MAR § 38 BörseG Rz 12ff (Stand 1.8.2019, rdb.at); *Wolfbauer* in *Gruber* (Hrsg), BörseG 2018/MAR I § 38 Rz 4ff (Stand 1.7.2020, rdb.at).

[262] *Edelmann* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 174 AktG Rz 69; *Nicolussi* in *Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner* (Hrsg), BörseG/MAR § 121 BörseG Rz 2ff (Stand 1.8.2019, rdb.at); *Moser* in *Gruber* (Hrsg), BörseG 2018/MAR I § 121 Rz 1ff (Stand 1.7.2020, rdb.at). Zu *naked warrants* im Speziellen noch näher unten Kapitel 4.3.2.

[263] Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. November 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP), ABl L 2014/352, 1.

[264] So sind etwa Umtauschanleihen, CoCo Bonds, Optionen, Futures oder Swaps umfasst, nicht hingegen etwa Aktien oder Staatsanleihen. Siehe ESMA-Leitlinien zu komplexen Schuldtiteln und strukturierten Einlagen vom 4. 2. 2016, ESMA/2015/1787, 9 zitiert nach *Wilfling*, Ausgewählte rechtliche Aspekte der PRIIP-Verordnung, ZFR 2017, 525 (526f). Auch nicht umfasst sein sollen solche Anlageprodukte, die kein derivatives Element haben sollen, siehe *Wilfling*, ZFR 2017, 525 (527).

[265] *European Commission*, Key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs) https://finance.ec.europa.eu/consumer-finance-and-payments/retail-financial-services/key-information-documents-packaged-retail-and-insurance-based-investment-products-priips_en (abgefragt 11.05.2023); vgl auch etwa *Wilfling/Komuczky*, Die Haftung für verpackte Anlageprodukte und Versicherungsanlageprodukte nach der PRIIP-Verordnung, ÖBA 2017, 697 (697); *Rirsch/Dämon/Tomanek*, PRIIP-VO – Der vergessene Anwendungsbereich – Veranlagungen nach KMG und Crypto-Assets, ÖBA 2020, 37 (40).

[266] *Wilfling/Komuczky*, ÖBA 2017, 697 (697); *Ramharter*, PRIIP-VO: Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte, VbR 2018, 10 (12).

[267] *Rirsch/Dämon/Tomanek*, ÖBA 2020, 37 (40).

Aufsichtsbehörden auch Unternehmensanleihen („*Corporate Bonds*“) in den Anwendungsbereich der PRIIP-VO fallen.[268]

Hervorzuheben ist bei SPACs jedoch, dass die ausgegebenen *warrants*, keine Anleihen idS sind, sondern ein bloßes Bezugsrecht vermitteln (*naked warrants*).[269] Auf solche Optionsscheine wäre die PRIIP-VO wohl nicht anwendbar, wären diese daher keine „verpackten Anlageprodukte“.[270] Freilich ist jedoch denkbar, dass von der SPAC abgesehen davon sonstige Instrumente ausgegeben werden (etwa solche, bei denen zusätzlich zum Wandlungsrecht auch eine Schuldkomponente gegeben ist, wobei der rückzahlbare Betrag Schwankungen, wie zuvor beschrieben, ausgesetzt ist), welche sehr wohl als Anleihe zu qualifizieren sind. Die Aktien der SPAC selbst sind idR keine PRIIPS. Das Rückzahlungsprofil ist dabei auch nicht „derivativ“, also abhängig von Anlagenwerten, die nicht direkt vom Anleger erworben werden.[271]

Zentrales Regelungsanliegen der Verordnung ist die Schaffung von Mindeststandards eines Informationsdokuments, welches potentiellen Anlegern in einfacher und klar verständlicher Art wesentliche Informationen über das konkrete Produkt liefern soll.[272] Wenn es sich bei Produkten um PRIIPs handelt, müssen Emittenten – also SPACs – ein sog *Key Information Document* (KID) bzw Basisinformationsblatt erstellen und den Kleinanlegern kostenlos zur Verfügung zu stellen (auf deren Website veröffentlichen). Dabei handelt es sich um ein (max) drei-seitiges (Basisinformations)Dokument, das den Kleinanlegern Informationen über die wesentlichsten Eigenschaften des Produkts, die Risiken und Kosten bieten soll. Das Formular ist bei Änderungen der Angaben laufend zu aktualisieren.[273] Die genaueren Anforderungen an die Form und den Inhalt dieses Prospekts ergeben sich aus Art 6ff PRIIP-VO. Allg muss das Basisinformationsblatt präzise, redlich, klar und nicht irreführend sein. Es soll möglichst kurz und prägnant (nicht länger als drei A-4 Seiten lang) sein. Enthalten sein müssen ua die Art des PRIIP, dessen Ziele und die zur Erreichung derselben eingesetzten Mittel, die Laufzeit des Produkts (wenn bekannt), der Kleinanlegertyp, an den das Produkt vermarktet werden soll und auch (in einem eigenen Abschnitt) eine Beschreibung des Risiko-/Renditeprofils (inkl ua den

[268] Vgl dazu etwa ausführlich *Gruber*, Sind Unternehmensanleihen PRIPs?, wbl 2020, 199; kritisch dazu auch etwa *Wilfling*, ZFR 2017, 525f.
[269] Siehe dazu noch näher im Kapitel 4.3.2.
[270] Und natürlich auch keine „Versicherungsanlageprodukte“.
[271] Dies ist jedenfalls auch die Ansicht der britischen FCA, siehe *FCA*, PRIIPs – Scope Rules and amendments to Regulatory Technical Standards, PS22/2 (March 2022) abrufbar unter https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps22-2.pdf. Keine abschließende Beurteilung wird in *Association for Financial Markets in Europe*, European SPACs https://www.lw.com/admin/upload/SiteAttachments/European SPACs Guide to Regulatory Obligations 2022-3.pdf (abgefragt 11.05.2023) vorgenommen.
[272] Vgl etwa *Kammel*, PRIIP-Verordnung – über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte, ÖBA 2021, 64 (64).
[273] Vgl etwa *Association for Financial Markets in Europe*, European SPACs https://www.lw.com/admin/upload/SiteAttachments/European SPACs Guide to Regulatory Obligations 2022-3.pdf (abgefragt 11.05.2023); *Schranz*, Die Position der europäischen Aufsichtsbehörden zur PRIIP-Verordnung im Rahmen der EU-Strategie für Kleinanleger, ZVers 2023, 2; *Barth/Natlacen*, Überarbeitung des PRIIP-Basisinformationsblattes, GesRZ 2019, 372; *Ramharter*, VbR 2018, 10 (13); *Gruber*, wbl 2020, 199 (200).

Gesamtrisikoindikator, mögliche Performanceszenarien, den höchstmöglichen Verlust an Kapital, Informationen über die Bedingungen von Renditen).[274]

Die PRIIP-VO enthält selbst auch Regelungen zu zivil- und verwaltungsrechtlichen Sanktionen für PRIIP-Hersteller. Der zentrale Haftungstatbestand findet sich in Art 11 der VO. Eine zivilrechtliche Haftung kommt in Frage, wenn das Basisinformationsblatt oder dessen Übersetzung irreführend, oder ungenau ist, mit den relevanten Stellen der (vor)vertraglichen Dokumente[275] nicht übereinstimmt, oder nicht den Anforderungen an den Inhalt eines Basisinformationsblatts nach Art 8 entspricht. Dabei hat ein Kleinanleger, der einen Anspruch nach dieser Bestimmung geltend machen will, nachzuweisen, dass ihm aufgrund dieser Umstände im Vertrauen auf ein solches Basisinformationsblatt bei einer Investition in das konkrete PRIIP ein Verlust entstanden ist. Gelingt dies, soll er nach nationalem Recht Schadenersatz vom Hersteller des PRIIP verlangen können.[276] Dabei sind die Begriffe „Verlust" und „Schadenersatz" nach Art 11 Abs 3 (und siehe auch ErwGr 23) der VO entsprechend dem jew nationalen Recht nach den Bestimmungen des internationalen Privatrechts auszulegen und anzuwenden.[277] Sonstige nicht von der VO geregelte Aspekte, verbleiben der Regelung des jew nationalen Rechts (etwa allg Haftungsvoraussetzungen aber auch zB Verjährung) vorbehalten.[278] Die Haftung des Herstellers ist damit nur teilharmonisiert worden.[279] Es handelt sich um eine zivilrechtliche Prospekthaftung, wobei der PRIIP-Hersteller für Vorliegen einer Haftung die Mangelhaftigkeit des Basisinformationsblatts entweder gekannt hat oder gekannt haben musste (also eine Verschuldenshaftung nach österreichischem Recht).[280]

Verwaltungsrechtliche Sanktionsvorschriften finden sich in Kapitel 5 der VO (Art 22ff). Danach sollen die Mitgliedstaaten „Vorschriften für angemessene verwaltungsrechtliche Sanktionen und Maßnahmen"[281] für Verstöße gegen die Verpflichtungen nach der PRIIP-VO festlegen. Die Sanktionen haben „wirksam, verhältnismäßig und abschreckend"[282] zu sein. Die nationalen zuständigen Behörden haben eng zusammenarbeiten um die Erreichung der Ziele der VO unter Anwendung der verwaltungsstrafrechtlichen Sanktionen sicherzustellen und ihre Maßnahmen untereinander zu koordinieren.[283] Die konkreten Sanktionen verwaltungsrechtlicher Natur, die die national zuständigen Behörden in Entsprechung nationalen Rechts zu verhängen befugt sind, sind in Art 24 der PRIIP-VO geregelt (ua ein Verbot ein PRIIP zu vermarkten, eine Verbotsverfügung der Bereitstellung eines nicht den Anforderungen der VO genügenden Basisinformationsblatts und eine Verpflichtung vorzusehen ein neues Basisinformationsblatt zu veröffentlichen, sowie Geldstrafen für PRIIP-

[274] Art 8 der VO (EU) Nr. 1286/2014.
[275] Art 11 Abs 1 der VO (EU) Nr. 1286/2014 und vgl auch etwa *Wilfling/Komuczky*, ÖBA 2017, 697 (697).
[276] Art 11 Abs 2 VO (EU) Nr. 1286/2014; vgl etwa *Wilfling*, ZFR 2017, 525 (529).
[277] Vgl etwa auch *Wilfling/Komuczky*, ÖBA 2017, 697 (697).
[278] ErwGr 23 der VO (EU) Nr. 1286/2014; vgl auch etwa *Wilfling/Komuczky*, ÖBA 2017, 697 (697).
[279] ErwGr 23 der VO (EU) Nr. 1286/2014; vgl auch etwa *Wilfling/Komuczky*, ÖBA 2017, 697 (699).
[280] *Wilfling*, ZFR 2017, 525 (529).
[281] Art 22 Abs 1 VO (EU) Nr. 1286/2014.
[282] Ebd.
[283] Art 22 Abs 2 VO (EU) Nr. 1286/2014.

Hersteller zu verhängen).[284] Die Mitgliedstaaten können aber auch zusätzliche Sanktionen und höhere Geldstrafen vorsehen.[285] Nach österreichischem Recht können im Falle von juristischen Personen Geldstrafen in Höhe von bis zu EUR 5 Mio bzw 3% des jährlichen Gesamtumsatzes und gegen verantwortliche natürliche Personen nach § 9 VStG Geldstrafen bis zu EUR 700.000 im Falle von Verstößen gegen Verpflichtungen der PRIIP-VO verhängt werden.[286] Den Mitgliedstaaten soll es außerdem freistehen, strafrechtliche Sanktionen, die dem Anlegerschutz dienen sollen, zu erlassen.[287] Sofern Verstöße nach den Vorschriften eines Mitgliedstaats bereits unter strafrechtlicher Sanktion stehen, sind Mitgliedstaaten frei davon abzusehen diese auch unter verwaltungsstrafrechtliche Sanktionen zu stellen.[288]

In der PRIIP-VO sind keine Regelungen zu Behördenzuständigkeiten in den jew Mitgliedstaaten enthalten.[289] Zuständige Aufsichtsbehörde, die die Einhaltung der Verpflichtungen nach der PRIIP-VO gem § 3 Abs 1 PRIIP-Vollzugsgesetz[290] beaufsichtigen soll, ist für Kreditinstitute, Versicherungsunternehmen, Wertpapierfirmen, Verwaltungsgesellschaften nach dem InvFG, Kapitalanlagegesellschaften nach dem ImmoInvFG und AIFM die FMA, für Versicherungsvermittler die Gewerbebehörden.[291] Für sonstige Rechtsträger (wie konkret auch österreichische SPACs wären) wurde seitens der FMA vorgeschlagen die Bezirksverwaltungsbehörden als Gewerbebehörden als zuständige Aufsichtsbehörden agieren zu lassen.[292] Die von der FMA rechtskräftig verhängten Sanktionen und ergriffenen Aufsichtsmaßnahmen sind zu veröffentlichen („*naming and shaming*“) und an die europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) zu übermitteln.[293]

2.2.5 Eigengeschäfte von Führungskräften

Das 3. Kapitel der Marktmissbrauchsverordnung (Market Abuse Regulation[294], „MAR“) enthält bestimmte Offenlegungsvorschriften. Gem § 19 MAR sind Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen, und in enger Beziehung zu ihnen stehende Personen verpflichtet dem Emittenten bestimmte Transaktionen unverzüglich zu melden (sog „*Directors' Dealings*“). Meldepflichtig sind Eigengeschäfte mit Anteilen, Schuldtiteln, Derivaten und sonstigen mit Anteilen oder Schuldtiteln verbundenen Finanzinstrumenten. Dadurch soll va die Marktintegrität und Gleichbehandlung der Anleger gewährleistet und ein

[284] Art 24 Abs 1 VO (EU) Nr. 1286/2014.
[285] Art 24 Abs 3 VO (EU) Nr. 1286/2014.
[286] *Wilfling*, ZFR 2017, 525 (529). Die konkreten in Österreich anwendbaren verwaltungsstrafrechtlichen Sanktionen finden sich in § 5 und § 6 PRIIP-VollzugsG. Vgl auch *Ramharter*, PRIIP-VollzugsG: Neues zum Vertrieb von Versicherungsanlageprodukten und Altersvorsorgeverträgen, ZFR 2018/136 (277).
[287] Art 22 Abs 1; ErwGr 31 VO (EU) Nr. 1286/2014.
[288] Art 22 Abs 1 (EU) Nr. 1286/2014.
[289] Vgl etwa *Rirsch/Dämon/Tomanek*, ÖBA 2020, 37 (43).
[290] Bundesgesetz, mit dem das Bundesgesetz über das Wirksamwerden der Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP-Vollzugsgesetz) erlassen und das Finanzmarktaufsichtsbehördengesetz geändert wird, BGBl. 2018/15.
[291] Vgl etwa *Rirsch/Dämon/Tomanek*, ÖBA 2020, 37 (43); *Gruber*, wbl 2020, 199 (201).
[292] Vgl *Gruber*, wbl 2020, 199 (201) mit Verweis auf *Rirsch/Dämon/Tomanek*, ÖBA 2020, 43.
[293] *Ramharter*, ZFR 2018, 275 (278).
[294] Verordnung (EU) Nr 596/2014.

Informationsvorsprung von Führungskräften möglichst ausgeglichen werden.[295] Marktteilnehmern soll dadurch die Möglichkeit eröffnet werden, mitzuverfolgen welche Führungskräfte in welchem Umfang und zu welchem Preis Finanzinstrumente des Emittenten erwerben.[296] Die relevanten Begriffe werden in Art 3 Abs 1 MAR definiert.[297]

Insb da vom Anwendungsbereich dieser Meldepflicht jedes von der Gesellschaft ausgegebene Fremdkapitalinstrument umfasst ist,[298] ist diese Bestimmung auch für SPACs und deren Vorstandsmitglieder relevant.

Führungskräfte sind zunächst durch Emittenten schriftlich über diese Meldepflicht zu informieren. Folglich besteht insb für Vorstandsmitglieder (Personen, die in enger Beziehung zu diesen stehen) eine Meldepflicht gegenüber dem Emittenten und der FMA, wenn sie Wertpapiere der SPAC über EUR 5.000 (Betrag muss innerhalb eines Kalenderjahres überschritten werden) erwerben. Die Meldung erfolgt – unverzüglich aber spätestens drei Geschäftstage nach dem entsprechenden Verpflichtungsgeschäft - mittels Formular, welches im Anhang zur DuVO (EU) 2016/523 zu finden ist. Es besteht außerdem für den Emittenten – also insb auch die SPAC – die Pflicht die Meldung in bestimmten Medien zu veröffentlichen.[299] Es sind bei der relevanten Betragsschwelle Eigengeschäfte von Führungskräften und von mit diesen in enger Verbindung stehenden Personen nicht zusammenzurechnen.[300]

Bereits in Art 30ff der MAR und in § 155ff BörseG sind bestimmte Strafbestimmungen, welche bei Verletzung der Meldepflichten anwendbar sind, zu finden. Va Geldstrafen können verhängt werden.[301]

Neben der genannten Meldepflicht findet sich in Art 19 der MAR ein Verbot für Führungskräfte innerhalb von 30 Tagen vor der Veröffentlichung von Jahresabschluss oder Zwischenbericht (sog „*Closed Period*“) Eigengeschäfte im oben erwähnten Sinn. In Art 19 Abs 12 MAR finden sich bestimmte Ausnahmen von diesem Handelsverbot.[302] Das Verbot gilt grundsätzlich unabhängig davon, ob Insiderinformationen genützt werden.[303]

Die Relevanz dieses Verbots sollte auch für SPAC-Vorstandsmitglieder nicht unterschätzt werden, da für an der Wiener Börse gelistete Gesellschaften (Halb)Jahresfinanzberichte,

---

[295] *Hartlieb/Simonishvili*, Directors‘ Dealings nach der Marktmissbrauchsverordnung, ZFR 2015, 61 (61); *Hartlieb*, Das Handelsverbot des Art 19 Abs 11 MarktmissbrauchsVO (MAR) – zum Umgang mit Informationsvorsprüngen von Führungskräften, wbl 2019, 661 (663f).

[296] Die Wiener Börse hält detaillierte Statistiken zu Directors‘ Dealings zur Verfügung, abrufbar unter https://www.wienerborse.at/marktdaten/statistiken/directors-dealings/ (abgefragt 04.05.2025). Zu den Auswirkungen siehe *Brauneis/Rohner*, Marktreaktionen auf Eigengeschäfte von Führungskräften am Österreichischen Kapitalmarkt, ÖBA 2019, 178.

[297] *Rathammer/Sam*, Ad-hoc- und Directors' Dealings-Verpflichtungen im MAR Regime, ÖBA 2016, 436.

[298] *Hartlieb/Simonishvili*, ZFR 2015, 61 (62).

[299] *Rathammer/Sam*, ÖBA 2016, 436.

[300] *Wilfling*, Directors' Dealings: Welche Pflichten Aufsichtsräte treffen, Aufsichtsrataktuell 2017 H 1, 16.

[301] *Hartlieb/Simonishvili*, ZFR 2015, 61 (65); *Rathammer/Sam*, ÖBA 2016, 436.

[302] *Hartlieb*, wbl 2019, 661 (662ff); *Hartlieb/Simonishvili*, ZFR 2015, 61 (64); *Rathammer/Sam*, ÖBA 2016, 436; *Wilfling*, Aufsichtsrataktuell 2017 H 1, 16.

[303] *Hartlieb*, wbl 2019, 661 (662ff); *Hartlieb/Simonishvili*, ZFR 2015, 61 (64).

Zwischenberichte, Quartalsberichte und natürlich Jahresabschlüsse offenzulegen haben. Daraus folgend besteht für SPAC-Vorstandsmitglieder jedenfalls vier Monate im Kalenderjahr[304] ein Handelsverbot in Finanzinstrumenten der SPAC. Dies ist zum einen bereits für Aktien der SPAC, aber insb auch für von dieser ausgegebene Optionsscheine relevant. Hingewiesen sei darauf, dass SPAC-Vorstandsmitglieder, nach der typischen Ausgestaltung, selbst von Beginn an Aktien der SPAC halten würden. Entsprechend dem erwähnten Handelsverbot, dürften SPAC-Vorstandsmitglieder ihre Aktien jew innerhalb eines Zeitraums von 30 Tagen vor der Veröffentlichung der erwähnten Berichte nicht veräußern. Dies bedeutet eine – neben der ohnehin meist bestehenden Lock-Up Periode während derer eine Veräußerung (bereits vertraglich) der Aktien für die Vorstandsmitglieder nicht erlaubt ist[305] – beachtenswerte Einschränkung.

Der EU Listing Act sieht einige Änderungen für *Directors' Dealings* vor und wird ua eine Erhöhung der Schwellenwerte und die Möglichkeit für Emittenten in Einzelfällen vom Handelsverbot während *Closed Periods* abzusehen, bestimmen.[306]

2.2.6 Insiderhandel

Unter Insiderhandel wird die Nutzung von Insiderinformationen zum eigenen oder fremden Vorteil verstanden. Art 14 lit a und b MAR verbieten den Abschluss und das Verleiten zu Insidergeschäften.[307] Ein Wissensvorsprung soll nicht dazu genutzt werden, um sich gegenüber anderen einen Vorteil zu verschaffen.[308]

Dabei sind Insiderinformationen „nicht öffentlich bekannte präzise Informationen, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen"[309]. Beurteilt wird, ob ein unbestimmter Personenkreis von der Information Kenntnis hat.[310] Es muss ein direkter oder indirekter Bezug der Information zum Emittenten vorliegen. Die Information muss präzise sein, dh so spezifisch sein, dass ein Marktteilnehmer dadurch mögliche Kursauswirkungen realistisch einzuschätzen in der Lage ist.[311] Dabei sind auch zukünftige Ereignisse mögliche Insiderinformationen. Dabei wird vertreten, dass der Eintritt des Ereignisses mit überwiegender Wahrscheinlichkeit (über 50%) absehbar sein

[304] *Hartlieb/Simonishvili*, ZFR 2015, 61 (64) mit Verweis auf *Seibt/Wollenschläger*, Revision des Marktmissbrauchsrechts, AG 2014, 593 (602).
[305] Siehe dazu bereits in der Einleitung, Kapitel 1.2.
[306] Siehe etwa *Sieder/Baumgartner*, EU Listing Act: MAR-Änderungen aus Sicht der Praxis, ZFR 2025, 15 (19).
[307] Siehe zuletzt auch etwa BVwG W148 2265908/20231/15E = ZFR 2023/189 (414).
[308] *Schrank*, Directors' Dealings: Wann darf das Management mit Aktien handeln?, CFOaktuell 2011, 107 (107).
[309] Art 7 Abs 1 MAR.
[310] BVwG W148 2265908/20231/15E = ZFR 2023/189 (414); *Divjak* in *Höpfel/Ratz* (Hrsg), WK² § 163 BörseG Rz 15 (Stand 15.1.2024, rdb.at); *Spatz* in *Petsche/Mair* (Hrsg), Handbuch Compliance³ (2019) Kapitalmarktcompliance, 374.
[311] Vgl etwa *Divjak*, § 163 BörseG Rz 15; *Lobnik*, Shadow Trading und Insiderrecht, GesRZ 2023, 315 (315); *Barth*, Der Zwischenschritt, GesRZ 2017, 312.

muss.[312] Schließlich muss die Information Kursrelevanz, also die Eignung den Kurs erheblich zu beeinflussen, haben. Verwendet wird auch der Begriff „Handelsanreiz". Dabei wird darauf abgestellt, ob ein verständiger Anleger die Information wahrscheinlich seiner Anlageentscheidung zugrunde legen würde.[313]

Umfasst sind von diesem Verbot alle Finanzinstrumente, die an geregelten Märkten, MTF oder OTC gehandelt werden. Ausgenommen sind iW nur solche über bestimmte Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen des Emittenten erworbene Aktien.[314]

Der Anwendungsbereich des Art 14 MAR ist insb für Vorstandsmitglieder und Aktionäre, die aufgrund ihrer Stellung als solche über Insiderinformationen verfügen, eröffnet. Wesentlich ist, dass es idZ zu einer Beweislastumkehr kommt und sich der Handelnde durch Widerlegung der Kausalität der Kenntnis der Insiderinformation für den Abschluss der Transaktion freibeweisen kann.[315] Wenn beide Parteien die Insiderinformation kennen, kommt das Verbot aber nicht zur Anwendung. Genauso wenig, wenn der Kaufentschluss schon vor Kenntnis der Insiderinformation gefasst wurde.[316]

Der Missbrauch von Insiderinformationen bildet ein sowohl strafrechtliches (siehe nur § 163 BörseG[317]), als auch verwaltungsstrafrechtliches Delikt, in schweren Fällen droht eine Freiheitsstrafe von sechs Monaten bis fünf Jahren.[318] Dabei gelten die Strafbestimmungen auch für außerbörsliche Transaktionen (OTC).[319] Für die Vorstandsmitglieder ist hier zu beachten, dass Verwaltungsstrafen gem § 9 VStG verhängt werden (bestimmte können gem § 156 BörseG gegen den Emittenten selbst verhängt werden).

Das Verbot des Insiderhandels trifft auch SPAC-Vorstandsmitglieder ganz wesentlich. Es wird diesen verboten sein, Insiderinformationen beim Abschluss eines Rechtsgeschäfts nutzen. Dabei kommt insb der Erwerb von Aktien oder Optionsscheinen der SPAC in Betracht. Dabei sind Insiderinformationen vielerlei Art denkbar. Insb iZm dem (geplanten) De-SPAC können dabei solche Personen, die vor der Öffentlichkeit über kursrelevante Informationen verfügen, finanziell lukrative Geschäfte tätigen. Dabei sind bei SPACs nachvollziehbarerweise

---

[312] Vgl etwa *Martin/Ritz*, Die Aufschubentscheidung nach Art. 17 Abs. 4 MMVO bei Gerüchten im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen, IWRZ 2022, 195 mit Verweis ua auf *BaFin*, Emittentenleitfaden, Modul C, 10 https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_modul_C.pdf?__blob=publicationFile&v=5 (abgefragt 01.05.2023).

[313] Vgl etwa *Divjak* in *Höpfel/Ratz* (Hrsg), § 163 BörseG Rz 15 mit Verweis ua auf ErwG 13f MAR; *Lobnik*, GesRZ 2023, 315 (315); *Barth*, GesRZ 2017, 312.

[314] Vgl etwa *Divjak*, § 163 BörseG Rz 16; *Lobnik*, GesRZ 2023, 315 (315); *Hartmann/Raptis*, Die EU-Prospektverordnung - ein Überblick, ZFR 2019, 502. Die MAR verweist für die Definition auf Artikel 4 Absatz 1 Nummer 15 der Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II). Für Details zu den ausgenommenen Rückkaufprogrammen und Stabilisierungsmaßnahmen siehe Art 2ff und Art 5ff Delegierte Verordnung (EU) 2016/1052.

[315] Siehe schon ErwGr 24 MAR.

[316] *Kalss/Hasenauer*, Ad-hoc-Publizität bei Beteiligungs- und Unternehmenstransaktionen, GesRZ 2010, 301.

[317] In dieser Bestimmung finden sich auch Begriffsbestimmungen, zB mit der Unterscheidung zwischen Primärinsidern und Sekundärinsidern siehe auch *Divjak* in *Höpfel/Ratz* (Hrsg), § 163 BörseG Rz 11ff.

[318] Siehe § 154 Absatz 1 Ziffer 1 und 2 BörseG 2018 und § 163 BörseG 2018.

[319] § 162 Abs 1 BörseG. Vgl etwa auch *Divjak* in *Höpfel/Ratz* (Hrsg), WK² § 162 BörseG Rz 7 (Stand 15.1.2024, rdb.at).

wesentliche Kursbewegungen unmittelbar nach Verkündung der Zielgesellschaft für den De-SPAC zu beobachten. Dies ist der viel antizipierte Moment, in dem sich für die Aktionäre entscheidet, ob ihrem Investment finanzieller Erfolg beschieden ist. Ganz generell sind im Laufe einer auch „herkömmlichen" M&A Transaktion Informationen über den Gang des Prozesses häufig kursrelevant für die börsennotierte(n) Gesellschaft(en), da sich nach der Transaktion der Geschäftsverlauf, die Strategie und die Vermögenslage der Gesellschaft ganz wesentlich ändern können. Ein verständiger Anleger wird dies seiner Investitionsentscheidung zugrunde legen.[320] Bei SPACs gilt dies jedoch noch umso mehr, da diese ja vor dem De-SPAC nicht operativ tätig war und daher die Identifizierung einer attraktiven Zielgesellschaft die eigentliche Investitionsmotivation darstellt. Tätigen Vorstandsmitglieder einer SPAC unter Ausnützung der ihnen bekannten Insiderinformation (also zB dem geplanten De-SPAC mit einer Zielgesellschaft, bevor Informationen darüber an die Öffentlichkeit gelangt sind) Geschäfte betreffend Aktien oder Optionen, drohen gravierende straf- und verwaltungsstrafrechtliche Konsequenzen. Gleiches gilt, wenn ein anderer zum Abschluss eines Geschäfts durch ein Vorstandsmitglied verleitet wird, oder diesem ein solcher Abschluss empfohlen wird. Auch die Stornierung oder Änderung von bestehenden Aufträgen unter Ausnützung von Insiderinformationen ist verboten.[321] Zu beachten ist, dass der § 163 BörseG für Versuch und Beteiligung Sonderregelungen vorsieht.[322]

2.2.7 Veröffentlichung von Insiderinformationen

Art 17 MAR ist eine zentrale Bestimmung dieser Verordnung, die die unverzügliche Veröffentlichung von Insiderinformationen, welche Emittenten unmittelbar betrifft regelt (sog „Ad-hoc Publizität").[323]

Die Veröffentlichungspflicht trifft gem Art 17 Abs 1 MAR den Emittenten. Sie muss in einer unionsweiten und nicht diskriminierenden Form, die einen schnellen Zugriff für die Öffentlichkeit erlauben, erfolgen. Für Emittenten besteht die Pflicht die Veröffentlichung auf ihrer Website für fünf Jahre verfügbar zu halten.[324]

Bei Verletzung der Veröffentlichungspflicht drohen hohe Geldstrafen.[325]

Für Emittenten besteht in bestimmten Fällen die Möglichkeit die unverzügliche Veröffentlichung von Insiderinformationen aufzuschieben. Dafür muss jedenfalls ein

[320] *Martin/Ritz*, IWRZ 2022, 195 (195).
[321] Siehe informativ etwa *BaFin*, Verbot des Empfehlens und der Verleitung https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Emittentenleitfaden/Modul3/Kapitel1/Kapitel1_4/Kapitel1_4_3/kapitel1_4_3_node.html (abgefragt 01.05.2025).
[322] Strafbar ist der Versuch (§ 15 StGB) etwa nur bei Insidergeschäften nach § 163 Abs 1 und Abs 5; *Divjak*, § 163 BörseG Rz 4.
[323] Vgl etwa *Martin/Ritz*, IWRZ 2022, 195.
[324] Vgl auch etwa *Rathammer/Sam*, ÖBA 2016, 436.
[325] *Assadi*, Marktmissbrauchsrechtliche Aspekte und ausgewählte Publizitätspflichten im Zusammenhang mit (Mitarbeiter-)Aktienoptionen, ÖBA 2021, 178 (181).

berechtigtes Interesse des Emittenten an einem solchen Aufschub vorliegen und die Möglichkeit der Irreführung der Öffentlichkeit ausgeschlossen sein.[326]

Insb auch bei M&A Transaktionen, wie dem De-SPAC, kann ein gesteigertes Interesse an einem Aufschub an solchen Veröffentlichungen bestehen.[327] Eine M&A Transaktion unter Beteiligung einer börsenotierten Gesellschaft ist dabei, als sog „gestreckter Vorgang" ein wesentlicher Anwendungsfall für Ad-hoc Meldungen.[328] Jedoch ist noch nicht die Information über eine mögliche M&A Transaktion, mangels ausreichender Präzisierung, als solche schon eine Insiderinformation, sondern etwa Informationen über einen damit zusammenhängenden Strategiewechsel der Gesellschaft.[329] Dabei ist hervorzuheben, dass gem Art 7 Abs 3 MAR Veröffentlichungspflichten bei jedem „Zwischenschritt" bestehen, solange der Zwischenschritt selbst als Insiderinformation zu qualifizieren ist. Gerade hier bestehen oft praktische Unsicherheiten und oft gerichtlicher Klärungsbedarf. Dabei ist gerade in M&A Prozessen von börsenotierten Gesellschaften weniger str, dass eine bestimmte Information von Kursrelevanz (für verständige Anleger[330]) ist, sondern vielmehr oft ob und zu welchem Zeitpunkt eine Information einen relevanten Zwischenschritt verwirklicht. Die Schwierigkeit der Abgrenzungsfragen ist freilich auch vor dem typischerweise hohen Zeitdruck zu sehen. Bei einem zeitlich „gestreckten" Vorgang der M&A Transaktion, der als Ergebnis etwa eine Verschmelzung herbeiführt, können sich bei einer Vielzahl der erforderlichen Schritte (Aufnahme von Vertragsverhandlungen, Letter of Intent, Vertraulichkeitsvereinbarung, Due Diligence Prüfung, Einholung von Genehmigungen, Signing, etc) solch schwierige Abgrenzungsfragen stellen.[331] In Zukunft wird der EU Listing Act idZ Erleichterungen bringen.[332]

Auch für die Veröffentlichung von Insiderinformationen bedeutet der EU Listing Act einige Veränderungen. Mit 05.06.2026 wird eine Ausnahme von der Veröffentlichungspflicht für Zwischenschritte bei zeitlich gestreckten Vorgängen vorgesehen. Dies bedeutet, dass eine Veröffentlichung nur noch bei „finalen" Ereignissen erforderlich sein wird. Bisher war es für Emittenten möglich, unter den Voraussetzungen des Art 17 Abs 4 MAR, in solchen Fällen die Veröffentlichung aufzuschieben.[333] Unmittelbar nach der tatsächlich erfolgten Ad-hoc Meldung wird wohl nach derzeitigem Stand eine Information der FMA über den Aufschub

[326] *Rathammer/Sam*, ÖBA 2016, 436. In den ESMA Guidelines finden sich nähere Erläuterungen dazu: *ESMA*, Consultation Paper Draft guidelines on the Market Abuse Regulation, ESMA/2016/162.
[327] Vgl im Detail *Martin/Ritz*, IWRZ 2022, 195.
[328] *Barth*, GesRZ 2017, 312.
[329] Ebd.
[330] Siehe dazu zuletzt BVwG W148 2265908/20231/15E = ZFR 2023/189 (414).
[331] *Barth*, GesRZ 2017, 312 (312); *Hasenauer/Ebner*, EU Listing Act: Änderungen bei der Ad-hoc-Publizität, GesRZ 2024, 290 (290). Zu den unterschiedlichen Transaktionsphasen allg siehe etwa *Hopt*, M&A, Due Diligence und Kautelarpraxis, ZHR 2022, 7.
[332] Siehe sogleich unten.
[333] *Hasenauer/Ebner*, GesRZ 2024, 290 (290); *Wenninger/Schmidt*, Änderung der Ad hoc-Publizität durch den EU Listung Act https://legal.pwc.de/de/news/fachbeitraege/aenderung-der-ad-hoc-publizitaet-durch-den-eu-listung-act (abgefragt 01.05.2025).

erforderlich sein.[334] Die Neuregelung wird insb bei M&A Transaktionen und damit auch bei De-SPACs von Relevanz sein.

Es können sich dann immer noch die bereits erwähnten schwierigen Abgrenzungsfragen ergeben, welche Insiderinformation Teil eines Zwischenschritts oder bereits eines finalen Ereignisses ist. Dabei ist allerdings die EU Kommission im Entwurf zur geänderten MAR zur Erstellung einer beispielhaften Liste von solchen finalen Ereignissen und Umstände ermächtigt. Eine möglichst umfassende Klarstellung wäre hier zu begrüßen.[335] Natürlich ist bei Ad-hoc Sachverhalten aber eine, auf die individuellen Gegebenheiten abstellende, Einzelfallbetrachtung notwendig. In den ErwGr der neuen VO ist etwa bei „Unternehmenszusammenschlüssen" auf eine Offenlegung sobald als möglich, nach Einigung über die Kernelemente der Transaktion und Entschluss der Leitungsorgane zur Unterzeichnung einer entsprechenden Vereinbarung, hingewiesen. Außerdem wird wohl das „finale" Ereignis als dann eingetreten zu betrachten sein, wenn man sich über die wesentlichen Bedingungen (Kernbedingungen) der relevanten Vereinbarung geeinigt hat. Dies wird jedenfalls vor dem Signing einer Transaktion der Fall sein.[336]

In der Praxis war allerdings schon bisher die Beurteilung ob eine veröffentlichungspflichtige Insiderinformation vorliegt, oft schwierig.[337] Ob etwa der Abschluss einer Due Diligence Prüfung, als wesentlicher Teil der meisten M&A Transaktionen, bisher als Zwischenschritt veröffentlichungspflichtig war, war bisher umstritten. Von einigen in der Lit wurde dies verneint, da nur aufgrund eines solchen Zwischenschritts verständige Anleger nur aufgrund dieser Information nicht handeln würden. Diese Information kann aber dann zu einer Kauf- oder Verkaufsentscheidung bewegen, wenn der verständige Anleger davon ausgeht, dass das Endereignis (Abschluss der Transaktion) nun mehr oder weniger wahrscheinlich ist. Dh in einem solchen Fall wäre nicht der Zwischenschritt selbst, sondern nur im Hinblick und in Verbindung mit dem finalen Ergebnis kursrelevant.[338] Dies ist aber insb vor dem Hintergrund der EuGH-Rsp in der Rs *Geltl*, in der explizit klargestellt wurde, dass nicht nur das finale Ereignis – also etwa im Fall einer M&A Transaktion nicht erst das Signing –, sondern auch die damit verknüpften Zwischenschritte Insiderinformationen sein können, sehr fraglich und wohl im Zweifel eine Veröffentlichung vorzunehmen.[339] Es wird nämlich der Abschluss einer Due Diligence Prüfung im Gegensatz zu bspw bloßer Aufnahme bereits eine überwiegende Wahrscheinlichkeit des Abschlusses der Transaktion signalisieren können. Zuzustimmen ist dem vorhin Gesagten nämlich insofern, als die Kursrelevanz eines Zwischenschritts von der für

[334] *Hasenauer/Ebner*, GesRZ 2024, 290.
[335] *Wenninger/Schmidt*, Änderung der Ad hoc-Publizität durch den EU Listung Act https://legal.pwc.de/de/news/fachbeitraege/aenderung-der-ad-hoc-publizitaet-durch-den-eu-listung-act (abgefragt 01.05.2025); *Hasenauer/Ebner*, GesRZ 2024, 290.
[336] *Hasenauer/Ebner*, GesRZ 2024, 290 mit Verweis auf ErwGr 67.
[337] Siehe etwa *Assadi*, Marktmissbrauchsrechtliche Aspekte und ausgewählte Publizitätspflichten im Zusammenhang mit (Mitarbeiter-)Aktienoptionen, ÖBA 2021, 178 (181); *Hasenauer/Ebner*, GesRZ 2024, 290.
[338] *Hasenauer/Ebner*, GesRZ 2024, 290; *Rehahn*, Teilschritte gestreckter Vorgänge als Insiderinformationen, GPR 2012, 319.
[339] EuGH 28.06.2012, Rs C-19/11, *Geltl*; vgl etwa *Pachinger/Mayr-Riedler*, Verschärfungen im europäischen Kapitalmarktrecht, GesRZ 2015, 230 (230); *Rehahn*, GPR 2012, 319; *Barth*, GesRZ 2017, 312.

den verständigen Anleger beurteilbaren Eintrittswahrscheinlichkeit des Endergebnisses abhängt.[340] Verständige Anleger (als Maßfigur) legen ihrer Entscheidung keine unsicheren Informationen zugrunde.[341] Die Eintrittswahrscheinlichkeit des Abschlusses der Transaktion nimmt außerdem mit Absolvierung jedes Schrittes im Prozess (wie insb der Due Diligence Prüfung) zu.[342] Nicht nur eine Meldung über den Abschluss einer Due Diligence Prüfung, sondern auch durch die Due Diligence Prüfung aufgedeckte Gesetzesverstöße, fehlende Genehmigungen, etc können kursrelevant und präzise (und emittentenbezogen und bei mangelnder öffentlichen Bekanntheit zu veröffentlichen) sein.[343] In der Lit wird aber von einigen auch der aus dem US-amerikanischen Raum stammende sog *Probability-magnitude*-Test angewendet, bei dem eine niedrige Eintrittswahrscheinlichkeit durch eine erhebliche Kursrelevanz kompensiert werden und eine Information veröffentlichungspflichtig machen kann.[344] In der Unterzeichnung eines Letters of Intent, der Ankündigung eine Due Diligence Prüfung durchzuführen, oder der Aufnahme von Vertragsverhandlungen wird dagegen, einigen in der Lit und einem Rundschreiben der FMA folgend, typischerweise noch keine Ad-hoc Meldung erforderlich sein.[345] Etwas anderes kann allenfalls gelten, wenn kein vernünftiger Grund den Vertragsabschluss zu bezweifeln besteht.[346]

Ab Inkrafttreten der Änderungen durch den EU Listing Act kommt es freilich ohnehin nur auf das finale Ereignis selbst an, also die Einigung über alle wesentlichen Punkte der Transaktion und nach Fassung des Entschlusses zur Vertragsunterzeichnung beim Vorstand des Emittenten.[347] Auch weiterhin wird eine Prüfung des Vorliegens von Veröffentlichungspflichten – nunmehr ob lediglich ein Zwischenschritt oder bereits ein finales Ereignis vorliegt – notwendig sein.[348] Abschließend sollte jedoch betont werden, dass die erwähnte Ausnahme eine erhebliche Erleichterung für börsennotierte Gesellschaften in M&A Transaktionen,[349] und damit auch für SPACs bedeuten und die Anzahl notwendiger Ad-hoc Meldungen reduzieren wird. Für SPACs wird dann iW eine Ad-hoc Meldung nur mehr nach Eintritt des finalen Ereignisses erfolgen müssen – also, wenn man sich über alle Kernelemente der Transaktion geeinigt hat und die Vorstandsmitglieder den Entschluss zur Unterzeichnung der Transaktionsdokumentation gefasst haben – nicht aber eine komplizierte Analyse, ob ein Zwischenschritt veröffentlichungspflichtig ist.

---

[340] Vgl etwa *Barth*, GesRZ 2017, 312; *Kalss/Hasenauer*, GesRZ 2010, 301 (303).
[341] *Barth*, GesRZ 2017, 312.
[342] *Kalss/Hasenauer*, GesRZ 2010, 301 (303) mit Verweis auf deutsche Lit.
[343] Vgl etwa *Barth*, GesRZ 2017, 312.
[344] *Barth*, GesRZ 2017, 312 mit Verweis auf ua *Sindelar*, ÖBA 2015, 487; *Schopper/Walch*, ZFR 2014, 258; *Veil* in *Veil*, Europäisches Kapitalmarktrecht[2], § 13 Rz 54; *Barth* aber idF mit ausführlicher Begründung aA.
[345] *Kalss/Hasenauer*, GesRZ 2010, 301; Rundschreiben der FMA vom 6.3.2006 idF 5.4.2007.
[346] *Kalss/Hasenauer*, GesRZ 2010, 301 mit Verweis auf UVS Wien 22. 2. 2010, 06/FM/57/7999/2008.
[347] *Hasenauer/Ebner*, GesRZ 2024, 290.
[348] *Hasenauer/Ebner*, GesRZ 2024, 290 mit Verweis auf krit Stimmen, die keine wesentlichen Erleichterungen sehen wollen, wie etwa *Veil*, ZFR 2023, 161 (166).
[349] *Hasenauer/Ebner*, GesRZ 2024, 290; *Wenninger/Schmidt*, Änderung der Ad hoc-Publizität durch den EU Listung Act https://legal.pwc.de/de/news/fachbeitraege/aenderung-der-ad-hoc-publizitaet-durch-den-eu-listung-act (abgefragt 01.05.2025); *Hasenauer/Ebner*, GesRZ 2024, 290.

2.3 Ablauf eines Börsengangs an der Wiener Börse

Der Ablauf eines Börsengangs an der Wiener Börse kann in drei verschiedene Phasen unterteilt werden:

1. **Vorbereitungsphase**
   Vorab ist zuallererst zu evaluieren, ob die jew Gesellschaft überhaupt „reif" für einen Börsengang ist. Für die Beantwortung dieser Frage gilt es neben gewissen (gleich zu besprechenden quantitativen) auch qualitative Kriterien zu betrachten. Dazu gehören eine profitable, strukturierte, gut organisierte, nachhaltige und kompetente Unternehmensführung, ein starkes Unternehmensprofil mit Wiedererkennungswert und attraktiven Produkten, sowie Wachstumspotential. Wesentlich vor jedem Börsengang ist selbstverständlich auch eine Analyse der aktuellen Marktlage[350] (der Branche des Unternehmens aber auch des Börsenmarktes). All diese (und mehrere) Faktoren hat eine Gesellschaft (gegebenenfalls bereits unter Hinzuziehung von externen Beratern) zu berücksichtigen. Ultimativ wird auch der erwartbare Emissionspreis im Zuge eines Börsengangs eine erhebliche Rolle bei diesen Überlegungen spielen.[351]

   Entscheidet sich die Gesellschaft einen Börsengang anzustreben, gilt es sodann die erforderlichen Voraussetzungen für die Durchführung des Börsengangs zu schaffen. Dazu gehören (neben der Etablierung der erforderlichen Rechtsform Aktiengesellschaft, wofür allenfalls eine Umwandlung erforderlich ist[352]) gesellschaftsinterne Maßnahmen, wie zB die Etablierung von internationaler Rechnungslegung („International Financial Reporting Standards" (IFRS))[353] und insb auch die Aufbereitung der erforderlichen Dokumentation.[354] Als notwendig erforderliche Dokumente für die Zulassung sind (jedoch je nach jew Marktsegment unterschiedlich, siehe sogleich) etwa ein durch die FMA gebilligter Prospekt, eine Kopie der Satzung der Gesellschaft in aktueller Form, sowie ein aktueller Firmenbuchauszug und Jahresabschlüsse inkl Bestätigungsvermerk des Wirtschaftsprüfers zu nennen.[355] Schon in der Vorbereitungsphase wird meist die Mandatierung von Beratern (insb Investmentbanken und Rechtsanwälten, daneben auch manchmal von Venture Capital Fonds, die insb im Bereich der Start-Ups bzw Wachstumsunternehmen neben Kapital auch

---

[350] Vgl *Hasch/Brditschka* in *Gratzl/Hausmaninger/Justich* (Hrsg), Handbuch zur Aktiengesellschaft[2] (2016) Überblick über den Ablauf eines Börsengangs Rz 58.

[351] *Hasch/Brditschka* in *Gratzl/Hausmaninger/Justich* (Hrsg), Handbuch zur Aktiengesellschaft[2] (2016) Der Gang an die Börse Rz 17.

[352] Vgl *Hasch/Brditschka* in *Gratzl/Hausmaninger/Justich* (Hrsg), Überblick über den Ablauf eines Börsengangs Rz 49.

[353] Siehe etwa *Hasch/Brditschka* in *Gratzl/Hausmaninger/Justich* (Hrsg), Handbuch zur Aktiengesellschaft[2] (2016) Voraussetzungen für einen Börsengang Rz 23ff.

[354] Siehe *Wiener Börse*, Marktsegment: prime market für österreichische Blue Chips, https://www.wienerborse.at/handel/marktsegmentierung/equity-market/prime-market/ (abgefragt 24.08.2023); vgl auch etwa *Erbler*, Der Gang an die Börse -Vorbereitung eines IPO und Börsezulassung, ecolex 2008, 962 (962).

[355] *Wiener Börse*, Q&A – Die wichtigsten Fragen rund um den Börsengang https://www.wienerborse.at/listing/boersegang-ipo/beratung-service/ (abgefragt 24.08.2024).

ihre Expertise zur Verfügung stellen können[356]), erforderlich sein. Wichtig ist während dem Ablauf sämtlicher Projektphasen eine effiziente Zusammenarbeit und Koordination vonseiten der Gesellschaft (insb des Managements, sowie (leitenden Angestellten) in den Bereichen des Rechnungswesens, Controllings und Rechts).[357]

Die zu erfüllenden Voraussetzungen hängen für die Gesellschaft (genauso wie die Dauer und die mit dem Börsengang verbundenen Kosten) dabei auch vom jew Marktsegment ab und unterscheiden sich zT wesentlich. ZB ist für eine Notierung am „prime market", der auf Groß- und Mittelstandsunternehmen zugeschnitten ist, ua ein Grundkapital von mindestens EUR 1 Mio und eine Mindestbestandsdauer von drei Jahren vor dem Börsengang erforderlich (was dieses Marktsegment für SPACs unattraktiv machen wird).[358] Hingegen ist für eine Notierung am „direct market" keine Mindestbestandsdauer vor Börsennotierung sowie ein Grundkapital von mind EUR 70.000 (wie bereits generell für AG nach § 7 AktG) vorgesehen. Im Marktsegment „direct market plus" ist eine Mindestbestandsdauer von einem Jahr vor Börsengang und ebenfalls ein Mindestgrundkapital von EUR 70.000 (wie bereits generell für AG nach § 7 AktG) erforderlich. Unterschiedliche Anforderungen gelten auch an den erforderlichen Streubesitz der Aktien (zB mind 20 Aktionäre im „direct market plus" und eine bestimmte Anzahl von Aktien gehalten von mind 60 Aktionären im „prime market"[359]). Die beiden letztgenannten Marktsegmente sollen sich primär an KMU und Jungunternehmen als Zielgruppe richten.[360] Die Entscheidung für das passende Marktsegment ist dabei von entscheidender Bedeutung für Gesellschaften, da sich je nach Notierung unterschiedliche laufende Folgepflichten ergeben (so ist zB im „prime market" die Veröffentlichung von Halbjahres- und Jahresfinanzberichten erforderlich und die Einhaltung eines Corporate Governance Kodex verpflichtend,[361] während im Segment „direct market" diese Anforderungen nicht gelten und im „direct market plus" kein Corporate Governance Kodex eingehalten werden muss, aber ein geprüfter Jahresabschluss und ein Zwischenbericht zu den Halbjahreszahlen erforderlich sind[362], was wohl va vor dem Hintergrund zu verstehen ist, dass diese Segmente

---

[356] *Hasch/Brditschka* in *Gratzl/Hausmaninger/Justich* (Hrsg), Überblick über den Ablauf eines Börsengangs Rz 54.

[357] *Hasch/Brditschka* in *Gratzl/Hausmaninger/Justich* (Hrsg), Überblick über den Ablauf eines Börsengangs 53.

[358] Siehe *Wiener Börse,* Marktsegment: prime market für österreichische Blue Chips, https://www.wienerborse.at/handel/marktsegmentierung/equity-market/prime-market/ (abgefragt 24.08.2023).

[359] *Wiener Börse*, Q&A – Die wichtigsten Fragen rund um den Börsengang, https://www.wienerborse.at/uploads/u/cms/files/emittenten/boersegang/marktsegmente-der-wiener-boerse.pdf (abgefragt 24.08.2023).

[360] *Wiener Börse*, Einfacher Kapitalmarkt-Einstieg für KMU – direct market plus, https://www.wienerborse.at/listing/boersegang-ipo/directmarketplus/ (abgefragt 24.08.2023); Siehe für eine Übersicht über die verschiedenen Marktsegmente https://www.wienerborse.at/handel/marktsegmentierung/equity-market/ (abgefragt 24.08.2023).

[361] *Wiener Börse*, Marktsegment: prime market für österreichische Blue Chips, https://www.wienerborse.at/handel/marktsegmentierung/equity-market/prime-market/ (abgefragt 24.08.2023).

[362] *Wiener Börse*, Marktsegment: direct market plus, https://www.wienerborse.at/handel/marktsegmentierung/equity-market/direct-market-plus/ (abgefragt 24.08.2023); Regelwerk direct market plus, https://www.wienerborse.at/uploads/u/cms/files/emittenten/aktien/regelwerk-direct-market-plus.pdf (abgefragt 24.08.2023).

sich an Wachstumsunternehmen und KMU richten sollen). Schließlich gibt es noch das Marktsegment „global market", welches den Handel von Aktien, die bereits an einem anderen Börsenplatz notiert sind, ermöglichen soll. Dafür muss der Antragsteller oder ein anderes Börsenmitglied der Wiener Börse eine „*market-maker*" (verbindliche Kauf- und Verkaufsgebote abgeben und dadurch ausreichende Liquidität und marktgerechte Preise gewährleisten[363]) Verpflichtung übernehmen. [364]

Für SPACs kann gesagt werden, dass sich hier nicht unbedingt dieselben (teils uU schwierigen) Fragen nach der Sinnhaftigkeit eines Börsengangs bzw „Reife" für einen solchen stellen wie für sonstige (operativ tätige) Gesellschaften. Für SPACs ist der Börsengang schließlich essentieller Bestandteil ihres Lebenszyklus und dessen Durchführung steht daher außer Frage.

In Bezug auf die Vorbereitung der notwendigen organisatorischen Voraussetzungen und Dokumentation werden sich idR keine Besonderheiten ergeben, außer freilich, dass hier eine Zweckgesellschaft für den Börsengang gegründet wird, die davor nicht operativ tätig war, womit auch etwa Umwandlungsmaßnahmen nicht nötig sein werden. Diese Voraussetzungen sind stark von der angestrebten Notierung im jew Marktsegment der Wiener Börse abhängig. Für SPACs werden dabei nach den derzeit geltenden Anforderungen die Segmente „standard market" und „prime market" – va wegen der zwingenden Mindestbestandsdauer vor dem Börsengang – weniger attraktiv sein (obwohl etwa die Mindestkapitalanforderungen ebendieser Segmente leicht erfüllt werden würden). Das Problem der Mindestbestandsdauer stellt sich im Marktsegment „direct market" nicht. Außerdem wäre dieses Segment aufgrund der weniger umfangreichen Folgepflichten nach der Durchführung des De-SPAC attraktiver. Dieses gezielt für Jungunternehmen und KMUs angebotene Marktsegment bietet sich daher für SPACs an.[365] Die Anzahl der derzeit in diesem Marktsegment notierten Gesellschaften ist eher überschaubar, deren Marktkapitalisierung ist sehr unterschiedlich.[366] Freilich wäre auch denkbar, das „Mindestbestandserfordernis" dadurch zu umgehen indem man bereits länger bestehende „Vorratsgesellschaften" (also bereits vor längerer Zeit gegründete Mantelgesellschaften) erwirbt und diese als SPAC an die Börse bringt. Damit wäre dann auch (bei Erfüllen der übrigen Voraussetzungen) eine Notierung im „standard market" oder „prime market" (freilich bei positivem Bescheid der Wiener Börse) möglich. Natürlich muss auch bedacht werden, dass die Auswahl des Marktsegments (durch die bereits erwähnten Folge- und damit laufenden Pflichten der Notierung) Auswirkungen auf die Zielgesellschaft der SPAC haben wird. Hingewiesen sei jedoch darauf, dass ein Wechsel des Marktsegments einer

[363] *Wiener Börse*, Market Maker https://www.wienerborse.at/handel/liquiditaetsanbieter/market-maker/ (abgefragt 26.08.2023).
[364] *Wiener Börse*, global market – Jetzt internationale Aktien bei uns handeln https://www.wienerborse.at/handel/marktsegmentierung/equity-market/global-market/ (abgefragt 26.08.2023).
[365] Siehe zu Börsengängen von KMUs und Start-Ups auch bereits *Gorzala*, IPO "light", ÖBA 2019, 835.
[366] Siehe *Wiener Börse*, direct market – Aktien https://www.wienerborse.at/aktien-direct-market/ (abgefragt 26.08.2023).

bereits bestehenden Börsennotierung möglich ist (und praktisch auch vorkommt)[367]. Eine Notierung von Aktien einer SPAC im Marktsegment „global market" wäre eine Option für bereits an einer anderen Börse notierte SPACs um die Möglichkeit des Handels von Aktien der Gesellschaft über die Wiener Börse (den Vienna MTF[368] genauer gesagt) zu nutzen, was auch von einigen namhaften Gesellschaften in Anspruch genommen wird. [369] Daher wäre es praktisch durchaus denkbar, eine bereits in Amsterdam gelistete SPAC (etwa gegründet nach niederländischem Recht) so ihre Wertpapiere auch über die Wiener Börse handeln zu lassen.

2. Umsetzungsphase

Hier ist zunächst die Zuziehung einer Investmentbank erforderlich, die den weiteren Ablauf betreut (der Auswahlprozess, bei dem die interessierten Banken ihr Konzept präsentieren, wird auch als „Beauty-Contest" bezeichnet).[370] Es erfolgt sodann die Durchführung einer Due Diligence Prüfung,[371] in der die rechtliche, steuerliche, finanzielle und wirtschaftliche Lage der Gesellschaft analysiert wird.[372] Diese „Pre-IPO Due Diligence" wird von der konsortialführenden Bank geleitet und idR werden hierfür mehrere verschiedene Berater (insb Rechtsanwälte, Steuerberater, Banken) beauftragt, die die unterschiedlichen Bereiche abdecken. Die Due Diligence soll va Informationen für die Investoren bieten, kann aber auch für die Gesellschaft noch einmal konkretere Aufschlüsse über eigene Schwachstellen geben und dazu führen, über die Sinnhaftigkeit eines Börsengangs, oder das Vorliegen der Reife für einen solchen, noch einmal nachzudenken.[373]

Es wird (jedenfalls für eine Notierung im „standard market" oder „prime market") ein Emissionsprospekt erstellt, das den Anforderungen der EU-Prospekt VO (gem § 46 BörseG) und §§ 2 ff KMG genügt. [374] Das Emissionsprospekt bildet dabei das wesentliche Kerndokument, um den (potentiellen) Investoren notwendige Informationen zu liefern. Im

---

[367] Siehe zB *Wiener Börse News*, VST BUILDING TECHNOLOGIES: Wechsel Marktsegment & Market Group - 24.11.2021 https://www.wienerborse.at/news/wiener-boerse-news/vst-building-technologies-wechsel-marktsegment-24112021/ (abgefragt 25.08.2023); *Trend*, BWT fliegt aus dem Prime Market https://www.trend.at/finanzen/boerse/boerse-wien/bwt-prime-market-355237 (abgefragt 25.08.2023).

[368] MTF (Multilateral Trading Facility) ist dabei der von der Wiener Börse regulierte Markt, an dem nicht zum amtlichen Handel zugelassene Wertpapiere gehandelt werden können. Siehe *Wiener Börse*, Vienna MTF https://www.wienerborse.at/wissen/boersenlexikon/buchstabe-v/vienna-mtf/ (abgefragt 21.10.2023).

[369] ZB Apple Inc, Tesla Inc, Microsoft Corp. *Wiener Börse*, global market – Aktien https://www.wienerborse.at/aktien-global-market/ (abgefragt 25.08.2023).

[370] *Hasch/Brditschka* in *Gratzl/Hausmaninger/Justich* (Hrsg), Überblick über den Ablauf eines Börsengangs Rz 62; *Kreuzer*, CFOaktuell 2012, 87; *Erbler*, ecolex 2008, 962 (962).

[371] Vgl zum Begriff allg *Brugger*, Unternehmenserwerb[2] Rz 10.1 (Stand 1.10.2020, rdb.at); *Brogyanyi* in *Althuber/Schopper* (Hrsg), Handbuch Unternehmenskauf und Due Diligence[2] (2014) Grundbegriffe und Funktionen der Legal Due Diligence Rz 4ff.

[372] *Hasch/Brditschka* in *Gratzl/Hausmaninger/Justich* (Hrsg), Voraussetzungen für einen Börsengang Rz 27ff´; *Wiener Börse*, Strukturierung der Transaktion, https://www.wienerborse.at/listing/boersegang-ipo/ablauf/strukturierung-der-transaktion/ (abgefragt 24.08.2023); *Erbler*, ecolex 2008, 962 (962); vgl allg auch etwa *Brugger*, Unternehmenserwerb[2] Rz 10.1ff (Stand 1.10.2020, rdb.at); *Brogyanyi* in *Althuber/Schopper* (Hrsg), Grundbegriffe und Funktionen der Legal Due Diligence Rz 18.

[373] *Hasch/Brditschka* in *Gratzl/Hausmaninger/Justich* (Hrsg), Voraussetzungen für einen Börsengang Rz 28.

[374] Siehe *Wiener Börse*, Strukturierung der Transaktion, https://www.wienerborse.at/listing/boersegang-ipo/ablauf/strukturierung-der-transaktion/ (abgefragt 24.08.2023).

Zentrum stehen die Grundsätze der Prospektwahrheit, Prospektvollständigkeit, Prospektaktualität und Prospektklarheit (siehe dazu bereits im vorigen Kapitel).[375] Daneben liegt ein großer Schwerpunkt auf der Erarbeitung der externen Kommunikationsstrategie und der sog „Equity Story". Ziel ist es va die Gesellschaft bzw deren Geschäftsmodell als möglichst attraktiv, innovativ, zukunftsorientiert, etc darzustellen, um Investoren zu gewinnen,[376] sich also möglichst gut zu „vermarkten" und eine interessante „Story" zu bieten.[377] Es wird also gewissermaßen auf eine „Werbetour" gegangen. Es werden dabei üblicherweise auf die historische Entwicklung, die aktuelle Lage und die Aussichten auf die Zukunft abgestellt und besonders jene Faktoren herausgehoben, die die Gesellschaft besonders attraktiv (für Finanzanalysten und Investoren) machen.[378] Wesentlich ist generell auch die Ausarbeitung eines Geschäftsplans, der eine Einschätzung der künftigen Entwicklung des Unternehmens und damit der Wertentwicklung der Aktien bieten kann. Dieser Business Plan kann unterschiedlich detailliert ausgestaltet sein und soll die potentiellen Investoren von der Attraktivität der Gesellschaft überzeugen. Inkludiert sind darin etwa Abschnitte zur Unternehmensidee/dem Produkt, der Geschäftsführung, dem Finanzierungsplan und auch zur Risikobewertung.[379] Analysten werden erforderliche Informationen übermittelt und sodann von diesen sog Research Berichte erstellt. Diese sollen potentiellen Investoren zusätzliche Informationen für deren Kaufentscheidung bieten.[380]

Da im Fall von SPACs die Due Diligence aufgrund deren mangelnder operativer Tätigkeit relativ wenige bemerkenswerte Informationen hervorbringen wird, ist insb die Kommunikationsstrategie und die bestmögliche Ausarbeitung einer attraktiven Equity Story für den Erfolg und die Erzeugung von Investoreninteresse entscheidend. Hier wird es für den Vorstand gelten die Ziele, insb die Kriterien, nach denen eine Zielgesellschaft ausgewählt werden soll und evt auch bereits (zumindest programmatisch) die zukünftige Ausrichtung und Geschäftspolitik nach erfolgter Integration der Zielgesellschaft darzustellen. Es muss also das Potential eines profitablen De-SPAC mit einer attraktiven Zielgesellschaft „verkauft" werden, um Investoreninteresse zu wecken. Dies umso mehr, als die SPAC keine relevante historische Entwicklung aufweisen kann. Die Tatsache, dass keine zeitaufwendige Due Diligence durchgeführt werden muss, ist ein wesentlicher Grund warum Börsengänge von SPACs allg in wesentlich kürzerer Zeit durchgeführt werden können als bei „gewöhnlichen" (operativ tätigen) Gesellschaften.[381] Bei SPACs als Zweckgesellschaften scheint dies natürlich. Das den SPAC Transaktionen immanente

[375] *Hasch/Brditschka* in *Gratzl/Hausmaninger/Justich* (Hrsg), Voraussetzungen für einen Börsengang Rz 36ff.
[376] Siehe *Wiener Börse*, Strukturierung der Transaktion, https://www.wienerborse.at/listing/boersegang-ipo/ablauf/strukturierung-der-transaktion/ (abgefragt 24.08.2023).
[377] *Hasch/Brditschka* in *Gratzl/Hausmaninger/Justich* (Hrsg), Voraussetzungen für einen Börsengang Rz 32ff; vgl dazu auch *Kreuzer*, CFOaktuell 2012, 87.
[378] *Hasch/Brditschka* in *Gratzl/Hausmaninger/Justich* (Hrsg), Voraussetzungen für einen Börsengang Rz 34f.
[379] Ebd. Rz 43ff.
[380] *Hasch/Brditschka* in *Gratzl/Hausmaninger/Justich* (Hrsg), Überblick über den Ablauf eines Börsengangs Rz 166.
[381] Vgl *Kreuzer*, SPACs, CFOaktuell 2021, 83.

„*back-door listing*“ durch den De-SPAC führt jedoch dazu, dass die Zielgesellschaft, als die operativ tätige Gesellschaft, diese Prüfungsphase vor der eigenen Börsennotierung nicht durchlaufen muss. Lediglich von der SPAC (deren Beratern) wird vor dem De-SPAC regelmäßig eine Due Diligence Prüfung durchgeführt werden.[382]

3. Preisfindung und Platzierungsphase

Die letzte Phase des Börsengangs ist die Platzierung der Aktien am Markt. Davor sind einige Schritte erforderlich, die der Preisfindung dienen sollen. Dabei hat der Kurswert ganz generell nach der sog Beauty Contest Theory nicht unbedingt etwas mit dem fundamentalen (Unternehmens)Wert zu tun. Oft geht es bei Wert, den Anleger Aktien zuschreiben, eher darum was sie bei einer späteren Veräußerung der Aktien von potentiellen Erwerbern für einen Preis erwarten.[383]

Vor der Platzierung sind zunächst in der sog „Pre-Marketing“ Phase einige institutionelle Investoren zu deren Meinungen zur Aktie, deren erwarteter Nachfrage und erwarteter Bewertung/Preis zu befragen. Aus diesem Feedback soll eine Preispanne innerhalb der sich die Aktie bewegen könnte abgeleitet werden. Gestützt sind diese Einschätzungen wesentlich auf die Research Berichte der Analysten der Banken. Darauf folgt der sog „*bookbuilding*“ Prozess und die Zeichnungsfrist. Mit Abschluss dieser Preisbildungsphase sollen Preis und Käuferkreis eingegrenzt werden. Bis zum Ablauf der Zeichnungsfrist ist es Investoren möglich ihre Orders für die Aktie zu stellen. [384] Im Zuge einer sog „*roadshow*“ versucht die Gesellschaft (insb durch Präsentationen, bei denen die Geschäftsführung versucht die Gesellschaft nationalen und internationalen Investoren gegenüber möglichst attraktiv darzustellen) möglichst viele Investoren zu gewinnen.[385] Dabei sind unterschiedliche Varianten der Zuteilung möglich, zB Festlegung des Preises nach den meisten entsprechenden Orders oder etwa auch eine Auktion. IdR sind die institutionellen Investoren die ersten Käufer. Sie verkaufen in der Folge (einige) diese(r) Aktien an ihre eigenen Kunden weiter, was zur Bildung eines Marktpreises für die Aktien führt. Wesentliche Aufgabe der den Prozess für die emittierende Gesellschaft betreuenden Investmentbank (bzw Banken) ist in dieser Phase die Stabilisierung des Aktienkurses. Dabei können betreuende Investmentbanken auch selbst Aktien der Gesellschaft kaufen, um den Preis hoch zu halten. Andererseits bestehen jedoch auch Möglichkeiten auf eine zu hohe Nachfrage nach Aktien zu reagieren und etwa „Reserveaktien“ noch zusätzlich auf den Markt bringen. Dafür wird der Bank eine sog *greenshoe option* eingeräumt, die

---

[382] Vgl dazu etwa *Zoldan*, The Evolution of the SPAC https://www.nasdaq.com/articles/the-evolution-of-the-spac (abgefragt 08.10.2023).

[383] Eher uncharmant werden die Käufer auch vereinzelt als „*greater fools*“ idZ bezeichnet. *Brugger*, Unternehmenserwerb[2] Rz 7.14 (Stand 1.10.2020, rdb.at).

[384] *Wiener Börse*, Umsetzung der Börseneinführung und Aktienplatzierung, https://www.wienerborse.at/listing/boersegang-ipo/ablauf/umsetzung-der-boerseneinfuehrung-und-aktienplatzierung/ (abgefragt 24.08.2023); *Kreuzer*, CFOaktuell 2012, 87; *Erbler*, ecolex 2008, 962 (962).

[385] *Hasch/Brditschka* in *Gratzl/Hausmaninger/Justich* (Hrsg), Überblick über den Ablauf eines Börsengangs Rz 66.

innerhalb eines bestimmten Zeitraums den Bezug weiterer Aktien erlaubt.[386] Sobald der *bookbuilding* Prozess abgeschlossen ist und sämtliche Voraussetzungen erfüllt sind, erfolgt die Aktienplatzierung.[387] IdR wird zu diesem Zweck eine Kapitalerhöhung durchgeführt.[388] Die Gesellschaft kann im Wege einer sog Eigenemission die Aktien selbst platzieren oder für die Platzierung eine Emissionsbank oder -konsortium beauftragen (dann spricht man von einer sog Fremdemission). Bei einer Fremdemission wird ein sog *underwriting agreement* mit der Bank (den Banken) abgeschlossen, welches einen großteils standardisierten Inhalt und im Speziellen neben den Leistungen im Preisbildungsverfahren va auch die Verpflichtung der Bank die Aktien gegen einen bestimmten Preis zu übernehmen enthält.[389]

Für die Zulassung zum Handel am geregelten Markt ist ein Antrag durch Emittenten erforderlich. Über den Antrag wird von der Wiener Börse mit Bescheid entschieden.[390] Gegen einen negativen Bescheid ist das Rechtsmittel der Berufung binnen vierzehn Tagen an einen beim Bundesministerium für Finanzen eingerichteten Berufungssenat möglich.[391] Die Wiener Börse selbst gibt die Dauer des Prozesses zwischen Antragsstellung auf Zulassung und Zulassungsbescheids mit idR einer Woche an.[392]

Bei SPACs stellt sich die Bewertung der Aktie als eine große Herausforderung dar. Die SPAC ist vor dem Börsengang nicht operativ tätig, weshalb hier auch keine Finanzkennzahlen, historische Entwicklung und „Produkt" als solches analysiert werden können. Die üblichen Daten und Informationen, die Analysten und institutionelle Investoren zur Preisfindung heranziehen können, fehlen daher bei SPACs. Sehr wohl analysiert werden kann die aktuelle Finanzlage der SPAC. Nicht vergessen werden sollte jedoch, dass eine Analyse und Bewertung der Zielgesellschaft, um deren Börsennotierung es ja va geht, nicht möglich ist, da diese typischerweise zum Zeitpunkt des SPAC-Börsengangs noch nicht bekannt ist. Der Geschäftsplan, die Equity Story und insb auch die Reputation der Vorstandsmitglieder bzw das Vertrauen der Investoren in deren Fähigkeiten eine attraktive Zielgesellschaft zu identifizieren und eine profitable De-SPAC Transaktion durchzuführen sind daher die entscheidenden Kriterien.[393] Dies stellt in gewisser Weise den „Wert" des Unternehmens und daher der Anteile

---

[386] *Zuffer*, Berichtigungs- und Aktualisierungspflicht von Prospekten, ÖBA 2003, 847 (848); im Detail siehe etwa *Fida*, Mehrzuteilung und "Greenshoe"-Option aus gesellschafts- und kapitalmarktrechtlicher Sicht, ÖBA 2005, 43.

[387] *Wiener Börse*, Umsetzung der Börseneinführung und Aktienplatzierung, https://www.wienerborse.at/listing/boersegang-ipo/ablauf/umsetzung-der-boerseneinfuehrung-und-aktienplatzierung/ (abgefragt 24.08.2023); *Kreuzer*, CFOaktuell 2012, 87. *Hasch/Brditschka* in *Gratzl/Hausmaninger/Justich* (Hrsg), Überblick über den Ablauf eines Börsengangs Rz 69ff.

[388] Siehe etwa *Kreuzer*, CFOaktuell 2012, 87.

[389] Siehe etwa *Zuffer*, ÖBA 2003, 847; *Kreuzer*, CFOaktuell 2012, 87.

[390] *Wiener Börse*, Zulassung – Geregelte Märkte, https://www.wienerborse.at/uploads/u/cms/files/emittenten/boersegang/zulassung-geregelte-maerkte.pdf (abgefragt 24.08.2023); *Erbler*, ecolex 2008, 962 (962).

[391] *Erbler*, ecolex 2008, 962 (962). Siehe zum Zulassungsantrag im Detail § 42 BörseG.

[392] *Wiener Börse*, Q&A – Die wichtigsten Fragen rund um den Börsengang, https://www.wienerborse.at/uploads/u/cms/files/emittenten/boersegang/marktsegmente-der-wiener-boerse.pdf (abgefragt 24.08.2023).

[393] Vgl *Kreuzer*, SPACs, CFOaktuell 2021, 83.

dar. Naturgemäß wäre dies nur dann anders, wenn die Zielgesellschaft des De-SPAC bereits feststeht. Dann könnten die üblichen Finanzanalysen unter Einbeziehung der Kennzahlen der Zielgesellschaft angestellt werden, wodurch die Bewertung iW auch nicht anders wäre als bei einem „herkömmlichen" Börsengang der Zielgesellschaft selbst. Dies ist denkbar, wenn auch nicht der Regelfall. Ganz generell wird die Situation bei SPACs aber auch noch dadurch erschwert, dass die SPAC auch mehr als eine Gesellschaft akquirieren kann und damit die Bewertung noch mehr verkompliziert werden kann. Daher kann für den Regelfall, mit noch unbekannter Zielgesellschaft (unbekannten Zielgesellschaften) konstatiert werden, dass die Reputation und Fähigkeiten der Vorstandsmitglieder die wesentlichen Bewertungsfaktoren darstellen. Nur um Missverständnisse zu vermeiden sei hier darauf hingewiesen, dass die Preisfindungsphase die SPAC selbst betrifft. Hier geht es nicht um die Aktien der Zielgesellschaft, um deren Erlangung der Börsennotierung es später bei dem De-SPAC geht. Wenn als wesentlicher Vorteil einer SPAC-Transaktion die „Preissicherheit" angeführt wird,[394] meint dies die freie Vereinbarkeit eines „Kaufpreises" bzw Bewertbarkeit der (Aktien der) Zielgesellschaft.

[394] Siehe schon FN 45 in Kapitel 1.3 und nur *Steinbach*, Welche Vorteile ein SPAC-Merger für IPO-Kandidaten bietet https://www.ey.com/de_de/insights/ipo/welche-vorteile-ein-spac-merger-fuer-ipo-kandidaten-bietet (abgefragt 19.08.2023).

3 Anwendbare Gläubigerschutzbestimmungen bei SPAC-Transaktionen

3.1 Begriffsbestimmungen

Sofern es sich bei der De-SPAC um eine Verschmelzung handelt (was in der Praxis häufig der Fall sein wird) sind hier unterschiedliche Verschmelzungsarten denkbar.

Für SPACs sind jedenfalls nur Verschmelzungen zur Aufnahme, nicht solche zur Neugründung relevant. Dabei tritt die SPAC als übernehmende Gesellschaft auf. Dies, da durch die Verschmelzung auf die SPAC die Zielgesellschaft ja eine Börsennotierung erlangen soll.

In einem grenzüberschreitenden Kontext kann es allenfalls zu einer Import-/Hereinverschmelzung kommen.

Wenn eine Verschmelzung innerhalb eines Konzerns (also unterschiedliche, rechtlich selbständige Gesellschaften unter einheitlicher Leitung[395]) stattfindet, spricht man von einer Konzernverschmelzung, wenn dies nicht der Fall ist von einer Konzentrationsverschmelzung. Für bestimmte Fälle der Konzernverschmelzung sieht das österreichische Recht Erleichterungen bei der Durchführung des Verschmelzungsvorgangs vor.[396] Auch bei SPACs sind Konzernverschmelzungen denkbar – also bei Anteilserwerb vor Durchführung einer *Up-Stream* Verschmelzung.

Natürlich sind auch – unter Beteiligung mehrerer Gesellschaften als zwei – mehrere miteinander in Zusammenhang stehende Verschmelzungen denkbar. Hier unterscheidet man zwischen den Begriffen Mehrfach- und Kettenverschmelzung. Unter der Kettenverschmelzung versteht man mehrere aufeinander folgende Verschmelzungsvorgänge mindestens dreier Gesellschaften. Eine Mehrfachverschmelzung hingegen ist eine einzige Verschmelzung unter Beteiligung mindestens dreier Gesellschaften.[397] In der Praxis werden die zeitlich aufeinander folgenden Verschmelzungen idR vor Eintragung der ersten Verschmelzung in der „Kette" beschlossen und erfolgen die (Firmenbuchanmeldungen und) Firmenbucheintragungen zeitlich dann hintereinander. Dabei sind die späteren Verschmelzungen meist sinnvollerweise aufschiebend bedingt mit dem Wirksamwerden der ersten Verschmelzung der Kette.[398] Auch wenn die Voraussetzungen im Einzelnen umstritten sind, geht die wohl hA von der Zulässigkeit von Kettenverschmelzungen aus. Nur so kann wohl auch § 39 UmgrStG verstanden werden.[399]

---

[395] § 115 GmbHG.

[396] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss* (Hrsg), Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 231 AktG 1ff (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Eckert/Schopper/Wöss* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 231 Rz 2ff (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Brix* in *Straube/Ratka/Rauter* (Hrsg), WK GmbHG § 6 EU-VerschG Rz 12 (Stand 1.3.2018, rdb.at).

[397] Vgl etwa *Berghuber*, Die innerstaatliche grenzüberschreitende Verschmelzung, GesRZ 2024, 304; *Kalss* in *Kalss* in *Kalss* (Hrsg), Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 219 AktG Rz 16 (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Aburumieh/Adensamer/Foglar-Deinhardstein*, Praxisleitfaden Verschmelzung (2014) IV G Rz 1.

[398] *C. Schindler/K. Schindler* in *Straube/Ratka/Rauter* (Hrsg), WK GmbHG § 96 Rz 9 (Stand 1.3.2024, rdb.at).

[399] Vgl etwa *C. Schindler/K. Schindler* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 96 Rz 9; *Kalss* in *Kalss* (Hrsg), Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 219 AktG Rz 16; *Aburumieh/Adensamer/Foglar-Deinhardstein*, Praxisleitfaden Verschmelzung (2014) IV A Rz 3, IV G Rz 2.

Beide dieser Varianten sind auch bei SPACs denkbar. Dabei ist aber auch eine (oder mehrere) dem eigentlichen De-SPAC vorgelagerte Verschmelzung denkbar, sei es nun aus strategischen oder strukturellen Gründen. Genauso möglich wäre auch eine Mehrfachverschmelzung von mehreren übertragenden Gesellschaften (parallel) auf die SPAC als übernehmende Gesellschaft. Insb bei Kettenverschmelzungen würde die Beteiligung zumindest einer ausländischen Gesellschaft die Komplexität maßgeblich erhöhen.

Der Sonderfall einer sog „Dreiecksverschmelzung" (auch „Triangular Merger"), bei dem den Gesellschaftern der übertragenden Gesellschaft nicht Anteile an der übernehmenden Gesellschaft, sondern an einer dritten gewährt werden,[400] ist bei SPACs ebenfalls denkbar. Auch wenn solche Konstellationen im angloamerikanischen Raum gebräuchlicher sind, wird deren Zulässigkeit in der österreichischen Lit bejaht.[401] Praktisch wird dabei meist eine Tochtergesellschaft der Erwerbsgesellschaft als Akquisitionsvehikel eingesetzt und werden zunächst Aktien der Erwerbsgesellschaft auf diese übertragen. Sodann erfolgt die Verschmelzung der Zielgesellschaft auf das Vehikel (dann spricht man von einem Forward Triangular Merger) oder eine Verschmelzung des Vehikels auf die Zielgesellschaft (sog Reverse Triangular Merger).[402] Bei der SPAC kann nur die erste Variante in Frage kommen. Dies würde zumindest die Involvierung einer weiteren Gesellschaft und einen weiteren vorgelagerten Schritt der Anteilsübertragung bedeuten. Dabei ist es auch möglich, die Anteile nicht an einer mit der Erwerbsgesellschaft konzernmäßig verbundenen (zB übergeordneten Holdinggesellschaft),[403] sondern an einer unabhängigen dritten Gesellschaft zu gewähren, auch wenn freilich aus österreichischer Sicht wohl ungewöhnlich.

Ein Sonderproblem ergibt sich bei der Dreiecksverschmelzung bei einer Involvierung einer ausländischen Gesellschaft. So kann der grenzüberschreitende Charakter schon darin bestehen, dass die Anteile an einer ausländischen (Akquisitions)Gesellschaft gewährt werden. Eine solche Verschmelzungskonstellation könnte gegen die AktG-Bestimmungen, die den Erwerb eigener Anteile verbieten, verstoßen. Dies, da ja die Erwerbsgesellschaft ihre Anteile an der dritten Gesellschaft im Zuge der Verschmelzung zunächst auf die Zielgesellschaft überträgt und damit für eine „juristische Sekunde" die Zielgesellschaft Anteile an ihrer eigenen Muttergesellschaft hält.[404] Hierzu ist aber zu bedenken, dass ja die Zielgesellschaft keine eigenen Anteile, sondern Anteile an ihrer Muttergesellschaft erwirbt. Aus Sicht der Akquisitionsgesellschaft, die in einem solchen Szenario eine ausländische Gesellschaft wäre,

[400] Vgl *Kalss* in *Kalss* (Hrsg), Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] Vor §§ 219–236 AktG Rz 5 (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Szep* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG III[6] § 224 Rz 5 (Stand 1.4.2019, rdb.at); *Foglar-Deinhardstein*, Anmerkungen zum (grenzüberschreitenden) Triangular Merger, GesRZ 2012, 326.
[401] *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] Vor §§ 219–236 AktG Rz 5; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 224 Rz 5; *Kalss* in *Kalss* (Hrsg), Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 224 AktG Rz 37 (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2012, 326. Und kommen, wie das Bsp der Bank Austria / Hypo Vereinsbank zeigt, auch vor. Siehe *Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2012, 326; im Detail etwa *M. Binder/Khol*, Bankenehe HypoVereinsbank und Bank Austria - Kurzanalyse, ecolex 2000, 875.
[402] Vgl *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] Vor §§ 219–236 AktG Rz 5; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 224 Rz 5; *Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2012, 326.
[403] Von *Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2012, 326 als „upgrading" bezeichnet.
[404] *Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2012, 326.

würden nach der Lit die §§ 65 und 66 AktG nicht anwendbar sein. Doch wird selbst bei einer Anwendbarkeit vertreten, dass eine Anteilsübertragung erlaubt wäre, da diese im Wege der Gesamtrechtsnachfolge erfolgt.[405]

Durch den Beteiligungserwerb der Zielgesellschaft an der Akquisitionsgesellschaft kommt es zu einer Rückbeteiligung. Die Zielgesellschaft und die Erwerbsgesellschaft sind wechselseitig (indirekt) aneinander beteiligt. Dies würde aber (selbst bei deren Anwendbarkeit) nicht gegen die Regelungen zum Verbot eigener Anteile verstoßen (§ 65 Abs 2 Satz 1, § 65a Abs 2 AktG). Angedacht werden könnte aber die Notwendigkeit der analogen Anwendung von § 224 Abs 3 AktG. Argumentiert werden könnte eine solche mit der Tatsache, dass ansonsten eine Großmutter auf ihre Tochtergesellschaft verschmolzen werden würde, bei der die Anteile an der Tochtergesellschaft nicht ausgekehrt werden und eine wechselseitige Beteiligung besteht.

Wenn man eine solche analoge Anwendbarkeit des Verbots der Anteilsgewähr auf Dreiecksverschmelzungen bejaht, hätten dies auch SPACs zu beachten, sofern eine solche Struktur für den De-SPAC gewählt wird.

Weiters könnte eine Auskehr von Anteilen an der dritten Gesellschaft durch die Zielgesellschaft an die Gesellschafter der Erwerbsgesellschaft dem Einlagenrückgewährverbot entgegenstehen.[406]

3.2 EU-Rechtliche Grundlagen

Die Europäische Kommission hatte bereits in einer Mitteilung vom 28.10.2015 die Notwendigkeit der Aktualisierung der bestehenden Regelungen für grenzüberschreitende Verschmelzungen hervorgehoben um va KMUs (die nach der Kommission 98-99% der Kapitalgesellschaften in der EU insg ausmachen[407]) die Möglichkeit zu geben für sie optimale Unternehmensstrategien wählen zu können.[408] Das Ziel der Kommission bleibt dabei der weitere Ausbau und die Stärkung des Binnenmarkts.[409] Die in Bezug auf grenzüberschreitende Verschmelzungen nunmehr einschlägige Richtlinie (EU) 2019/2121[410] wurde Ende 2019 erlassen. Die Umsetzung in nationales Recht erfolgte in Österreich durch das EU-UmgrG. Der österreichische Gesetzgeber ist der Ansicht, dass sich das österreichische Umgründungsrecht

[405] *Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2012, 326.
[406] Siehe zum Einlagenrückgewährverbot im Detail noch im Kapitel 4.
[407] *European Commission*, Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive (EU) 2017/1132 as regards the use of digital tools and processes in company law and Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive (EU) 2017/1132 as regards cross-border conversions, mergers and divisions COM(2018)141, 25 April 2018, Annex 2.
[408] ErwGr 7 Richtlinie (EU) 2019/2121; vgl auch etwa bereits *European Parlament*, Cross-border mergers, divisions and transfers of seat: Is there a need to legislate?, PE 556.960, Juni 2016.
[409] ErwGr 7 Richtlinie (EU) 2019/2121.
[410] Richtlinie (EU) 2019/2121 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 zur Änderung der Richtlinie (EU) 2017/1132 in Bezug auf grenzüberschreitende Umwandlungen, Verschmelzungen und Spaltungen (Text von Bedeutung für den EWR), ABl L 2019/321.

bisher bewährt habe und daher keine grundlegende Änderung desselben wünschenswert sei.[411] Das EU-UmgrG trat am 01.08.2023 in Kraft.[412]

Die Richtlinie (EU) 2019/2121 ist in Bezug auf die Verfolgung dieses Ziels ein weiterer großer Meilenstein, da nunmehr auch für grenzüberschreitende Spaltungen und Sitzverlegungen (dort als „grenzüberschreitende Umwandlung" bezeichnet, deren Zulässigkeit war im Vorfeld vom EuGH in der Rs *Polbud* erkannt worden[413]) ein einheitliches Regelwerk geschaffen wurde. Außerdem wurden die Regelungen für Verschmelzungen durch die Richtlinie novelliert.[414]

Der Anwendungsbereich der Richtlinie (und der Regelungen grenzüberschreitenden Verschmelzung) ist dabei auf Kapitalgesellschaften beschränkt, wobei Anhang II der Richtlinie (EU) 2019/2121 die umfassten Gesellschaftsformen auflistet.[415] Die Richtlinie ist anwendbar auf Gesellschaften, die „nach dem Recht eines Mitgliedstaats gegründet worden sind und ihren satzungsmäßigen Sitz, ihre Hauptverwaltung oder ihre Hauptniederlassung in der Union haben."[416] Für die Anwendbarkeit ist außerdem erforderlich, dass zumindest zwei der Gesellschaften unterschiedlichen Rechten von Mitgliedstaaten unterliegen (was das grenzüberschreitende Element darstellt). Wesentliche Grundregel ist, dass jede Gesellschaft die Vorschriften des für sie anwendbaren nationalen Rechts einzuhalten hat (Art 121 Abs 1 lit b).

Die Folgen der grenzüberschreitenden Verschmelzung sind jedenfalls der Übergang von sämtlichen Aktiva und Passiva inkl sämtlicher Verträge, Rechte und Pflichten auf die übernehmende oder neu gegründete Gesellschaft und, dass die Anteilseigner der übertragenden zu Gesellschaftern der übernehmenden oder neu gegründeten Gesellschaft werden (siehe Art 119 Z 2 der Richtlinie (EU) 2019/2121), außer sie machen von ihrem Recht auf Barabfindung nach § 40 EU-UmgrG Gebrauch und scheiden aus der Gesellschaft aus.[417] Die übertragende Gesellschaft erlischt liquidationslos.[418] Aus Sicht der jew am Vorgang involvierten Gesellschaft richten sich die Rechtsfolgen nach dem für sie jew anwendbaren Personalstatut.[419] Mittlerweile finden sich in Österreich die Rechtsfolgen der Eintragung der Verschmelzung in § 38 EU-UmgrG.[420]

---

411 ErlRV 25. GP, 1.
412 Bundesgesetz über grenzüberschreitende Umgründungen von Kapitalgesellschaften in der Europäischen Union (EU Umgründungsgesetz – EU UmgrG), BGBl. I Nr. 2023/78.
413 EuGH 25.10.2017, C-106/16, *Polbud*. Siehe etwa auch EuGH 25.10.2017, C-106/16, EWS 2017, 337; EuGH 25.10.2017, C-106/16, NZ 2018/7.
414 Vgl auch *Berghuber*, Grenzüberschreitende Umgründung: Gläubiger vs Organmitglied, GES 2024, 224 (224).
415 Art 118 der Richtlinie (EU) 2019/2121. Nach dessen lit b ist „aber auch eine Gesellschaft, die Rechtspersönlichkeit besitzt und über gesondertes Gesellschaftskapital verfügt, das allein für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft haftet, und die nach dem für sie maßgebenden nationalen Recht Schutzbestimmungen im Sinne des Titels I Kapitel II Abschnitt 2 und des Titels I Kapitel III Abschnitt 1 im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter einhalten muss." umfasst.
416 Art 118 Richtlinie (EU) 2019/2121.
417 Vgl hierzu ausführlich *Brogyányi/Burian-Kerbl* in *Rieder/Potyka* (Hrsg), EU-UmgrG § 40 Rz 1 (Stand 1.8.2023, rdb.at).
418 § 38 Z 4 EU-UmgrG.
419 Vgl etwa *Rieder* in *Rieder/Potyka* (Hrsg), EU-UmgrG § 38 Rz 4 (Stand 1.8.2023, rdb.at).
420 In Umsetzung von Art 129 und 131. Vgl *Rieder* in *Rieder/Potyka*, EU-UmgrG § 38 Rz 1.

Sobald die Verschmelzung wirksam geworden ist, kommt eine Nichtigerklärung, insb bei Mängeln des § 96 Abs 2 GmbHG und § 230 Abs 2 Satz 1 AktG (dies gilt jedoch für sämtliche Mängel), nicht mehr in Betracht (sog Bestandschutz).[421] Der übernehmende Rechtsträger tritt in alle bestehenden Vertragsverhältnisse ein.[422] In § 38 Z 1 EU-UmgrG findet sich jedoch auch eine Billigkeitsregelung, wonach im Falle des Zusammentreffens von miteinander unvereinbaren Verpflichtungen sich der Umfang derselben „nach Billigkeit unter Würdigung der vertraglichen Rechte aller Beteiligten" bestimmt.[423]

3.3 Anwendbare Bestimmungen in Österreich (§§ 219ff AktG, 96ff GmbHG)

Handelt es sich bei De-SPACs um Verschmelzungen zur Aufnahme, kommen, wie auch bei sonstigen Verschmelzungen, die österreichischen Gläubigerschutzbestimmungen zur Anwendung, wenn die Voraussetzungen dafür vorliegen. Dabei kann es sich auch um grenzüberschreitende Verschmelzungen handeln, wenn nicht alle beteiligten Gesellschaften österreichischem Recht unterliegen. Für Importverschmelzungen kommt dabei der nachgelagerte Gläubigerschutz des § 226 AktG zur Anwendung, bei Import- und Exportverschmelzungen unter Beteiligung von ausländischen EU/EWR Gesellschaften nunmehr § 37 EU-UmgrG (bisher § 13 EU-VerschG, anwendbar nur bei Importverschmelzungen, siehe näher unten 3.3).[424] Bei rein innerstaatlichen Sachverhalten, die natürlich auch bei De-SPACs denkbar sind, finden sich die wesentlichen Gläubigerschutzbestimmungen in §§ 219ff AktG und §§ 96ff GmbHG.[425]

Die bei grenzüberschreitenden Sachverhalten anwendbaren Bestimmungen haben sich durch das nunmehr geltende EU-Umgründungsgesetz – EU-UmgrG geändert. Dieses wurde durch den österreichischen Gesetzgeber in Umsetzung (wenn auch zeitlich verspätet[426]) der Richtlinie (EU) 2019/2121 erlassen und regelt nunmehr grenzüberschreitende Umwandlungen, grenzüberschreitende Spaltungen und grenzüberschreitende Verschmelzungen in einem gemeinsamen Gesetz.[427] Rein systematisch ist hervorzuheben, dass sich im EU-UmgrG kein genereller Verweis mehr für die analoge Anwendbarkeit der AktG-Bestimmungen für

[421] Vgl etwa *Szep* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG III[6] § 230 Rz 9ff (Stand 1.4.2019, rdb.at); *Kalss* in *Kalss* (Hrsg), Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 230 AktG Rz 11 (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Brix* in WK GmbHG § 3 EU-VerschG Rz 31; *Napokoj*, Bestandschutz eingetragener Verschmelzungen, GES 2007, 231.
[422] Vgl etwa *Rieder* in *Rieder/Potyka*, EU-UmgrG § 38 Rz 4; EuGH 7.4.2016, C-483/14; *Klampfl*, Anwendbares Recht und Schutz von Gläubigern bei der grenzüberschreitenden Verschmelzung, GesRZ 2016, 228.
[423] Dies gilt freilich nur für Verträge, die noch von keiner Seite vollständig erfüllt sind. Vgl auch *Rieder* in *Rieder/Potyka*, EU-UmgrG § 38 Rz 10.
[424] Vgl etwa *Potyka* in *Rieder/Potyka* (Hrsg), EU-UmgrG § 37 Rz 1 (Stand 1.8.2023, rdb.at); *Schörghofer/Zwick*, Das neue EU-Umgründungsgesetz – eine Einführung in alle Umgründungsarten (II), GES 2023, 396 (401) mit Verweis auf RV 2028 dB XXVII GP, S 14.
[425] Vgl auch *Fasching/Stepan*, Das Phänomen von SPACs (Teil II), ecolex 2022, 623 (623).
[426] Vgl etwa *Schopper*, Kapitalgesellschaftsrecht in Bewegung, NZ 2023, 1.
[427] Siehe zu den zuvor angedachten Umsetzungsvarianten etwa ausführlich *Thomale*, Die EU-Mobilitätsrichtlinie - ein Wachstumsimpuls für das österreichische Umgründungsrecht (Teil II), RdW 2020/313; zum EU-UmgrG vgl etwa ausführlich *Potyka/Rieder*, Die Umsetzung der EU-Mobilitätsrichtlinie in Österreich, RdW 2022, 742.

innerstaatliche Verschmelzungen findet. An mehreren Stellen wird jedoch ausdrücklich auf korrespondierende Bestimmungen im AktG verwiesen.[428]

3.3.1 Exportverschmelzung in der EU/EWR

Das IPRG regelt in seinen §§ 10 und 12 die Anwendung des Personalstatuts, nach dem Sitz der Hauptverwaltung der Gesellschaft, welches alle Rechtsfragen von Beginn bis Ende einer Gesellschaft regelt.[429] In Österreich folgte die Lehre überwiegend der Sitztheorie. Im Gegensatz dazu ist die Gründungstheorie (auch Inkorporationstheorie), wonach das jew Recht, nach dem der Rechtsträger gegründet worden ist, maßgeblich ist, zu sehen.[430] In den Entscheidungen *Überseering* und *Inspire Art*, stellte der EuGH klar, dass das Gründungsstatut auch in anderen Mitgliedstaaten anzuerkennen ist. Dem schloss sich in der Folge auch der OGH an.[431] Daher ist nunmehr das Gründungsrecht einer Gesellschaft eines anderen EU-Staates maßgeblich.[432]

Bei einer Exportverschmelzung einer österreichischen Gesellschaft auf eine Gesellschaft eines anderen EU/EWR Mitgliedstaats kam bisher für die Gläubiger der übertragenden österreichischen Gesellschaft § 13 EU-VerschG zur Anwendung (nicht für die Gläubiger der ausländischen übernehmenden Gesellschaft[433]). Dieser sah einen *ex-ante* Schutz für Gläubiger, mit einem Anspruch auf Sicherstellung ihrer Forderungen, soweit sie nicht bereits Befriedigung verlangen können, vor. Für den Fall des Scheiterns der Verschmelzung, ist eine Rückforderung oder Auflösung der Sicherstellungen durch die Gesellschaft möglich.[434]

Folge der Übertragung des gesamten Vermögens auf eine ausländische Gesellschaft durch Gesamtrechtsnachfolge ist auch der zwingend folgende Wechsel des anwendbaren Gesellschaftsrechts. Durch den *ex-ante* Gläubigerschutz soll verhindert werden, dass Gläubiger von vor der Verschmelzung erworbener Rechte eine Schlechterstellung erfahren.[435] Deshalb wurde auch abgesichert, dass der Sicherstellungsanspruch auch nach der Verschmelzung österreichischem Recht unterliegt, da durch die Verschmelzung nicht negativ in vor deren Durchführung erworbene Rechte eingegriffen werden soll.[436]

Seit In-Krafttreten des EU-UmgrG findet sich die wesentliche Bestimmung des *ex-ante* Gläubigerschutzes nunmehr in § 37 EU-UmgrG. Dieser setzt § 126b der Richtlinie (EU) 2019/2121 um. Danach können Gläubiger der inländischen (also immer nur der österreichischen) Gesellschaft die Bestellung von Sicherheiten verlangen. Sofern diesem

[428] *Schörghofer/Zwick*, GES 2023, 396 (396).
[429] *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Österreichisches Gesellschaftsrecht[2] Rz 3/1173 (Stand 1.6.2017, rdb.at).
[430] *Karollus* in AktG I[5] B. Unionsrechtliche Vorgaben für das Aktienrecht Einleitung Rz 20.
[431] Etwa OGH 08.05.2008, 6 Ob 232/07x.
[432] Siehe für eine jüngere EuGH-Entscheidung auch EuGH 25.4.2024, C-276/22, GesRZ 2024, 181; *Mitterecker*, Grenzüberschreitende Verschmelzungen (2014) 15 ff.
[433] Vgl etwa *Eckert* in *Kalss* (Hrsg), Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 13 EU-VerschG Rz 2 (Stand 1.7.2021, rdb.at).
[434] *Talos/Arzt* in *Talos/Winner*, EU-UmgrG - EU-Umgründungsgesetz (2024) § 37 EU-UmgrG Rz 2.
[435] Vgl etwa *Eckert* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 13 EU-VerschG Rz 3; *Talos/Arzt* in *Talos/Winner*, EU-Verschmelzungsgesetz[2] (2016) § 13 EU-VerschG Rz 1.
[436] *Fasching/Stepan*, 623 (625).

Verlangen nicht nachgekommen wird, können die Gläubiger binnen drei Monaten nach Offenlegung des Verschmelzungsplans diesen Anspruch mit Klage gegen die Gesellschaft geltendmachen.[437]

Inhaltlich sind einige interessante Unterschiede im Vergleich zu § 13 EU-VerschG festzustellen, auch wenn § 37 EU-UmgrG ansonsten sehr ähnlich im Vergleich zur bisherigen Bestimmung ist.[438] So findet sich die Bestimmung, dass es einer Glaubhaftmachung einer Gefährdung der Befriedigung der Gläubigeransprüche nicht mehr bedarf, „wenn die Summe des Nennkapitals und der gebundenen Rücklagen der aus der Verschmelzung hervorgehenden Gesellschaft, wie sie nach der Eintragung der Verschmelzung besteht, niedriger ist als die Summe des Nennkapitals und der gebundenen Rücklagen der übertragenden Gesellschaft“,[439] also bei einem kapitalentsperrenden Effekt, in der neuen Bestimmung nicht mehr.[440] Dies hat wohl den Hintergrund, dass die bisherige Ausnahme nach der Bestimmung des § 13 Abs 1 EU-VerschG teils als nicht europarechtskonform gesehen wurde.[441] Auch hier ist daher künftig eine Bescheinigung der Gefährdung (Glaubhaftmachung) der Gläubigerforderung erforderlich, wobei es, wie die ErlRV 25. GP 8 (wohl zutreffend) feststellen, den Gläubigern in solchen Fällen typischerweise nicht besonders schwer fallen wird eine Bescheinigung der Gefährdung zu erbringen.[442]

Mit dem neuen § 37 EU-UmgrG ist nicht mehr nur eine Glaubhaftmachung und damit eine Beweiserleichterung nur für die Gefährdung vorgesehen, sondern sind kumulativ das Bestehen der Forderung, die mangelnde Fälligkeit und die Gefährdung der Erfüllung aufgrund der grenzüberschreitenden Verschmelzung glaubhaft zu machen.[443]

Außerdem fehlt auch eine dem § 13 Abs 1 EU-VerschG letzter Satz entsprechende Bestimmung, wonach kein Recht auf Sicherstellung für Gläubiger, die im Falle einer Insolvenz Rechte „auf vorzugsweise Befriedigung aus einer nach gesetzlicher Vorschrift zu ihrem Schutz errichteten und behördlich überwachten Deckungsmasse haben“ besteht.[444] Die ErlRV weisen

[437] Vgl etwa auch schon ErläutRV 2028 BlgNR 27. GP; *Potyka*, EU-UmgrG § 37 Rz 1; *Talos/Arzt* in *Talos/Winner*, § 37 EU-UmgrG Rz 2; *Rieder*, Das neue EU-Umgründungsgesetz (Teil II), ecolex 2023, 772 (773).
[438] Vgl etwa *Perner/Simonishvili*, Das neue EU-Umgründungsgesetz, GesRZ 2023, 148 (152); *Hubner*, Gläubigerschutz bei grenzüberschreitenden Umgründungen nach dem EU-Umgründungsgesetz, GES 2023, 115 (118).
[439] § 13 Abs 1 EU-VerschG.
[440] Vgl etwa *Talos/Arzt* in *Talos/Winner*, § 37 EU-UmgrG Rz 4; *Hubner*, GES 2023, 115 (118); *Perner/Simonishvili*, GesRZ 2023, 148 (151); *Schörghofer/Zwick*, Das neue EU-Umgründungsgesetz – Eine Einführung in alle Umgründungsarten (I), GES 2023, 328 (338).
[441] Vgl schon oben und etwa *Eckert* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 13 EU-VerschG Rz 11; *Talos/Arzt* in *Talos/Winner*, § 13 EU-VerschG Rz 15; *Hubner*, GES 2023, 115 (118).
[442] Zu § 20 EU-UmgrG, der Umgründungen betrifft: ErlRV 27. GP 8. Bei ErlRV 27. GP 13 zum für Verschmelzungen entsprechenden § 37 EU-UmgrG wird darauf verwiesen, dass dieser „weitgehend“ § 20 EU-UmgrG entspreche (was auch zutrifft). Vgl auch etwa *Schörghofer/Zwick*, GES 2023, 328 (338).
[443] Siehe etwa *Potyka* in *Rieder/Potyka*, EU-UmgrG § 37 Rz 3; *Talos/Arzt* in *Talos/Winner*, § 37 EU-UmgrG Rz 10f; *Hirschler*, Gläubigerschutz bei grenzüberschreitenden Verschmelzungen, GesRZ 2023, 299 (301).
[444] Vgl etwa *Talos/Arzt* in *Talos/Winner*, § 37 EU-UmgrG Rz 4; *Hubner*, GES 2023, 115 (118).

dabei jedoch darauf hin, dass Gläubigern mit solcherart gesicherten Rechten wohl eine Glaubhaftmachung der Gefährdung wohl praktisch oft schwer möglich sein würde.[445]

Die inhaltlichen Anpassungen im neuen § 37 EU-UmgrG sind zum einen vor dem Hintergrund der EU-rechtlichen Vorgaben (in Art 126b der EU-Richtlinie sind die Regelungen zum kapitalentsperrenden Effekt und zu den insolvenzrechtlich bevorzugt zu befriedigenden Gläubigern) zu sehen. Zum anderen hatte der österreichische Gesetzgeber, nicht zuletzt auch gezeigt durch die neue konzeptionelle Fassung aller EU-rechtlich möglichen grenzüberschreitenden Umgründungsvorgänge in einem Gesetzesakt, eine weitgehende Angleichung der Regelungen (konkret zum Gläubigerschutz) verfolgt. Deshalb wurden auch etwa die Regelungen zu Gläubigerschutzbestimmungen zu grenzüberschreitenden Umwandlungen (§ 20 EU-UmgrG) weitgehend an den bestehenden Regelungen für Verschmelzungen angelehnt.[446]

Für SPACs können aus österreichischer Sicht Exportverschmelzungen nur relevant sein, wenn die österreichische Gesellschaft als Zielgesellschaft auftritt und nicht als SPAC. Aus diesem Grund ist sogleich auf die relevanteren Importverschmelzungen etwas detaillierter einzugehen.

3.3.2 Importverschmelzungen

§ 13 EU-VerschG war bei Importverschmelzungen nicht anzuwenden. [447] Damit war bisher in solchen Fällen lediglich der nachgelagerte Gläubigerschutz des § 226 AktG anwendbar.[448]

Der durch § 37 EU-UmgrG geregelte Sicherstellungsanspruch für Gläubiger der inländischen Gesellschaft findet sich im 3. Hauptstück Abschnitt 1 EU-UmgrG und damit bei den gemeinsamen Vorschriften für Herein- und Hinausverschmelzung. Auch stellen die ErlRV ausdrücklich klar, dass der nunmehr für grenzüberschreitende Verschmelzungen relevante § 37 EU-UmgrG sowohl auf Export- als auch auf Importverschmelzungen anzuwenden ist.[449] Dies gilt aber immer nur für die beteiligte inländische (österreichische) Gesellschaft und dieser kommt daher nur deren Gläubigern zugute.[450] Die neue Regelung führt auch dazu, dass § 226 AktG bei grenzüberschreitenden Verschmelzungen nun nicht mehr zur Anwendung gelangt.[451] Dies führt auch dazu, dass nunmehr ein Unterschied zwischen Hereinverschmelzungen und rein innerstaatlichen Verschmelzungen besteht (bei letzteren gibt es nur den nachgelagerten

[445] Zu § 20 EU-UmgrG, der Umgründungen betrifft ErlRV 27. GP 8; *Talos/Arzt* in *Talos/Winner*, § 37 EU-UmgrG Rz 4; *Hubner*, GES 2023, 115 (118).
[446] Siehe ErlRV 27. GP 8; *Hubner*, GES 2023, 115 (118).
[447] Vgl etwa *Eckert* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 13 EU-VerschG Rz 19; *Brix* in *Straube/Ratka/Rauter* (Hrsg), WK GmbHG § 13 EU-VerschG Rz 3 (Stand 1.3.2018, rdb.at); *Talos/Arzt* in *Talos/Winner*, § 13 EU-VerschG Rz 1.
[448] Vgl etwa *Brix* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 13 EU-VerschG Rz 3; *Eckert* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 13 EU-VerschG Rz 19; *Hirschler*, GesRZ 2023, 299 (300).
[449] ErlRV 27. GP 13f; vgl auch etwa *Potyka*, EU-UmgrG § 37 Rz 1; *Hirschler*, GesRZ 2023, 299 (300); *Schörghofer/Zwick*, GES 2023, 396 (401).
[450] Vgl etwa *Potyka*, EU-UmgrG § 37 Rz 1; *Talos/Arzt* in *Talos/Winner*, § 37 EU-UmgrG, § 37 EU-UmgrG Rz 6; *Schörghofer/Zwick*, GES 2023, 396 (401).
[451] Vgl etwa *Schörghofer/Zwick*, GES 2023, 396 (401).

Gläubigerschutz des § 226 AktG), was vereinzelt bereits kritisiert wurde. Dies mit der Begründung, dass jedenfalls für die Gläubiger der übernehmenden (inländischen) Gesellschaft auch im Falle einer grenzüberschreitenden Verschmelzung keine höhere Gefahrenlage gegeben sei als bei einer rein innerstaatlichen.[452]

Was Sonderrechtsinhaber betrifft, ist die schon bisher bekannte Rangfolge einzuhalten (sofern möglich, Gewährung von gleichwertigen Rechten, ansonsten Abgeltung der Änderung bzw Abgeltung der Rechte selbst).[453]

Bei Exportverschmelzungen darf die notwendige Vorabbescheinigung gem § 37 Abs 3 EU-UmgrG erst nach Sicherstellung der Gläubiger und dem erfolgten erwähnten Vorgehen in Bezug auf Sonderrechtsinhaber ausgestellt werden.[454]

3.3.3 (Export)Verschmelzung auf Drittstaats-Gesellschaft

Verschmelzungen einer österreichischen Gesellschaft mit einer Gesellschaft, die dem Recht eines Drittstaats unterliegt, fallen nicht in den Anwendungsbereich der EU Umgründungsrichtlinien (zuletzt 2019/2121 (EU)).[455] Die hM in Österreich bejaht dennoch die Zulässigkeit einer solchen Verschmelzung (dies bereits vor der Richtlinie 2005/56/EG und dem EU-VerschG.[456] Dies wird damit begründet, dass diese Möglichkeit in § 219 AktG zwar nicht ausdrücklich genannt sei, der historische Gesetzgeber eine Verschmelzung mit Gesellschaften in Drittstaaten nicht verbieten wollte, sondern vielmehr nur seinen Umsetzungspflichten der EU-Richtlinien nachkommen wollte.[457]

Für SPACs kann dies interessant sein, wenn eine österreichische Gesellschaft etwa als Zielgesellschaft von einer in einem Drittstaat börsennotierten Gesellschaft identifiziert und auf diese als übernehmende Gesellschaft verschmolzen werden soll.[458] Praktisch könnte dies etwa mit Gesellschaften, die in den USA oder Großbritannien börsennotiert sind, denkbar sein. Da das einzige bisherige Bsp einer Beteiligung einer österreichischen Gesellschaft an einem De-SPAC eine (geplante) Verschmelzung einer österreichischen Zielgesellschaft auf eine in

---

[452] Vgl etwa *Hirschler*, GesRZ 2023, 299 (300); *Berghuber*, GesRZ 2024, 304.
[453] § 37 Abs 2 EU-UmgrG; vgl etwa *Potyka*, EU-UmgrG § 37 Rz 5; *Talos/Arzt* in *Talos/Winner*, § 37 EU-UmgrG Rz 31; *Perner/Simonishvili*, GesRZ 2023, 148 (151); *Rieder*, Das neue EU-Umgründungsgesetz (Teil II), ecolex 2023, 772 (773).
[454] Vgl etwa auch *Potyka*, EU-UmgrG § 37 Rz 6; *Talos/Arzt* in *Talos/Winner*, § 37 EU-UmgrG Rz 2; *Schörghofer/Zwick*, GES 2023, 396 (401).
[455] *Eckert* in *Kalss* (Hrsg), Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] Vor §§ 1–18 EU-VerschG Rz 42 (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Thomale*, RdW 2020, 424 (426).
[456] *Eckert* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] Vor §§ 1–18 EU-VerschG Rz 42 verweist ua auf *Aburumieh/Adensamer/Foglar-Deinhardstein*, Praxisleitfaden Verschmelzung 436; *Kalss/Eckert* in *Frey*, Corporate Crossing (2007) 57; Internationales Gesellschaftsrecht 775 ff. Siehe auch *Teichmann/Knaier* in *Süß/Wachter* (Hrsg), Handbuch des internationalen GmbH-Rechts[4] (2021) § 4 Sitzverlegung Rz 187ff; *Herrler/Herrler* in *Süß/Wachter* (Hrsg), Handbuch des internationalen GmbH-Rechts[4] (2021) § 5 Grenzüberschreitende Verschmelzungen Rz 11.
[457] *Eckert* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] Vor §§ 1–18 EU-VerschG Rz 42.
[458] Wie dies ja auch im bereits in der Einleitung angesprochenen Bsp der Croma-Pharma GmbH der Fall war, dabei war die SPAC jedoch freilich eine niederländische (und damit EU) Gesellschaft.

Amsterdam börsennotierte Gesellschaft war,[459] scheint es praktisch durchaus denkbar, dass es zu ebensolchen Vorgängen mit Gesellschaften, die dem Recht von „liberaleren" Kapitalmarktregimen, wie zB den USA oder dem Vereinigten Königreich,[460] unterliegen, kommt.

Dabei ergeben sich, selbst wenn man eine Zulässigkeit einer solchen Verschmelzung bejaht, einige praktische Probleme bei der Durchführung. Nicht umsonst ist es dem EU-Gesetzgeber seit Jahrzehnten ein großes Anliegen die divergierenden Regelungsregime der EU-Mitgliedstaaten im Bereich des Gesellschaftsrechts zu harmonisieren.[461] Dabei ist zunächst die Frage nach dem anwendbaren Recht zu klären. Voraussetzung für die Anwendbarkeit österreichischen Rechts ist, dass zumindest eine der an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften österreichischem Recht unterliegt, was sich aus § 12 IPRG ergibt.[462]

§ 219 AktG verwendet den Begriff „AG". Fraglich ist dabei, ob darunter auch ausländische Gesellschaften zu verstehen sind. Der äußerst mögliche Wortsinn des § 219 AktG würde eine solche Interpretation zulassen. Seit der Richtlinie (EG) 2005/56 bestehen auch klare Verfahrensregelungen für grenzüberschreitende Verschmelzungen (freilich für Verschmelzungen zwischen Gesellschaften verschiedener Mitgliedstaaten). Dies würde die Möglichkeit einer analogen Anwendung der Bestimmungen, die in Umsetzung der EU-Richtlinien in nationales Recht transformiert wurden, denkbar machen. So wurde auch vor der nun mittlerweile erfolgten Kodifizierung von grenzüberschreitenden Sitzverlegungen deren Zulässigkeit bejaht.

Für die Zulässigkeit von grenzüberschreitenden Exportverschmelzungen wird teils auf § 2 UmwG verwiesen. Danach ist eine grenzüberschreitende verschmelzende Umwandlung auf einen ausländischen Hauptgesellschafter möglich. Dabei ist darauf hinzuweisen, dass sich der Vorgang der verschmelzenden Umwandlung von jenem der Verschmelzung insofern unterscheidet, als bei ersterem eine Gewährung von Anteilen nicht stattfindet. Genau dies ist aber kein unwesentlicher Unterschied, ist doch der Schutz von Minderheitsaktionären von zentraler Bedeutung (bei grenzüberschreitenden Verschmelzungen).[463] Dass der Gesetzgeber eine verschmelzende Umwandlung bewusst auch auf ausländische Rechtsträger zulassen wollte, obwohl hier die Möglichkeit erhöhter Gefahr für Gläubiger und Arbeitnehmer besteht, wird zT auch als Argumentation gegen ein implizites Verbot einer grenzüberschreitenden Exportverschmelzung in einen Drittstaat gesehen.[464] Auch einige andere Besonderheiten der

---

[459] *DORDA*, https://www.dorda.at/news/dorda-begleitet-erfolgreichen-wachstumskurs-von-croma-pharma-mit-erster-de-spac-transaktion; *Extrajournal*, Croma-Pharma macht SPAC-Deal: Die Kanzleien, https://extrajournal.net/2022/12/30/croma-pharma-macht-spac-deal-die-kanzleien/ (abgefragt 05.01.2023); *Forst*, EHC sichert sich mit Sullivan und Schönherr Croma-Pharma, https://www.juve.de/deals/ehc-sichert-sich-mit-sullivan-und-schoenherr-croma-pharma/ (abgefragt 29.01.2023).

[460] Wie dies etwa die ErläutRV 1276 BlgNR 20. GP 42, 19 anerkennen.

[461] Siehe oben und zB *Papadopoulos*, EU regulatory approaches to cross-border mergers: exercising the right of establishment, E.L. Rev. 2011, 71; *Enriques*, A Harmonized European Company Law: Are We There Already?, ICLQ 2017, 763.

[462] *Eckert* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] Vor §§ 1–18 EU-VerschG Rz 42.

[463] Insb bei Exportverschmelzungen, siehe etwa *Eckert* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] Vor §§ 1–18 EU-VerschG Rz 13.

[464] So etwa *Eckert* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] Vor §§ 1–18 EU-VerschG Rz 44.

grenzüberschreitenden Verschmelzung, die grundsätzlich nicht bei der verschmelzenden Umwandlung zur Anwendung kommen, wie das gerichtliche Überprüfungsverfahren nach §§ 225cff AktG, würden nicht gegen die Zulässigkeit der grenzüberschreitenden Exportverschmelzung sprechen.[465]

Eine grenzüberschreitende Verschmelzung mit einer dem Recht eines Drittstaats unterliegenden Gesellschaft scheint daher einigen in der Lit folgend möglich, auch ohne „Rechtsvereinheitlichung", insb in den Bereichen des Minderheitsgesellschafter-, Gläubiger- und Arbeitnehmerschutzes. Der Gefährdung dieser Gruppen bei solchen Exportverschmelzungen soll durch eine analoge Anwendung der Bestimmungen des EU-VerschG (nunmehr EU-UmgrG) und des ArbVG begegnet werden.[466] Wenn eine Zulässigkeit einer grenzüberschreitenden Exportverschmelzung mit einer Gesellschaft eines Drittlands bejaht würde, müsse dies noch viel mehr auch für Importverschmelzungen zulässig sein, da hier inländische Interessen weniger gefährdet sein würden (nämlich nicht anders als bei rein innerstaatlichen Verschmelzungen).[467] Beim ausländischen Rechtsträger müsse es sich um eine „AG" oder „GmbH" handeln, wobei zu prüfen ist, ob die ausländische Gesellschaftsform (die natürlich meist nicht tatsächlich eine AG oder GmbH sein wird) mit einer österreichischen GmbH bzw AG (iS struktureller Äquivalenz) strukturell vergleichbar ist.[468] Für die ausländische Gesellschaft bleibt jedoch ohnehin ihr nationales Recht anwendbar und während des Verschmelzungsprozesses einzuhalten.[469] Außerdem wird es zumindest erforderlich sein, dass die nach österreichischem Recht normierten Verschmelzungswirkungen auch von der jew Rechtsordnung, der die Gesellschaft des Drittstaats unterliegt, anerkannt werden und diese auch eintreten lassen.[470]

Zuzustimmen ist diesen Stimmen mE insofern als wohl tatsächlich keine „Undurchführbarkeit" einer grenzüberschreitenden Verschmelzung mit einer Gesellschaft eines Drittlands anzunehmen ist.[471] Zweifelsfrei bestehen (auf EU-Ebene) klare Verfahrensregelungen, die in Fällen einer grenzüberschreitenden Verschmelzung mit einer Drittstaat-Gesellschaft analog angewendet werden könnten.[472] Hervorzuheben ist jedoch, dass, wesentliches Anliegen der Praxis Einfachheit, Kosten-, Zeitersparnis und va Klarheit und Vorhersehbarkeit ist.[473] Dies ist

---

[465] Ebd., verweist auf *Kepplinger*, Grenzüberschreitende Verschmelzungen, zulässig - aber undurchführbar?, wbl 2000, 485 (488).
[466] *Eckert* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] Vor §§ 1–18 EU-VerschG Rz 44.
[467] Ebd. verweist auf *Behrens*, JBl 2001, *Behrens*, Anerkennung, internationale Sitzverlegung und grenzüberschreitende Umstrukturierung von Gesellschaften nach dem Centros-Urteil des EuGH, 341 (354).
[468] *Eckert* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] Vor §§ 1–18 EU-VerschG Rz 46 verweist ua auf *Adensamer/Eckert*, GeS 2007, 95, 97 f; *Picot/Land*, Der internationale Unternehmenskauf, DB 1998, 1601, 1605 f.
[469] *Eckert* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] Vor §§ 1–18 EU-VerschG Rz 46.
[470] *Eckert* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] Vor §§ 1–18 EU-VerschG Rz 47 verweist auf *Koppensteiner*, Zur grenzüberschreitenden Verschmelzung, GesRZ 2006, 111, 115.
[471] *Eckert* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] Vor §§ 1–18 EU-VerschG Rz 43.
[472] Ebd.
[473] Siehe bereits oben und etwa *European Commission*, Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive (EU) 2017/1132 as regards the use of digital tools and processes in company law and Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive (EU) 2017/1132 as regards cross-border conversions, mergers and divisions COM(2018)141, 25 April 2018, Annex 5.

bei Verschmelzungen mit Gesellschaften, die dem Recht eines Drittstaats unterliegen, keinesfalls im selben Ausmaß gegeben wie mit solchen anderer EU/EWR Staaten. Umso mehr gilt dies bei Exportverschmelzungen wo va die Gefährdungslage für Gläubiger, Minderheitsgesellschafter und Arbeitnehmer größer ist als bei Importverschmelzungen und daher nicht nur aus Sicht der Gesellschaft (deren Leitungsorgan) Bedenken bestehen können.[474] Solange eine analoge Anwendung von österreichischen Verfahrensbestimmungen, die bei Verschmelzungen mit EU/EWR anwendbar sind, nur in der österreichischen Lit vertreten wird, kann dies zwar für die Praxis eine Orientierungshilfe geben, Unsicherheit wird aber jedenfalls bis zu einer oberstgerichtlichen Klarstellung bestehen bleiben. Für österreichische Firmenbuchgerichte wird ua zu beachten sein, dass eine Löschung der österreichischen Gesellschaft aus dem österreichischen Firmenbuch nicht erfolgt bis nicht die Verschmelzung im Drittstaat wirksam geworden ist (inkl entsprechendem Nachweis).[475] Es lassen sich jedoch Praxisbeispiele finden, in denen eine Verschmelzung mit einer Gesellschaft eines Drittstaats durchgeführt werden konnte.[476]

Für SPACs ist diese Conclusio relevant, soweit Import- oder Exportverschmelzungen mit Drittstaatsgesellschaften angedacht werden (insb vor dem Hintergrund der Börsennotierung der meisten SPACs in den USA und Großbritannien).[477] Die meisten grenzüberschreitenden Verschmelzungen aus österreichischer Sicht finden jedoch ohnehin mit EU/EWR Gesellschaften statt.[478]

3.3.4 Nachgelagerter Gläubigerschutz § 226 AktG

§ 226 AktG ist eine zentrale Bestimmung des Gläubigerschutzes bei Verschmelzungen. Die Regelung ist vor dem Hintergrund der Verschmelzung als Eingriff in bereits bestehende Beziehungen mit Gläubigern und einer Änderung des Rechtsträgers, womit Risiken für Gläubiger einhergehen können, zu betrachten. Für die Gläubiger der übertragenden Gesellschaft kommt es zu einem Schuldnerwechsel. Die Gläubiger der übernehmenden Gesellschaft erfahren zwar keinen Schuldnerwechsel, jedoch kommt es für sie durch einen Hinzutritt von neuen Gläubigern potentiell ebenfalls zu einer Schlechterstellung, was die Durchsetzung ihrer Forderungen betrifft. Dies kann insb auch problematisch für die Gläubiger

[474] Vgl auch etwa *Teichmann/Knaier* in *Süß/Wachter* (Hrsg), Handbuch des internationalen GmbH-Rechts[4] (2021) § 4 Sitzverlegung Rz 187ff.

[475] *Eckert* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] Vor §§ 1–18 EU-VerschG Rz 51; *Teichmann/Knaier* in *Süß/Wachter* (Hrsg), Handbuch des internationalen GmbH-Rechts[4] (2021) § 4 Sitzverlegung Rz 188.

[476] Für Importverschmelzung von schweizerische auf österreichische Gesellschaft: *Wirtschaftsanwälte*, Grenzüberschreitende Verschmelzung – ARLT begleitet OCC Gruppe https://www.wirtschaftsanwaelte.at/grenzueberschreitende-verschmelzung-arlt-begleitet-occ-gruppe/ (abgefragt 19.05.2023).

[477] Siehe dazu auch *Fasching/Stepan*, ecolex 2022, 623 (624f).

[478] *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 219 AktG Rz 5. Die meisten grenzüberschreitenden Verschmelzungen finden traditionell mit deutschen Gesellschaften statt. Siehe auch schon etwa *Mitterecker*, 509; *Gassner/Hable*, Grenzüberschreitende Verschmelzungen nach dem EU-VerschG – Eindrücke aus der Praxis, GES 2009, 168 (168).

sein, da die Vermögenssituation der aus der Verschmelzung hervorgehenden Gesellschaft schlechter sein kann als vor der Verschmelzung.[479]

§ 226 AktG ist seinem Inhalt nach ähnlich dem alten § 13 EU-VerschG, schafft jedoch einen nachgelagerten und keinen *ex-ante* Schutz. Den Gläubigern soll Sicherstellung gewährt werden, sofern ihnen keine Befriedigung zusteht. Diesen Sicherstellungsanspruch können sie innerhalb von sechs Monaten nach der Eintragung der Verschmelzung im Firmenbuch geltend machen.[480] Dabei erstreckt sich der Kreis der Anspruchsberechtigten auf die Gläubiger sämtlicher an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften, weil sich sowohl für die Gläubiger der übertragenden als auch der übernehmenden Gesellschaft Risiken nach der Durchführung der Verschmelzung ergeben können.[481]

Der Sicherstellungsanspruch umfasst sämtliche bis zur Offenlegung der Eintragung der Verschmelzung entstandenen Forderungen. Dh wesentlich ist nicht die Eintragung selbst, sondern die Offenlegung durch das Gericht nach § 10 UGB. Die Forderungen des Gläubigers können gesetzliche oder vertragliche sein und müssen nicht auf Geld gerichtet sein. Die Forderungen müssen vor der Verschmelzung begründet, also jedenfalls vor Eintragung der Verschmelzung begründet worden sein.[482] Es ist ausreichend, wenn etwa bei Schadenersatzansprüchen die Ursachen des Entstehens aber noch nicht der Schaden selbst vor der Eintragung entstanden ist.[483] Die Forderungen dürfen nicht fällig sein. Dabei ist str inwiefern genau der Anspruch schon „entstanden sein" muss, insb wenn dessen Entstehung noch von einer Mitwirkung des Gläubigers abhängig ist.[484] Nicht umfasst sind bloß theoretisch mögliche künftige Ansprüche.[485] Befristete, bedingte oder (der Höhe nach) ungewisse Forderungen sind umfasst.[486] Handelt es sich um eine der Höhe (aber nicht dem Grunde nach, da solche noch nicht „bestehen") nach ungewisse Verbindlichkeit, ist die Sicherheitsleistung betraglich in der Höhe beschränkt, in der die Verbindlichkeit passiviert werden muss.[487] Forderungen, wie Schadenersatzansprüche, iZm der Verschmelzung selbst sind nicht vom Sicherstellungsanspruch des § 226 AktG umfasst, auch dann nicht, wenn sie zT schon vor Eintragung der Verschmelzung entstanden sind. Auch Leistungsansprüche der Gesellschafter, wie (bare) Zuzahlungen oder Barabfindungen, fallen nicht unter § 226 AktG. Anderes gilt natürlich, wenn den Gesellschaftern auch Gläubigerstellung und selbständige Gläubigerrechte

---

[479] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss* (Hrsg), Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 3 (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Szep* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG III[6] § 226 Rz 2 (Stand 1.4.2019, rdb.at).

[480] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 9; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 8.

[481] Vgl etwa *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 4; *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 10.

[482] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 11; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 5.

[483] *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 11.

[484] Vgl etwa *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 5 mit Verweis auf *Grünwald* in *Lutter*, UmwG[5] § 22 Rz 7 f.

[485] Vgl etwa *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 5.

[486] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 11; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 5.

[487] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 11.

zukommen.[488] Die Gläubiger können (jew individuell) auf ihren Sicherstellungsanspruch verzichten.[489] Die Forderung darf nicht fällig sein. Wenn die Forderung während der sechs-Monatsfrist fällig wird, kann die Sicherstellung nur bis zum Zeitpunkt des Eintritts der Fälligkeit verlangt werden. Keinen Anspruch auf Sicherstellung hat ein Gläubiger, der den Eintritt der Fälligkeit selbst herstellen kann, aber dies nicht tut. Ein Sicherstellungsanspruch besteht daher für fällige Forderungen nicht, jedoch kann für diese Befriedigung verlangt werden. Ein Sicherstellungsanspruch liegt nicht bei einer fälligen aber bestrittenen Forderung vor. Selbiges gilt, wenn die Gesellschaft die Begleichung der fälligen Forderung verweigert.[490]

Der Gläubiger hat das Bestehen einer Forderung zu beweisen.[491] Für das Bestehen eines Anspruchs muss durch die Verschmelzung die Befriedigung der Forderung des Gläubigers gefährdet werden. Dabei hat der Gläubiger eine solche Gefährdung glaubhaft zu machen (nicht aber zu beweisen). Der Bestand der Forderung ist hingegen zu beweisen.[492] Die Gefährdung muss konkret bestehen und nicht nur abstrakt möglich sein.[493] Es wird dabei eine vergleichende Betrachtung der Situation vor und nach der Durchführung der Verschmelzung angestellt. Eine solche Gefährdung kann zB bei wesentlicher Verschlechterung der Liquiditäts- oder Bonitätslage der Gesellschaft vorliegen. Die Verschmelzung selbst und nicht andere Umstände muss die Gefährdung verursacht haben.[494] Eine Gefährdung kann wahrscheinlich bestehen bei Vorliegen eines negativen Buchwerts in der Bilanz der übertragenden Gesellschaft und, wenn nach der Bilanz der übernehmenden Gesellschaft ebenfalls Überschuldung naheliegend ist. Wenn die Vermögenssituation der Gesellschaft unübersichtlich ist, wird angenommen, dass im Zweifel ein Sicherstellungsanspruch besteht.[495] Die Gefährdung der Befriedigung ist jedenfalls im Einzelfall und für den jew Gläubiger zu prüfen.[496] Nicht relevant sind bei der Prüfung die Sicherungsansprüche anderer Gläubiger.[497]

In der Praxis unterbleibt die Geltendmachung eines nachträglichen Sicherstellungsanspruchs nach § 226 Abs 1 AktG meist, va wegen der Relevanz des *ex-ante* institutionellen Gläubigerschutzes.[498] Gläubiger müssen sich innerhalb von sechs Monaten nach Veröffentlichung der Eintragung der Verschmelzung im Firmenbuch bei der Gesellschaft

[488] Ebd.
[489] Ebd. Rz 13.
[490] Siehe *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 5; *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 14 verweist ua auf OGH 17.01.2001, 6 Ob 121/00p.
[491] *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 14; vgl aber auch *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 6.
[492] Vgl etwa *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 9; *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 15; *Eckert/Schopper/Wöss* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 226 Rz 3 (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Schörghofer* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 226 Rz 6 (Stand 1.6.2021, rdb.at).
[493] Vgl etwa *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 9; *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 15; *Eckert/Schopper/Wöss* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 226 Rz 3.
[494] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 15; *Eckert/Schopper/Wöss* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 226 Rz 3; *Schörghofer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 226 Rz 6.
[495] Siehe etwa *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 15.
[496] Vgl etwa *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226; *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 15.
[497] Siehe etwa *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 15.
[498] Ebd. Rz 17.

melden. Dabei handelt es sich um eine Präklusivfrist, diese kann nicht verkürzt werden. Bei der Veröffentlichung der Eintragung der Verschmelzung müssen die Gläubiger auf ihr Recht Sicherheitsleistung zu verlangen hingewiesen werden. Die Frist beginnt jedoch auch bei Unterbleiben des Hinweises zu laufen. Auch bei ungenütztem Verstreichen lassen der Frist erlischt für den jew Gläubiger zwar der Sicherstellungsanspruch, nicht jedoch die Forderung selbst.[499]

Voraussetzung für das Bestehen eines Sicherstellungsanspruchs ist, dass die Forderung jedenfalls bis zur Offenlegung der Eintragung der Verschmelzung im Firmenbuch entstanden sein muss. Für die übernehmende Gesellschaft kann sich bei ständiger Geschäftsbeziehung eine vertragsrechtliche Pflicht zur Verständigung der Vertragspartner von der Verschmelzung ergeben. Es besteht jedoch keine gesetzliche Verständigungspflicht ähnlich § 38 UGB.[500] Fällig ist der Anspruch auf Sicherstellung mit Eintragung der Verschmelzung.[501] Für die Höhe des Sicherstellungsanspruchs sind die §§ 1373 f ABGB heranzuziehen.[502] Für die Frage nach der Höhe der Sicherheit ist auf die Ansicht eines sorgfältigen, gewissenhaften Unternehmers abzustellen und was nach diesem Maßstab zur Befriedigung des Gläubigers als erforderlich erachtet wird. Allfällige Gegenforderungen sind zu berücksichtigen.[503] Der Anspruch ist bei der (übernehmenden) Gesellschaft geltendzumachen. Bestreitet diese das Bestehen eines Sicherstellungsanspruchs, kann der Gläubiger diesen gegen die übernehmende Gesellschaft im streitigen Verfahren durchsetzen.[504] In einem solchen Verfahren geht es jedoch lediglich um das Bestehen oder Nichtbestehen einer Gefährdung (konkret) und nicht um die Forderung selbst, die also nicht bestritten sein darf. Ansonsten besteht auch kein Sicherstellungsanspruch. Das Firmenbuchgericht ist nicht kompetent für die Prüfung der Voraussetzungen eines Sicherstellungsanspruchs der einzelnen Gläubiger. Die Prüfung beschränkt sich vielmehr auf die aktuelle Gläubigergesamtheit und der Verschmelzung an sich nach allg Gläubigerschutzbestimmungen (va Kapitalerhaltung und -aufbringung). Die Gefährdung der Forderung ist durch den Gläubiger glaubhaft zu machen, also zu bescheinigen, iSe überwiegenden Wahrscheinlichkeit. Dieses Bescheinigungserfordernis besteht jedoch nach der Rsp nicht, wenn die Verschmelzung zu einem kapitalentsperrenden Effekt führt. Das Bestehen seiner Forderung hat der Gläubiger nach hM zu beweisen (dh keine Beweiserleichterung).[505]

---

[499] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 18; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 8; *Schörghofer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 226 Rz 8.

[500] *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 18; ansonsten erfolgt die „Verständigung" mit der Veröffentlichung der Eintragung der Verschmelzung, vgl *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 8.

[501] *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 19; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 8 mit Verweis auf die deutsche hM.

[502] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 20; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 12; *Schörghofer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 226 Rz 9.

[503] Vgl etwa *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 12; *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 20; und schon oben zum *ex-ante* Schutz in § 13 EU-VerschG.

[504] Vgl etwa *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 10; *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 21; *Schörghofer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 226 Rz 10.

[505] Vgl *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 21; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 9.

Für Inhaber von Schuldverschreibungen und Genussrechten bestimmt § 226 Abs 3 AktG, dass diesen gleichwertige Rechte gewährt werden oder ihnen die Änderung ihrer bestehenden Rechte oder das Recht angemessen abgegolten werden müssen. Dies gilt sowohl für Inhaber solcher Rechte bei der übernehmenden als auch bei der übertragenden Gesellschaft. Es muss sich um wertpapiermäßig verbriefte Rechte handeln (mitgliedschaftliche, vermögensrechtliche).[506] Erfasst sind nach der hM lediglich aktienähnliche Rechte. Wesentlich sind die schuldrechtliche Grundlage und die eigenkapitalartige Ausgestaltung des Papiers. Nicht entscheidend ist, ob mit den Instrumenten Stimmrechte verbunden sind. Nicht umfasst sind hingegen Genussrechte, die nur einfache Gläubigerrechte, zB einen fixen Gewinnbezug vermitteln. Auf diese schlichten Gläubigerrechte sind jedoch § 226 Abs 1 und 2 AktG anwendbar. Grundfrage ist ob die bestehenden Rechte inhaltlich unverändert im Verhältnis zur aus der Verschmelzung hervorgehenden Gesellschaft fortgeführt werden können.[507] Von § 226 Abs 3 AktG sind auch solche Genussrechte, auf die das Recht einer anderen Rechtsordnung als der österreichischen anwendbar ist, umfasst.[508] Anwendbar ist § 226 Abs 3 AktG auch auf Schuldverschreibungen. Das sind zunächst solche nach § 174 AktG, also Gewinnschuldverschreibungen und Schuldverschreibungen,[509] die Gläubigern Umtausch- oder Bezugsrechte von Aktien der an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaft gewährt werden. Umfasst sind aber über den Anwendungsbereich des § 174 AktG hinaus auch bloße Anleihegläubiger mit Fixverzinsung (Schuldverschreibungen ohne Eigenkapitalcharakter).[510] Str ist dabei welche Gestaltungsformen hier im Einzelnen umfasst sein sollen.[511] ZT wird aber vertreten solche Inhaber von Schuldverschreibungen ohne eigenkapitalähnliche Ausgestaltung nicht unter den Anwendungsbereich des § 226 Abs 3 AktG zu subsumieren seien, sondern nur unter § 226 Abs 1 und 2 AktG.[512] Nicht umfasst sind Aktionäre ohne Stimmrecht, wie Vorzugsaktien, aber auch nicht stille Gesellschaften.[513]

Nach § 226 Abs 3 AktG bestehen für die jew Gesellschaft verschiedene Varianten in Bezug auf den Umgang mit Sonderrechtsinhabern. Diesen können entweder gleichwertige Rechte in der übernehmenden Gesellschaft gewährt werden, oder die Änderung oder die Beendigung ihrer

---

[506] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 24; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 14; *Eckert/Schopper/Wöss* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 226 Rz 7; *Schörghofer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 226 Rz 12.

[507] Vgl *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 25ff; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 14.

[508] *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 25ff.

[509] Siehe dazu noch ausführlich im Kapitel 4.3.2.

[510] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 28; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 14.

[511] Vgl etwa *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 14.

[512] *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 28 verweist auf *Hartlieb*, Der Schutz besonderer Gläubiger in der Umstrukturierung der AG (2017) 117; *Zollner/Simonishvili*, Verwässerungsschutz im Verschmelzungsrecht - Überlegungen zum Anwendungsbereich des § 226 Abs 3 AktG, GesRZ 2013, 182 (186 f); *Nowotny* in *König/Schwarzinger* (Hrsg), Festschrift für Werner Wiesner zum 65. Geburtstag (2004) 327 (334).

[513] Vgl etwa *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 14; *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 44.

Rechte angemessen abgegolten werden. Dabei sind ihnen nach der EuGH-Jud[514] primär gleichwertige Rechte zu gewähren, es besteht jedenfalls kein aus der Verschmelzung begründetes Kündigungsrecht.[515] Wenn eine Gewährung gleichwertiger Rechte nicht möglich ist, sind die Sonderrechtsinhaber angemessen für die Änderung oder Beendigung abzufinden. Eine Beendigung ist jedoch nur dann zulässig, wenn (i) eine Fortführung oder (ii) eine Anpassung des Sonderrechts mit der übernehmenden Gesellschaft nicht möglich ist.[516] Eine einvernehmliche Änderung bzw Beendigung der Sonderrechte ist daneben natürlich auch möglich.[517]

Im Verschmelzungsvertrag müssen nach § 220 Abs 2 Z 6 AktG Angaben enthalten sein, welche Rechte den Sonderrechtsinhabern gewährt werden sollen. Dabei ist auch zu erklären, inwiefern Gleichwertigkeit gegeben ist.[518] Schon im Verschmelzungsvertrag sollte ein Angebot an Sonderrechtsinhaber auf Änderung oder vollständiger Abgeltung ihrer Rechte iSe Wahlmöglichkeit gestellt werden.[519] Unterbleibt dies, werden die Rechtsverhältnisse zu gleichwertigen Bedingungen fortgeführt werden. Auch wenn Rechtsverhältnisse nicht fortgeführt werden können, ist dies im Verschmelzungsvertrag zu erklären. Wenn im Verschmelzungsvertrag ein Betrag zur Abfindung wegen Änderung oder Beendigung der Rechtsverhältnisse festgesetzt wird, ist dieser für die jew Gläubiger nicht unbedingt zwingend. Vielmehr können diese einen höheren Betrag verlangen. Über die Angemessenheit des Betrags ist im Zweifel vom Gericht im streitigen Verfahren zu entscheiden.[520] Es sind den Gläubigern „gleichwertige" und nicht zwingend „gleichartige" Rechte einzuräumen. Diese müssen an der übernehmenden Gesellschaft gewährt werden. Gleichwertigkeit ist in einem wirtschaftlichen Sinn zu verstehen. Bei der Beurteilung, ob ein Recht gleichwertig ist, hat im Zweifel das Gericht im Einzelfall zu entscheiden. Sobald ein Recht nicht als gleichwertig gesehen werden kann, handelt es sich um eine Änderung. Entscheidend ist die Wertäquivalenz.[521]

Bei Gewinnschuldverschreibungen hat eine Anpassung der relevanten Bezugsgröße (zB Gewinn oder Umsatz) nach dem konkreten Umtauschverhältnis zu erfolgen. Immer kommt es

[514] Insb EuGH 07.04.2016, C-483/14, siehe *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 15; *Schörghofer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 226 Rz 13.
[515] *Eckert/Schopper/Wöss* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 226 Rz 7 verweist auf EuGH C-483/14, *KA Finanz;* 1 Ob 93/16g; vgl auch *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 15; *Schörghofer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 226 Rz 13.
[516] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 31; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 15.
[517] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 31; *Eckert/Schopper/Wöss* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 226 Rz 8; *Schörghofer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 226 Rz 13.
[518] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 32, 36; *Eckert/Schopper/Wöss* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 226 Rz 7; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 15.
[519] Vgl etwa *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 15; *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 32; *Told*, Sonderrechtsinhaber und sonstige Gläubiger in Verschmelzung und Spaltung (nach C-483/14), GES 2017, 63 (68).
[520] Vgl etwa *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 15; *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 32; *Potyka*, EuGH-Urteil in der Rs KA Finanz - Änderung des § 226 Abs 3 AktG erforderlich?, RdW 2016, 388 (391).
[521] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 35; *Told*, GES 2017, 63 (68).

für die Anpassung auf den konkreten Inhalt des bisherigen Rechts an. Bei Wandelschuld- oder Optionsrechten, mit denen ein Bezugsrecht von Aktien der übertragenden Gesellschaft verbunden ist, muss ein Bezugsrecht auf Aktien der übernehmenden Gesellschaft entsprechend dem konkreten Umtauschverhältnis als gleichwertiges Recht gewährt werden (wenn das Umtauschverhältnis angemessen ist). Bei Wandelschuldverschreibungen, die ein Bezugsrecht von Aktien der übernehmenden Gesellschaft gewähren, liegt Gleichwertigkeit vor, sofern das Bezugsrecht wie bisher erhalten bleibt sowie das konkrete Umtauschverhältnis angemessen ist.[522]

Bei der Abgeltung der Änderung bzw Beendigung der Sonderrechte muss eine „angemessene" Abgeltung erfolgen. Bei der Änderung kommt es nur auf tatsächliche inhaltliche Veränderungen, die durch die Verschmelzung verursacht wurden, an.[523] Da „Angemessenheit" der Abgeltung erforderlich ist, sind die Rechte zu bewerten. Auch hier ist der wesentliche Zeitpunkt jener der Eintragung der Verschmelzung. Die Abgeltung kann neben Geld auch in Sachleistungen oder sonstigen werthaltigen Ansprüchen bestehen. Eine Barabfindung ist daher nicht zwingend erforderlich. [524] Es ist auch möglich für die Sonderrechtsinhaber im Verschmelzungsvertrag zusätzlich zur Einräumung gleichwertiger Rechte oder Änderung derselben auch ein Kündigungsrecht ihrer Rechte gegen angemessene Abgeltung vorzusehen (Beendigung).[525] Sofern die Fortführung oder Anpassung des Rechts möglich ist, besteht keine Beendigungsmöglichkeit seitens der Gesellschaft.[526]

Ansprüche nach § 226 Abs 3 AktG sind vom Sonderrechtsinhaber im Zweifel im streitigen Verfahren durchzusetzen. Es besteht kein Recht ein gesondertes gerichtliches Überprüfungsverfahren, wie nach §§ 225c ff AktG anzustrengen.[527] Das Firmenbuchgericht prüft nicht die Gleichwertigkeit des Rechts oder die Angemessenheit der gewährten Abgeltung. Geprüft wird damit vom Firmenbuchgericht lediglich, inwiefern Verpflichtungen in dieser Hinsicht im Verschmelzungsvertrag normiert sind und ob diese erfüllt wurden.[528]

Für SPACs bedeuten die Regelungen des § 226 AktG folgendes:

Der nachgelagerte Gläubigerschutz führt dazu, dass in einem Zeitraum von bis zu sechs Monaten nach Wirksamkeit einer Verschmelzung (De-SPAC) der Zielgesellschaft auf die

[522] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 35; *Edelmann* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 174 AktG Rz 66; aus Praxissicht auch *Zottl/Pendl*, Die Überprüfung der Barabfindung, GesRZ 2019, 216.
[523] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 36 mit Verweis auf *Grünwald/Nowotny* in *Wiesner/Hirschler/Mayr*, Handbuch Umgründungen Art I Verschmelzung-Unternehmensrecht Rz 207.
[524] Vgl *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 36.
[525] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Wöss* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 226 Rz 8; *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 37.
[526] Siehe bereits oben und etwa *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 37; *Schörghofer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 226 Rz 13.
[527] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 39; *Schörghofer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 226 Rz 15; *Told*, GES 2017, 63 (69).
[528] *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 40; vgl auch *Potyka*, RdW 2016, 388 (391) mit dem Vorschlag das Verfahren zur Überprüfung des Umtauschverhältnisses nach § 225cff AktG auf den Sicherstellungsanspruch auszudehnen.

SPAC-Gläubiger, sowohl der SPAC als auch der Zielgesellschaft, Sicherstellung ihrer Forderung verlangen können. Dies wird häufiger für Gläubiger der Zielgesellschaft relevant sein können, da diese im Gegensatz zur SPAC ja vor der Verschmelzung bereits (potentiell viele Jahre) operativ tätig war. § 226 Abs 1 AktG schafft daher, sofern es sich bei der De-SPAC Transaktion um eine Verschmelzung handelt, einen beachtenswerten *ex-post* Sicherstellungsanspruch von Gläubigern. Dabei ist zu bedenken, dass auch wenn die SPAC vor dem De-SPAC nicht operativ tätig ist, natürlich trotzdem vereinzelt bereits Rechtsgeschäfte durch die SPAC – zumindest für die Anschaffung und Ausstattung von Büroräumlichkeiten, die Erfüllung von Veröffentlichungspflichten etc aber auch durch den Börsengang begründete Rechtsverhältnisse, wie mit rechtlichen, steuerlichen und anderen Beratern – abgeschlossen worden sein und Verbindlichkeiten der SPAC gegenüber Gläubigern bestehen können. Die vor dem De-SPAC mit Dritten abgeschlossenen Rechtsgeschäfte und daher die Anzahl an Gläubigern wird jedoch bei der SPAC regelmäßig nicht dasselbe Ausmaß wie bei der operativ tätigen Zielgesellschaft annehmen.

Für die SPAC selbst kann auch die Regelung des § 226 Abs 3 AktG interessant sein. Danach sind den Inhabern von Schuldverschreibungen und Genussrechten nach der Wirksamkeit der Verschmelzung gleichwertige Rechte zu gewähren. Bei Gewinnschuldverschreibungen wird häufig der relevante Referenzwert dem Umtauschverhältnis angepasst werden müssen, um Gleichwertigkeit herzustellen.[529] Falls dies nicht möglich ist, muss diesen die Änderung ihres Rechts abgegolten werden. Ist auch eine Änderung nicht möglich, muss den Sonderrechtsinhabern die Beendigung des Rechts abgegolten werden. Die beteiligten Gesellschaften haben daher hierbei kein Wahlrecht, sondern diese Rangfolge zu beachten.[530] Sowohl bei SPACs, aber auch bei der bereits operativ tätigen Zielgesellschaft kann es eine Vielzahl an solchen Sonderrechtsinhabern geben. Der Umgang mit diesen kann daher, je nach den konkreten Gegebenheiten, wesentlich entscheidend auch für den Erfolg der De-SPAC sein. Bereits im Verschmelzungsvertrag iZm dem De-SPAC sind Angaben zu den Rechten, die Sonderrechtsinhabern gewährt werden sollen, erforderlich (§ 220 Abs 2 Z 6 AktG). Wie bereits erwähnt, müssen darin auch Angaben enthalten sein, die eine Gleichwertigkeit der nach der Verschmelzung gewährten Rechte nachvollziehbar machen. Sinnvoll wird es sein, den Sonderrechtsinhabern die Möglichkeit der Beendigung ihrer Rechte iSe Kündigungsmöglichkeit, inkl der angebotenen Abfindung in einem solchen Fall, bereits im Verschmelzungsvertrag anzubieten. Damit werden meist mit den meisten bestehenden Sonderrechtsinhabern einvernehmliche Lösungen gefunden werden können. Endgültig geklärt ist das Verhältnis zu sämtlichen bestehenden Sonderrechtsinhabern mit einem solchen Vorgehen über den Verschmelzungsvertrag jedoch noch nicht, da den Sonderrechtsinhabern, die etwa den angebotenen Abfindungsbetrag nicht „angemessen" empfinden, immer noch der Klagsweg offensteht. [531] Insgesamt und abschließend sei an dieser Stelle festgehalten, dass, wenn es sich beim De-SPAC um eine Verschmelzung handelt, § 226 AktG ein für die beteiligten Gesellschaften beachtenswertes Gläubigerschutzregime schafft, das zwar die

[529] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 35; *Told*, GES 2017, 63 (68f).
[530] Siehe bereits oben.
[531] Siehe schon oben und etwa *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 32.

Durchführung der Transaktion in zeitlicher Hinsicht nicht verzögert, aber je nach der Situation der bereits vor dem De-SPAC operativ tätigen Zielgesellschaft, in wirtschaftlicher Hinsicht durchaus relevant für den „Erfolg" des De-SPAC und die Profitabilität der (übernehmenden) Gesellschaft (also SPAC) nach der Durchführung der Transaktion sein kann. Erneut sei darauf hingewiesen, dass nach der Rsp die Gläubigerschutzregelungen nicht abschließend zu verstehen sind, vielmehr die etablierten Grundsätze der Kapitalerhaltung und -aufbringung auch hier anzuwenden sind.[532]

§ 226 AktG hat seine europarechtliche Grundlage in Art 99 Abs 1 und 2 der Richtlinie (EU) 2017/1132/EU[533] (bzw nunmehr Richtlinie (EU) 2019/2121). Die Regelung ist daher auch vor den Überlegungen des EU-Gesetzgebers zu verstehen, dass die Möglichkeit zu grenzüberschreitenden Umgründungen für Gesellschaften Hand in Hand mit dem Schutz von Gläubigern und Gesellschaftern gehen muss.[534] Im internationalen Vergleich gelten generell die österreichischen Gläubigerschutzvorschriften (insb Kapitalerhaltung) als verhältnismäßig „streng".[535] Dies führt dazu, dass es aus österreichischer Sicht bei vielen Konstellationen von grenzüberschreitenden Verschmelzungen zu einer Verschlechterung der Rechte von Gläubigern kommen würde. Damit könnte man sich auch fragen, ob allein die Tatsache, dass das Bestehen eines auf die übernehmende Gesellschaft anwendbaren Rechts weniger strikte Kapitalerhaltungsregeln bestehen allein schon hinreicht um eine „Gefährdung" im oben bereits besprochenen Sinne des § 226 AktG darstellen zu können. Dies wird jedoch von der hM in Österreich und Deutschland verneint. Vielmehr muss die jew Gefährdung im Einzelnen konkretisiert werden.[536] Der hM wird hier zu folgen sein.

Bei den speziell bei Verschmelzungen anwendbaren Gläubigerschutzvorschriften sind Unterschiede zwischen den EU-Mitgliedstaaten durch die bereits angesprochenen EU-Richtlinien iSv Mindeststandards kontinuierlich abgeschwächt worden. Insofern bleibt auch festzuhalten, dass bei der Entscheidung nach dem Recht welchen Mitgliedstaats eine SPAC zu gründen ist, Österreich als Standort aus allein diesem Gesichtspunkt der Regelungen zu grenzüberschreitenden Verschmelzungen (den dabei einzuhaltenden Verfahrensschritten, Arbeitnehmer- und Gläubigerschutzbestimmungen) nicht wesentlich unattraktiver als andere EU-Mitgliedstaaten angesehen werden wird (wenngleich freilich aufgrund des gewählten Weges der „Angleichung" anstelle von „Vereinheitlichung"[537] noch immer Unterschiede

---

[532] Siehe etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter* (Hrsg), WK GmbHG § 82 Rz 133 (Stand 1.12.2017, rdb.at); *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 226 Rz 2; *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 2, 5; *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 223 AktG Rz 3 (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 224 AktG Rz 3; so auch der OGH: OGH 11.11.1999, 6 Ob 4/99b.

[533] Vgl *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 226 AktG Rz 1; *Potyka*, RdW 2016, 388 (389).

[534] Vgl schon ErwG 4 und 6 Richtlinie (EU) 2019/2121.

[535] *Hubner*, GES 2023, 115 (123); dabei sind die Kapitalerhaltungsvorschriften auch etwa strikter als jene des dGmbHG, siehe *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 52 Rz 10a (Stand 1.6.2021, rdb.at).

[536] Vgl etwa *Hubner*, GES 2023, 115 (123).

[537] Verwendet werden oft die Begriffe „Angleichung", „Harmonisierung" und „Koordinierung" wobei alle diese als Annäherung von Rechtsvorschriften, als Beseitigung von Hindernissen für das Funktionieren des Binnenmarktes, nicht als Vereinheitlichung, also Uniformität zu verstehen sind. Siehe etwa *Leidenmühler* in

bestehen). Bezieht man generell andere Bestimmungen österreichischen Rechts in die Entscheidung eines konkreten Standorts mit ein (insb Kapitalerhaltung), stellt sich dies jedoch anders dar und ergeben sich va im Sinne des Fokus dieser Arbeit va Fragen, ob eine SPAC-Transaktion mit sämtlichen typischen Charakteristika überhaupt unter Einhaltung österreichischer Rechtsvorschriften durchgeführt werden kann (wie später in Kapitel 4 noch zu diskutieren sein wird).

Jaeger/Stöger, EUV/AEUV Art 114 AEUV Rz 16f (Stand 1.10.2018, rdb.at). Siehe auch etwa *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, GesR^2 Rz 1/28.

4 Gesellschaftsrechtliche Problemstellungen

Im folgenden Teil dieser Arbeit sollen die einzelnen typischen Charakteristika einer SPAC auf deren Zulässigkeit nach geltendem österreichischen Gesellschaftsrecht geprüft werden. Weiters werden potentielle Haftungsrisiken für die Vorstandsmitglieder iZm den konkreten Schritten analysiert. Dabei werden, soweit möglich, die einzelnen Problemfelder in chronologischer Abfolge, entsprechend dem Lebenszyklus einer typischen SPAC, dargestellt.

4.1 Vorgründungsstadium: Einschränkung der Kompetenzen des Vorstands – Zustimmungspflicht der HV zum De-SPAC

4.1.1 Problem

In der typischen Ausgestaltung der SPAC ist, nachdem die Geschäftsleitung (Vorstand) der SPAC eine Zielgesellschaft gefunden hat, eine Gesellschafterversammlung einzuberufen, in der die Aktionäre der SPAC nach vorhergehender Information über die Zielgesellschaft und die Bedingungen der De-SPAC Transaktion über die Durchführung derselben abstimmen können. Dieses Erfordernis ist als Schutz der Aktionäre, die gewissermaßen Investoren in eine ungewisse Geschäftschance sind, da die Identität der Zielgesellschaft im Zeitpunkt des Investments der Aktionäre ja noch nicht feststeht, zu sehen.[538]

Dies könnte insofern problematisch sein als dem Leitungsorgan der Kapitalgesellschaft, wie bereits oben[539] erläutert, die Leitungskompetenz zukommt. Bei der GmbH ist diese noch gem § 20 Abs 1 GmbHG durch die Weisungsbefugnis von Gesellschaftern beschränkt, während die Vorstandsmitglieder der AG grundsätzlich weisungsfrei sind.[540] Auch durch Gesellschaftsvertrag/Satzung kann die Leitungsbefugnis noch eingeschränkt bzw näher ausgestaltet sein. Betreffend die GmbH ist dies ebenfalls in § 20 Abs 1 GmbHG ausdrücklich normiert.[541]

4.1.2 Hintergrund: Zielvorgaben der Leitungspflicht, Besonderheiten bei der AG

Die Geschäftsführer der GmbH und die Vorstandsmitglieder der AG sind die Leitungsorgane ihrer Gesellschaften. Sie haben das Unternehmen der Gesellschaft ordentlich, gewissenhaft und

[538] Vgl *Stepan*, ZFR 2022, 583 (585) zitiert *Schalast/Geurts/Türkmen*, BB 2021, 1283 (1285); *Strohmeier*, Special purpose acquisition companies SPACs im Spannungsfeld von deutschem Aktien- und Kapitalmarktrecht (2012) 148.
[539] Vgl Kapitel 4.1.
[540] Siehe auch dazu bereits in Kapitel 4.1.
[541] Vgl etwa für die GmbH *Enzinger* in *Straube/Ratka/Rauter* (Hrsg), WK GmbHG § 20 Rz 28f (Stand 1.11.2018, rdb.at); *Rieder* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer* (Hrsg), GmbHG (2017) § 20 GmbHG Rz 6ff; *U. Torggler* in *U. Torggler* (Hrsg), GmbHG § 20 Rz 13 (Stand 1.8.2014, rdb.at) und für die AG etwa *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka* (Hrsg), AktG Taschenkommentar (2019) § 70 AktG Rz 13; *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 70 Rz 8 (Stand 1.7.2021, rdb.at).

sorgfältig zu leiten. Diese Leitungsbefugnis kommt dem Leitungsorgan gesamtorganschaftlich zu.[542]

Neben sondergesetzlich vorgeschriebenen speziellen Sorgfaltspflichten (etwa § 25 Abs 3 BörseG[543]) sind einige Unterschiede zwischen den Vorstandsmitgliedern der AG und den Geschäftsführern der GmbH hervorzuheben. Zunächst ist ein wesentlicher konzeptioneller Unterschied die grundsätzliche Weisungsfreiheit der Vorstandsmitglieder der AG im Gegensatz zur Weisungsgebundenheit der Geschäftsführer der GmbH an Beschlüsse der Gesellschafter.[544] Dies ist eine ganz bedeutende Beschränkung der Leitungsbefugnis der GmbH-Geschäftsführer, die die Vorstandsmitglieder der AG nicht zu beachten haben.

Der Begriff der „Leitung" ist gesetzlich nicht definiert, auch findet sich im AktG oder GmbHG keine inhaltlich definierte Abgrenzung zu den Aufgaben der „Vertretung" und „Geschäftsführung".[545] Es wird jedoch von der hA vertreten, dass diese Begriffe jedenfalls voneinander zu unterscheiden sind. So sei die Leitung ein eigener Teil der Geschäftsführung, letztere daher der weitere Begriff.[546] Unter der Leitung werden danach alle Führungsaufgaben, die in die Kompetenz des Vorstands fallen, erfasst, die Geschäftsführung inkludiert auch sämtliche faktischen und rechtlichen Tätigkeiten.[547]

Die Leitungspflicht ist durch den Unternehmensgegenstand, wie in Satzung/Gesellschaftsvertrag festgelegt, beschränkt und abgesteckt. Nach einigen in der Lit ist jedoch ein zu eng festgelegter Unternehmensgegenstand, der keine Leitungsautonomie des Leitungsorgans mehr verbleiben ließe und den Vorstand zu einem bloßen Empfänger von Anweisungen machen würde, unzulässig.[548] Es ist aber zulässig in der Satzung allg unternehmenspolitische Vorgaben vorzusehen.[549]

---

[542] Vgl etwa *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 70 Rz 5; *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 70 Rz 2 (Stand 1.6.2021, rdb.at).

[543] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG II[6] § 84 Rz 114; 7 (Stand 1.10.2018, rdb.at); *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter* (Hrsg), WK GmbHG § 25 Rz 6 (Stand 1.9.2022, rdb.at); *J. Pachinger/Leopold* in *Gruber* (Hrsg), BörseG 2018/MAR I § 25 Rz 6ff (Stand 1.7.2020, rdb.at); *Oppitz* in *Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner* (Hrsg), BörseG/MAR § 25 BörseG Rz 3ff (Stand 1.8.2019, rdb.at).

[544] Vgl für GmbHs etwa *Enzinger* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 20 Rz 31; RIS-Justiz RS0059980; *Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler* (Hrsg), GmbH-Gesetz[3] (2007) § 20 Rz 9; bei der AG etwa *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 396; *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 70 Rz 8; *J. Reich-Rohrwig* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 70 Rz 38 (Stand 1.10.2018, rdb.at); *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 70 AktG Rz 12.

[545] *J. Reich-Rohrwig* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 70 Rz 28.

[546] Vgl etwa *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 70 Rz 4; *J. Reich-Rohrwig* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 70 Rz 31; *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 70 AktG Rz 6.

[547] *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 70 Rz 4 zitiert *Durstberger*, Information als Kernelement der Unternehmensleitung, GesRZ 2016, 312; *Fleischer* in *Spindler/Stilz*, Beck-Online Großkommentar Aktienrecht[5] (2022) § 76 Rz 14.

[548] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 70 Rz 45; *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 70 Rz 8 verweist ua auf OLG Stuttgart 8 W 271/06; vgl auch *Fleischer* in *Spindler/Stilz*, Beck-Online Großkommentar Aktienrecht[5] (2022) § 76 Rz 60; *Reich-Rohrwig* in *Artmann/Karollus* AktG[6] § 70 Rz 45.

[549] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 70 Rz 45; *J. Reich-Rohrwig/Dibon* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG II[6] § 74 Rz 22 (Stand 1.10.2018, rdb.at).

Der konkrete Umfang der Pflichten ist vom jew Unternehmen abhängig. Grundsätzlich umfasst sind jedoch sämtliche Leitungs- und Führungsaufgaben, wie Organisation, Planung, Kontrolle, die kurz-, lang- und mittelfristige Unternehmensplanung und Geschäftsentwicklung.[550]

Beschränkungen der Leitungsbefugnis ergeben sich durch das dem Aufsichtsrat und der HV zukommende Vetorecht bei gesetzlich vorgesehenen zustimmungspflichtigen Geschäften. In § 95 Abs 5 AktG findet sich eine Aufzählung zustimmungspflichtiger Geschäfte vor deren Durchführung der Vorstand die Zustimmung des Aufsichtsrats einholen muss. Sowohl Satzung als auch der Aufsichtsrat können weitere zustimmungspflichtige Geschäfte festlegen (§ 95 Abs 5 S 5 AktG).[551] Dies geht jedoch nicht so weit als dem Vorstand bestimmte Geschäftsführungsmaßnahmen vorgeschrieben oder verboten werden, die vom satzungsmäßigen Wirkungsbereich umfasst wären. Die Satzung kann aber natürlich durch Festlegung des Unternehmensgegenstands die Tätigkeit des Vorstands entsprechend auf bestimmte Geschäfte oder Vertriebsmethoden begrenzen und auch für einzelne Geschäfte eine Zustimmungspflicht vorsehen, wenn sie von besonderer Bedeutung oder als außergewöhnliche Geschäfte anzusehen sind.[552]

Es werden an mehreren Stellen des AktG Fälle genannt, in denen eine Zustimmung der HV einzuholen ist, wie etwa der später noch näher darzustellende Erwerb eigener Aktien (§ 65 Abs 1 Z 4, 6, 7, 8 AktG), oder die Ausgabe von Wandel- und Gewinnschuldverschreibungen oder Gewährung von Genussrechten (§ 174 AktG).[553]

Außerdem ist auf die Möglichkeit der HV zur Entscheidung über Fragen der Geschäftsführung, sofern dies der Vorstand oder (bei einem Geschäft nach § 95 Abs 5 AktG[554]) der Aufsichtsrat verlangt (§ 103 Abs 2 AktG), hinzuweisen. Ein sodann von der HV gefasster Beschluss ist für den Vorstand bindend wie eine Weisung (trotz grundsätzlicher Weisungsfreiheit).[555]

Weiters wird, der deutschen Holzmüller-Doktrin folgend, von der hM in Österreich die Möglichkeit sog ungeschriebener HV-Zuständigkeiten bejaht. So sollen Maßnahmen, durch die tiefgreifend in die Aktionärsrechte eingegriffen würde, nicht ohne vorherige Zustimmung der Aktionäre vorgenommen werden können.[556] Nach einigen in der Lit ist auch bei faktischer

---

[550] *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 22ff vgl auch etwa *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 70 AktG Rz 6ff.

[551] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 70 Rz 46; *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 70 Rz 4ff; *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 70 AktG Rz 13; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 95 Rz 81 (Stand 1.6.2021, rdb.at); *Eckert/Schopper* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG II[6] § 95 Rz 65f (Stand 1.10.2018, rdb.at); *Brogyanyi/Rieder* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka* (Hrsg), AktG Taschenkommentar (2019) § 95 AktG Rz 26.

[552] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig/Dibon* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 74 Rz 10; *Eckert/Schopper* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 95 Rz 66.

[553] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig/Dibon* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 74 Rz 17; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 95 Rz 86.

[554] *J. Reich-Rohrwig/Dibon* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 74 Rz 13.

[555] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 70 Rz 47ff.

[556] Siehe noch näher unten und etwa *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 70 AktG Rz 13; *J. Reich-Rohrwig* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 70 Rz 48 mit Verweis auf BGH 25. 2. 1982, II ZR

Änderung oder einer Aushöhlung des in der Satzung festgelegten Unternehmensgegenstands eine Zustimmung der Aktionäre einzuholen. Dasselbe soll bei Ausgliederung des überwiegenden Teils des Unternehmens gelten (siehe näher sogleich).[557]

Neben dem Unternehmenswohl, worunter ua die Verfolgung eines bestmöglichen Betriebsergebnisses, die Förderung der langfristigen Unternehmensentwicklung, die Sicherung des Bestands des Unternehmens, alles in Einklang mit dem und im Rahmen des konkreten Unternehmensgegenstand zu sehen ist, sind die Interessen der drei in § 70 AktG genannten Gruppen (Aktionäre, Arbeitnehmer, Öffentlichkeit) zu beachten. Eine Pflicht zur Gewinnmaximierung besteht nicht.[558] Va ist auch nicht die kurzfristige Verfolgung von Rentabilität und von Gewinnen zulasten des langfristigen Erfolgs oder Bestands des Unternehmens allg nicht in Einklang mit den Pflichten nach § 70 AktG.[559] Sondergesetzlich kann die Berücksichtigung zusätzlicher Interessen erforderlich sein. Die in § 70 AktG genannten Zielvorgaben sind jedoch zwingend und könnten auch durch entsprechende Satzungsbestimmungen nicht abbedungen werden.[560] Dem Unternehmenswohl kommt dabei nach hA die Vorrangstellung zu.[561] Die übrigen im Gesetzestext genannten Interessen seien nur „zu berücksichtigen" und können eine Zurückstellung des Unternehmenswohls nicht rechtfertigen.[562] Diese Ansicht hat für sich, dass sie sich mit dem Gesetzestext des § 70 Abs 1 AktG, der die Leitung der Gesellschaft wie das „Wohl des Unternehmens" es erfordert aber eben „unter Berücksichtigung" der Interessen der Aktionäre, Arbeitnehmer und des öffentlichen Interesses bestimmt, decken würde. Lässt sich eine Maßnahme jedoch mit dem

174/80, *Holzmüller*, BGHZ 83, 122, 131; BGH 20.11.2006, II ZR 226/05 = ZIP 2007, 24 = ZIP 2007, 24 = ZIP 2007, 24.

[557] Vgl etwa *J. Reich-* II ZR 226/05 *Rohrwig* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 70 Rz 48; *J. Reich-Rohrwig/Dibon* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 74 Rz 21; *Enzinger* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 20 Rz 50; *Rieder*, § 20 GmbHG Rz 25.

[558] Vgl etwa *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 70 Rz 9; *J. Reich-Rohrwig* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 70 Rz 91f und siehe auch *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 70 AktG Rz 15f.

[559] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 70 Rz 95; *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 70 AktG Rz 16.

[560] *J. Reich-Rohrwig* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 70 Rz 84f.

[561] Vgl etwa *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 70 Rz 11; *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 70 AktG Rz 15.; *J. Reich-Rohrwig* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 70 Rz 91 verweist ua auf *Kalss* in *Goette/Habersack/Kalss*, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz AktG[5] (2019) § 76 Rz 124; *Strasser* in *Jabornegg/Strasser* (Hrsg), AktG[5] (2011) § 70 Rz 28; *Kalss* in *Kalss*/*Nowotny*/*Schauer*, GesR[2] Rz 3/427; *Doralt*, Shareholder Value und Stakeholder Value, ÖBA 2000, 639 (640); *Feltl*, Die Zielvorgaben des § 70 Abs 1 AktG, ecolex 2011, 533; zur deutschen Rechtslage *Mertens/Cahn* in KölnKomm AktG[3] § 76 Rz 21; Siehe auch *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 70 Rz 14 die auf OGH 11.06.2008, 7 Ob 58/08t verweisen.

[562] Vgl etwa *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 70 Rz 15; *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 70 Rz 14, die auf *Reich-Rohrwig* in *Artmann/Karollus* Akt[6] § 70 Rz 83; *Kalss* in *Goette/Habersack/Kalss* (Hrsg), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz AktG[5] (2019) § 76 Rz 161; *Strasser* in *Jabornegg/Strasser*[5] Rz 28; *U. Torggler*, Von Schnellschüssen, nützlichen Gesetzesverletzungen und spendablen Aktiengesellschaften, wbl 2009, 168 (172); *Winner*, Die Zielgesellschaft in der freundlichen Übernahme: Pflichten von Verwaltungsorganen und Sachverständigen nach dem Übernahmegesetz (2002), 73; Doralt, ÖBA 2000, 639; *Schlosser*, Die Organhaftung der Mitglieder des Vorstands der Aktiengesellschaft (2002) 23; aber auch auf die in Deutschland differenziertere Betrachtung hinweisen. Vgl auch etwa *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 70 AktG Rz 20.

Unternehmenswohl in Einklang bringen, stellt die Abwägung der übrigen Interessen eine Ermessensentscheidung des Leitungsorgans iSd BJR (§ 84 Abs 1a AktG) dar.[563]

Die Beachtung des Aktionärsinteresses erfolgt nach überwiegender Ansicht objektiv-typisiert, nicht nach den subjektiven tatsächlichen Aktionärspräferenzen. Zu beachten sind die Interessen der Gesamtheit der Aktionäre und nicht etwa nur die Interessen eines Mehrheitsaktionärs (auch iSd Gleichbehandlungsgebots des § 47a AktG).[564] Langfristig decken sich die Aktionärsinteressen nach einigen idealtypisch mit denen des Unternehmens, da Aktionäre direkt am Unternehmenserfolg partizipieren.[565] Dabei ist jedoch zu bedenken, dass sich Aktionärsinteresse und Unternehmenswohl zT diametral unterscheiden können und Maßnahmen, die eindeutig im Interesse des Unternehmens sind, klar entgegen den Vorstellungen mehrerer Aktionäre sein können. Dies nicht zuletzt, da auch unter den verschiedenen Aktionären unterschiedliche Interessen und Vorstellungen bestehen können. Aktionäre börsennotierter Gesellschaften werden häufig va an einer Steigerung des Börsenkurses der Aktien interessiert sein. Ausschließlich an der Verfolgung des bestmöglichen „*Shareholder Values*" hat das Leitungsorgan jedoch sein Handeln nicht auszurichten, sondern dies stets am Unternehmenswohl zu orientieren. Aufgrund des von einigen angenommen Primats des Unternehmenswohls wird in Österreich ein sog „gemäßigter Shareholder Value" Ansatz angenommen.[566] Folgt man der Ansicht des Primats des Unternehmenswohls, hat das Leitungsorgan bei einer Abwägungsentscheidung im Zweifel zugunsten desselben zu entscheiden.[567] Vertreten wird jedoch zT in der Lit auch, dass sich die Interessen der Arbeitnehmer und des Unternehmens langfristig decken.[568]

4.1.3 Ungeschriebene Kompetenzen der HV

Durchaus umstritten ist die Frage nach möglichen „ungeschriebenen" Gesellschafterkompetenzen spätestens seit der Holzmüller[569] und später der *Gelatine*-Entscheidung[570] des deutschen BGH. Darin hatte der BGH ausgesprochen, dass die gesetzlich vorgeschriebenen Zustimmungskompetenzen der HV einer AG im Gesetz nicht abschließend aufgezählt sind. Eine geplante Maßnahme sei der HV zur Zustimmung vorzulegen, wenn diese Maßnahme in die Vermögens- und Herrschaftsrechte der Aktionäre eingreifen würde. Dabei

[563] Vgl etwa *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 70 Rz 14.
[564] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 70 Rz 97; *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 70 Rz 10; *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 70 Rz 12; *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 70 AktG Rz 18.
[565] Vgl etwa *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 70 AktG Rz 17; *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 70 Rz 10.
[566] Vgl etwa *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 70 AktG Rz 19; *J. Reich-Rohrwig* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 70 Rz 98; *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 70 Rz 10.
[567] *J. Reich-Rohrwig* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 70 Rz 100.
[568] Vgl etwa *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 70 Rz 11; siehe aber auch mit Hinweis auf die diametral entgegengesetzten Interessen *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 70 AktG Rz 21.
[569] BGH, 25.02.1982 - II ZR 174/80, BGHZ 83, 122 ff.
[570] BGH, 26.04.2004 - II ZR 155/02, BGHZ 159, 30 ff., BB 2004, 1182.

handle es sich jedoch um eine Ausnahme und nicht die Regel.[571] Während es in der *Gelatine*-Entscheidung um die geplante Übertragung von 80% der Aktiva einer AG auf deren hundertprozentige Tochtergesellschaft ging, lehnte der BGH eine Zustimmungspflicht der HV bei Übertragung von 50% des Vermögens, in der *Brauerei*-Entscheidung von 2006, ab. In einer späteren Entscheidung stellte der BGH klar, dass eine ungeschriebene HV-Kompetenz nur dann bestehe, wenn durch eine Maßnahme eine Mediatisierung der Mitwirkungsrechte für Aktionäre zu befürchten ist.[572]

Auch der OGH hatte sich bereits mit einer ähnlichen Thematik auseinanderzusetzen, jedoch in mehreren Fällen (zunächst in einer Entscheidung 1996 und später in OGH 09.11.2014, 6 Ob 77/14p[573] und 2018) die Anwendbarkeit der sog Holzmüller-Doktrin offengelassen.[574] Genauso hat auch der österreichische Gesetzgeber bei Änderung des § 103 AktG nicht ausdrücklich Stellung hierzu bezogen.[575]

Die österreichische Lit hat sich jedoch auch bereits ausführlich mit der Frage ob es Maßnahmen gibt, deren Zustimmung jedenfalls den Aktionären unterliegt, beschäftigt.[576] In Österreich tritt die wohl hM in der Lit für eine Anwendung der vom deutschen BGH entwickelten Grundsätze ein.[577] Dies wird va mit einer Analogie zu den sonstigen gesetzlich festgelegten Kompetenzen der Gesellschafterversammlung argumentiert.[578] Es finden sich jedoch in der österreichischen Lit jedoch auch Stimmen, die gegen eine analoge Anwendung der Holzmüller-Doktrin eintreten.[579] Vereinzelt wird auch eine Anwendung nur auf Asset Deals und nicht auf Share

---

[571] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Reheis* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 237 Rz 28ff (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Deutsch/Leonhartsberger* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 103 Rz 26 (Stand 1.6.2021, rdb.at).

[572] *Karollus*, Holzmüller/Gelatine-Grundsätze und Beteiligungserwerb, Aufsichtsrataktuell 2024, 143 mit Verweis auf BGH 25.11.2002, II ZR 133/01, BGHZ 153, 47 = NZG 2003, 280 = NJW 2003, 1032.

[573] Siehe etwa OGH 9.10.2014, 6 Ob 77/14p, ecolex 2015/18; OGH 09.10.2014, 6 Ob 77/14p, JAP 2014/2015/22; OGH 9.10.2014, 6 Ob 77/14p, NZ 2015/8.

[574] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Reheis* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 237 Rz 29; *Deutsch/Leonhartsberger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 103 Rz 28; *Bydlinski/Potyka* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG II[6] § 103 Rz 21 (Stand 1.10.2018, rdb.at).

[575] OGH 9.10.2014, 6 Ob 77/14p, ecolex 2015/18; OGH 9.10.2014, 6 Ob 77/14p, JAP 2014/2015/22; OGH 9.10.2014, 6 Ob 77/14p, NZ 2015/8; *Eckert/Schopper/Reheis* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 237 Rz 29 zitiert ErläutRV 208 BlgNR 24. GP 17.

[576] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Reheis* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 237 Rz 28ff.

[577] *J. Reich-Rohrwig/Dibon* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 74 Rz 21; *Eckert/Schopper/Reheis* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 237 Rz 29 verweist auf *Nowotny*, Handels- und gesellschaftsrechtliche Probleme einer Unternehmensteilung, DRdA 1989, 93 (94); *Reich-Rohrwig*, Ist der Vorstand einer Aktiengesellschaft weisungsgebunden?, ecolex 1990, 285; *Hügel*, Verschmelzung und Einbringung: Unternehmensübertragung auf verbandsrechtlicher Grundlage im österreichischen und deutschen Gesellschafts-, Bilanz- und Ertragsteuerrecht der Kapitalgesellschaften (1993) 100; *Bachner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*[2] § 103 Rz 31 ff; *Eckert/Schopper/Setz* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 103 (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Karollus*, Aufsichtsrataktuell 2024, 143.

[578] Vgl etwa *Deutsch/Leonhartsberger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 103 Rz 30; *Eckert/Schopper/Reheis* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 237 Rz 29 verweist auf *Bachner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*[2] § 103 Rz 31; *Bydlinski/Potyka* in *Artmann/Karollus*, AktG[6] § 103 Rz 23; *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*[2] Rz 3/832; *Fleischer*, Mitwirkungsbefugnisse der Aktionäre bei Struktur-, Vergütungs- und Personalentscheidungen in Deutschland, Österreich und der Schweiz, GesRZ 2010, 193 (194 f).

[579] Etwa ausführlich *Koppensteiner*, Wider ungeschriebene Zuständigkeiten der Hauptversammlung, GES 2022, 232; Siehe *Karollus*, Aufsichtsrataktuell 2024, 143 für eine Übersicht zum aktuellen Meinungsstand.

Deals vertreten.[580] Nach dem heutigen Verständnis der Holzmüller-Doktrin ist nicht jede außergewöhnliche Geschäftsführungsmaßnahme der Gesellschafterversammlung zur Zustimmung vorzulegen, sondern nur eine solche, die in wesentlichem Ausmaß in die Mitgliedschaft der Gesellschafter eingreift. Dabei wird es sich häufig um tiefgreifende, strukturelle, unternehmensstrategische oder politische Maßnahmen handeln. Immer ist eine Gefährdung der Mitgliedschaftsrechte notwendig.[581] Es müssen, wie dies auch der OGH wiedergibt (aber selbst nicht zur Anwendbarkeit der Doktrin in Österreich Stellung nimmt), durch eine geplante Maßnahme die Rechte der Aktionäre wesentlich beeinträchtigt sein und in die Vermögensposition einerseits und die Herrschaftsposition andererseits der Aktionäre eingegriffen werden.[582] Zur Abgrenzung zwischen „bloßen" außergewöhnlichen Geschäften, die nicht in diesem Maße in die Interessen der Aktionäre eingreifen und solchen, auf die dies iSd Holzmüller-Doktrin zutrifft, wird der Begriff „Grundlagengeschäfte" verwendet.[583] Welche Geschäfte nun konkret der Zustimmungspflicht der HV unterliegen sollen, ist nicht eindeutig geklärt, da wie erwähnt höchstgerichtliche Rsp fehlt. Nach einigen soll jedoch jedenfalls eine faktische Änderung oder Aushöhlung des Unternehmensgegenstands – wie in der Satzung festgelegt – der Zustimmungspflicht unterliegen.[584] Selbiges soll – in Anlehnung an die Rsp des BGH – gelten bei Ausgliederung des überwiegenden Teils des Unternehmens. Letzteres auch in Anlehnung an eine Entscheidung des OGH zu einer GmbH, in der der gesamte Produktionsbetrieb ausgelagert werden sollte.[585]

Ob nun durch die geplante De-SPAC-Transaktion in dem nach der Holzmüller-Doktrin dargestellten Ausmaß in die Aktionärsrechte eingegriffen werden würde, ist nachfolgend kurz zu analysieren.

Für die SPAC, bei der es sich als österreichische börsennotierte Gesellschaft zumeist um eine AG handeln wird,[586] ist die Zustimmung der Aktionäre (der *investors*) zum geplanten De-SPAC eines der typischen Charakteristika.[587] Fraglich ist nun, ob eine Erweiterung der Kompetenzen der Aktionäre über die gesetzlich vorgesehenen hinaus zulässig ist. Bei der AG ist grundsätzlich der Vorstand das Leitungsorgan der AG. Er hat die Gesellschaft „unter eigener Verantwortung […] so zu leiten, wie das Wohl des Unternehmens unter Berücksichtigung der Interessen der Aktionäre und der Arbeitnehmer sowie des öffentlichen Interesses es erfordert."[588] Ihm kommt

[580] *Foglar-Deinhardstein/Hartig* in *Kalss/Frotz/Schörghofer* (Hrsg), Handbuch für den Vorstand (2017) 32. Der Vorstand beim Management Buy-Out (MBO) Rz 23.
[581] Vgl etwa *Deutsch/Leonhartsberger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 103 Rz 30f; *Bydlinski/Potyka* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 103 Rz 22.
[582] OGH 09.10.2014, 6 Ob 77/14p, NZ 2015/8; OGH 09.10.2014, 6 Ob 77/14p, ecolex 2015/18; OGH 9.10.2014, 6 Ob 77/14p, JAP 2014/2015/22.
[583] Vgl etwa *Enzinger* in *Straube/Ratka/Rauter* (Hrsg), UGB I[4] § 116 Rz 8 (Stand 1.7.2022, rdb.at).
[584] *J. Reich-Rohrwig* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 70 Rz 48.
[585] Ebd. zitiert OGH 10.05.1984, 8 Ob 574/83.
[586] Auch wenn andere Gesellschaftsformen, insb SE möglich sind. Siehe *Wiener Börse*, https://www.wienerborse.at/listing/aktien/unternehmensliste/ (abgefragt 20.05.2023).
[587] Siehe bereits in der Einleitung zum Ablauf einer SPAC-Transaktion.
[588] § 70 Abs 1 AktG.

daher grundsätzlich die alleinige Leitungs- und Geschäftsführungsmacht zu.[589] Dass dies nicht uneingeschränkt gilt, wurde bereits oben gezeigt.[590]

Fraglich scheint schon grundsätzlich, ob nur die Ausgliederung von Betriebsteilen oder auch der Verkauf oder Kauf von Geschäftsbereichen einen Anwendungsbereich der Holzmüller Doktrin darstellt. Interessant ist, dass die Vertreter der analogen Anwendung der Holzmüller-Doktrin auf das österreichische Aktienrecht als Bsp für Anwendungsfälle nicht nur den Verkauf (ähnlich zur Sachlage in der Holzmüller-Entscheidung des BGH), sondern teils auch den Erwerb von wesentlichen Geschäftsbereichen nennen. Dies teils dem BGH folgend mit der Einschränkung, dass die wesentlichen Geschäftsbereiche zumindest rund 80% des Unternehmenswerts (meist wird auf Umsatz, Ertrag oder Vermögen der Gesellschaft abgestellt) ausmachen müssen.[591]

ISd Holzmüller-Doktrin wird iZm SPACs argumentiert, dass der Zweck des Zustimmungserfordernisses der HV im Schutz der Aktionäre vor Mediatisierung ihres bestehenden Einflusses in der AG bestehe. Dies sei etwa dann gegeben, wenn Geschäftstätigkeiten auf eine Beteiligungsgesellschaft übertragen werden. Außerdem sollten die Aktionäre vor einer nachteiligen Verwässerung ihrer Beteiligung geschützt werden. Einige in der deutschen Lit kommen zu dem Schluss, eine solche Beeinträchtigung der Aktionärsrechte sei bei einem Erwerb der Zielgesellschaft durch die SPAC nicht gegeben (zT ohne dies näher zu begründen).[592] Zuzustimmen ist dem mE bei einem bloßen Erwerb von 100% der Anteile (Share Deal) der Zielgesellschaft, die die Einflussmöglichkeiten der Aktionäre nicht beeinträchtigen und deren Beteiligung nicht verwässern (können).[593] Daran ändert auch die Tatsache nichts, dass die Aktionäre im Zeitpunkt ihres Beteiligungserwerbs (bzw der Gründung) zwar vom De-SPAC als zukünftige Maßnahme generell wissen, die Zielgesellschaft, deren Anteile erworben werden sollen, jedoch unbekannt ist.

Insgesamt wird es aber stets auf die konkrete Ausgestaltung der Transaktion ankommen. Es scheinen auch Fälle denkbar, in denen die Aktionärsrechte, va Einflussrechte, eingeschränkt werden. Denkbar wäre dies etwa beim Abschluss von Syndikatsverträgen (Stimmbindungsverträgen), in denen (zukünftige) Mitgesellschafter ihr Stimmverhalten abstimmen. Dies wird beim Erwerb von 100% der Anteile der Zielgesellschaft nicht relevant sein, da die SPAC die Alleingesellschafterin ist. Die Einflussmöglichkeiten der Aktionäre auf die SPAC direkt ändern sich daher nicht, da die SPAC ja nach der Transaktion typisch bestehen

[589] Vgl etwa *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 70 Rz 2; *J. Reich-Rohrwig* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 70 Rz 28ff; *Stepan*, ZFR 2022, 583 (586).
[590] Vgl Kapitel 4.1.2.
[591] Vgl *Karollus*, Aufsichtsrataktuell 2024, 143; *Diregger* in *Kalss/Frotz/Schörghofer* (Hrsg), Handbuch für den Vorstand (2017) 21. Das Verhältnis von Vorstand und Hauptversammlung Rz 22; *Bydlinski/Potyka* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 103 Rz 22 nehmen dies bei 70-80% an, mit dem Hinweis, dass diese Werte nur Indizwirkung haben sollen; *Bydlinski/Potyka* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 103 Rz 22; nach *Bachner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 103 AktG Rz 7 soll ein Wert von 75%-80% der wesentliche Schwellenwert sein.
[592] *Schalast/Geurts/Türkmen*, BB 2021, 1283 (1285); *Geurts*, RdF 2023, 172 (173).
[593] So wohl auch in der Argumentation *Geurts*, RdF 2023, 172 (173).

bleibt.[594] In den meisten Fällen wird aber nichts anderes als bei „herkömmlichen" Beteiligungserwerben gelten, wo regelmäßig kein Mediatisierungseffekt vorliegt und den Aktionären im Gegensatz zu einer Ausgliederung keine Substanz entzogen wird.[595] Eine solche Mediatisierung wird auch nicht im „Abfluss" der als Kaufpreis aufgewendeten Mittel und etwa einem höheren Verschuldensgrad der Gesellschaft liegen können, da ansonsten bei einer Vielzahl anderer, gewöhnlicher Rechtsgeschäfte eine Zustimmung einzuholen wäre und das Leitungsmonopol des Vorstands ausgehöhlt werden würde. Dies würde dem Zweck der Holzmüller-Doktrin widersprechen.[596]

Denkbar wäre noch ein Fall ähnlich wie ihn *Schalast/Geurts/Türkmen* beispielhaft nennen, wenn nämlich Geschäftstätigkeiten von der SPAC ausgegliedert werden. Der quantitative Umfang von (wie in Deutschland meist angenommen, zumindest 80% des Unternehmenswerts) wird im Falle eines De-SPAC typischerweise jedenfalls erfüllt sein.[597] Dies, da ja immer das gesamte Zielunternehmen (Zielgesellschaft) erworben werden soll. Für GmbHs hat der OGH sich bereits explizit für eine Zustimmungskompetenz der Gesellschafter bei einer Ausgliederung des Unternehmens in eine andere Gesellschaft ausgesprochen.[598] Eine Ausgliederung von Betriebsteilen wird jedoch regelmäßig nicht Teil der SPAC-Transaktion sein, ist aber freilich im Lebenszyklus jeder Gesellschaft denkbar.[599] Weit hergeholt – wenn auch denkmöglich – scheinen Fälle in denen eine solche Ausgliederung (wie auch immer praktisch ausgestaltet, zB Abspaltung, Asset Deal, etc) aufgrund von wettbewerbsrechtlichen Beschränkungen für die Durchführung des De-SPAC erforderlich wäre. Dies, da die SPAC ja keine operativ tätige Gesellschaft ist, sondern als bloße Mantelgesellschaft gegründet und keine Geschäftstätigkeit betreiben wird, die insofern mit der einer Zielgesellschaft in einem problematischen Ausmaß konkurrieren würde.[600]

Angesprochen sei idZ noch, dass die hM in der Lit in den Entscheidungen über Börsengänge und Delistings ungeschriebene HV-Kompetenzen sieht. Nach einer Meinung soll dies auch für sog „*Back Door*"/„kalte" Delistings gelten.[601] Dies könnte die Schlussfolgerung erlauben, auch für Back Door Listings – also den typischen De-SPAC zwecks Erlangung der Börsennotierung – müsste eine ungeschriebene HV-Kompetenz zur Beschlussfassung bestehen. Dabei würde

[594] Was wohl *Schalast/Geurts/Türkmen*, BB 2021, 1283 (1285) ähnlich sehen und meinen (auch wenn so nicht explizit begründet). Siehe auch *Stepan*, ZFR 2022, 583 (585).
[595] Wo regelmäßig keine ungeschriebene HV-Kompetenz besteht, siehe etwa *Karollus*, Aufsichtsrataktuell 2024, 143.
[596] Vgl *Karollus*, Aufsichtsrataktuell 2024, 143.
[597] *Stepan*, ZFR 2022, 583 (585).
[598] *J. Reich-Rohrwig* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 70 Rz 48 mit Verweis auf OGH 10.05.1984, 8 Ob 574/83.
[599] Vgl *Stepan*, ZFR 2022, 583 (585).
[600] Vgl etwa für solche Auflagen *Frenz*, Zusagen in der Fusionskontrolle, EWS 2015, 79.
[601] *Diregger* in *Kalss/Frotz/Schörghofer* (Hrsg), 21. Das Verhältnis von Vorstand und Hauptversammlung Rz 22. Damit ist jede Form des Delistings als Folge einer gesellschaftsrechtlichen Maßnahme, insb Squeeze-Outs, Rechtsformwechsels oder einer Verschmelzung – auf eine nicht börsennotierte Gesellschaft – gemeint. Mit letzterer Konstellation hatte sich der OGH bereits in der vieldiskutierten Entscheidung OGH 23.6.2017, 6 Ob 221/16t zu befassen und dort einen Beschluss einer Verschmelzung, die lediglich zum Zweck des Delistings durchgeführt werden sollte, als rechtsmissbräuchlich beurteilt. Siehe dazu etwa *Diregger/Eigner*, Das freiwillige Delisting vom Amtlichen Handel, ÖBA 2018, 850; OGH 23.06.2017, 6 Ob 221/16t, ecolex 2017/364; OGH 23.06.2017, 6 Ob 221/16t, GesRZ 2017, 323.

aber selbst, wenn man hierfür den Anwendungsbereich der Holzmüller-Doktrin eröffnet sehen würde, bedenken müssen, dass dies lediglich bei der Zielgesellschaft des De-SPAC eine Beschlussfassung erforderlich machen würde.

Der deutsche Gesetzgeber scheint wohl zumindest nicht davon auszugehen, dass in jedem Fall eine ungeschriebene Kompetenz der HV zur Zustimmung des De-SPAC iSd Holzmüller-Doktrin besteht. So kann jedenfalls die Einführung des Zustimmungserfordernisses von zumindest 75% des bei der HV anwesenden Grundkapitals zum De-SPAC, wie nun in § 46 Abs 1 dBörsG festgeschrieben, verstanden werden[602] (möglich ist natürlich auch, dass man hier schlicht Unklarheiten in dieser Hinsicht vermeiden wollte).

Das Problem, dass ein Share Deal nicht in die ungeschriebene Kompetenz der HV fallen könnte, wäre im Übrigen auch nicht dadurch zu „umgehen", in dem man die Aktien einer Vinkulierung unterwirft,[603] da es beim De-SPAC ja nicht um den Verkauf und die Übertragung von SPAC-Aktien geht.

4.1.4 Änderung des Unternehmensgegenstands

Wenn im Rahmen der De-SPAC Transaktion eine Satzungsänderung erforderlich ist, ist jedenfalls, wie für jede Satzungsänderung, ein HV-Beschluss – wohlgemerkt für die entsprechende Satzungsänderung – erforderlich.[604] Dies wird insb dann der Fall sein, wenn die SPAC vor dem De-SPAC als Unternehmensgegenstand die üblichen Holdingfunktionen als Unternehmensgegenstand in ihrer Satzung festgeschrieben hat und nach dem De-SPAC selbst operativ tätig sein soll. In einem solchen Fall erübrigt sich die Diskussion um ungeschriebene Kompetenzen der HV daher, da eine Beschlussfassung gem § 145 AktG mit einfacher Stimmenmehrheit und drei Viertel des anwesenden Grundkapitals erforderlich ist.[605] Ein Beschluss der Aktionäre soll nach einigen in der Lit auch bei einer de-facto Änderung oder Aushöhlung des Unternehmensgegenstands erforderlich sein.[606] Der HV-Beschluss kann zwar in der selben HV wie der Beschluss über den De-SPAC gefasst werden. Dies ist jedoch nicht zwingend. Denkbar ist daher, dass der Vorstand einen De-SPAC (als Share oder Asset Deal) ohne vorherige Zustimmung der Aktionäre durchführen würde und sich diese in der Folge mit der notwendigen Änderung der Satzung konfrontiert sehen.

Hervorgehoben sei an dieser Stelle, dass wenn es sich beim De-SPAC um eine Verschmelzung handelt, ohnehin schon gem § 221 AktG eine Zustimmung von mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung anwesenden Grundkapitals bei allen beteiligten Gesellschaften

[602] Wenn es sich allerdings beim De-SPAC um eine Verschmelzung handelt, soll es bei den bereits bekannten Beschlusserfordernissen für Verschmelzungen bleiben. Vgl *Geurts*, RdF 2023, 172 (174).
[603] Vgl *Foglar-Deinhardstein/Hartig* in *Kalss/Frotz/Schörghofer* (Hrsg), Handbuch für den Vorstand (2017) 32. Der Vorstand beim Management Buy-Out (MBO) Rz 23.
[604] Vgl ähnlich etwa *Schalast/Geurts/Türkmen*, BB 2021, 1283 (1285) und allg etwa *J. Reich-Rohrwig/Dibon* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 74 Rz 58.
[605] Vgl etwa auch *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 146 Rz 2 (Stand 1.4.2019, rdb.at).
[606] *J. Reich-Rohrwig* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 70 Rz 48 verweist auf OGH 10.05.1984, 8 Ob 574/83.

erforderlich ist. Für die Verschmelzung ist der HV-Beschluss daher bereits eine Wirksamkeitsvoraussetzung.[607]

Abschließend sei noch § 237 AktG angesprochen, der die Zustimmung von mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung anwesenden Grundkapitals für die Zulässigkeit der Übertragung des gesamten Vermögens einer Aktiengesellschaft, die nicht unter den neunten Teil des AktG[608] und §§ 235f AktG[609] fällt, vorsieht. Auch wenn der Gesetzestext nur von der Übertragung des „ganzen" Gesellschaftsvermögens spricht, wird ein Zustimmungserfordernis von der hM in der Lit auch im Falle der Übertragung (nur) eines wesentlichen Teils der Aktiva der Gesellschaft befürwortet.[610] Anwendbar ist diese Bestimmung daher bei Fällen der Einzelrechtsnachfolge[611], insb bei Asset Deals.[612] In solchen Fällen ist die Zustimmung der HV Wirksamkeitserfordernis des schuldrechtlichen Unternehmenskaufvertrags.[613] Für SPACs wird diese Bestimmung daher weniger relevant sein. Selbst wenn es bei De-SPACs zu einer Anwendbarkeit des § 237 AktG kommen würde, hätte dieser aber ohnehin lediglich ein Zustimmungserfordernis der HV der Zielgesellschaft und nicht zwingend der SPAC zur Folge.

4.1.5 Zustimmungspflicht in der Satzung

Überlegenswert ist, ob es möglich wäre eine Pflicht die vorherige Zustimmung der Aktionäre zu einer geplanten Maßnahme einzuholen in einer entsprechenden Satzungsbestimmung einer österreichischen SPAC vorzusehen.[614]

Wie bereits zuvor gesagt, ist es prinzipiell möglich in der Satzung auf die Handlungen der Leitungsorgane Einfluss zu nehmen. Dies gilt jedoch nicht unbeschränkt. Jedenfalls unzulässig sind solche fakultative Satzungsbestimmungen, die gegen die Prinzipien und das Wesen des Aktienrechts verstoßen würden. Zu diesen Prinzipien gehört auch die Kompetenzverteilung der Organe. Wenn eine Entscheidung über den Erwerb von Anteilen an einer anderen Gesellschaft, als „gewöhnliche" Geschäftsführungsmaßnahme, der Kompetenz des Leitungsorgans entzogen wird und stattdessen an die Aktionäre (die HV) übertragen wird, könnte dies gegen die

---

[607] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 70 Rz 54.
[608] Also Verschmelzungen.
[609] Vermögensübertragung auf eine Gebietskörperschaft und Vermögensübertragung auf einen Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit.
[610] Vgl etwa *Hartig* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka* (Hrsg), AktG Taschenkommentar (2019) § 237 AktG Rz 16; *Wünscher/Schörghofer*, Gesellschafts-, zivil- und unternehmensrechtliche Stolperfallen bei Liegenschaftstransaktionen im Wege eines Asset Deals, GES 2023, 160 (161); *Drobnik/Torggler*, Veräußerung des GmbH-Vermögens, übertragende Auflösung und Holzmüller/Gelatine (Teil I), RdW 2020, 420 (421).
[611] Da auch sonstige Übertragungen im Wege der Gesamtrechtsnachfolge, wie Spaltungen und Umwandlungen nicht vom Anwendungsbereich erfasst sind. Siehe *Hartig*, § 237 AktG Rz 10; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 237 Rz 3.
[612] Vgl etwa *Szep* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG III[6] § 237 Rz 3 (Stand 1.4.2019, rdb.at); *Hartig*, § 237 AktG Rz 5ff.
[613] So hat dies auch der deutsche BGH zur entsprechenden Bestimmung in § 179a dAktG bereits klargestellt. Interessanterweise verneinte der BGH aber im Gegensatz zum OGH in OGH 26. 4. 2018, 6 Ob 38/18h die analoge Anwendung der aktienrechtlichen Bestimmung auf GmbHs. Vgl etwa ausführlich BGH 8.1.2019, II ZR 364/18, GesRZ 2019, 280 (*Milchrahm*) bzw OGH 6 Ob 38/18h = RWZ 2018/61 (*Wenger*); *Drobnik/Torggler*, RdW 2020, 418 (418).
[614] Siehe dazu schon ausführlich oben.

aktienrechtliche Kompetenzverteilung der Organe verstoßen und damit unzulässig sein.[615] Darüber hinaus ergeben sich Einschränkungen zusätzliche Zustimmungspflichten über jene, die bereits gesetzlich vorgesehen sind, in der Satzung festzulegen, aus dem Grundsatz der Satzungsstrenge.[616] Diesem Prinzip folgend, wäre es wohl nicht möglich eine Zustimmungspflicht der Aktionäre vorzusehen.[617] Dies scheint auch im Einklang mit der angesprochenen BGH-Jud zu ungeschriebenen HV-Kompetenzen zu stehen, da der BGH wohl der Ansicht ist, die Satzung solle Organe der Gesellschaft nicht im Vorhinein, abstrakt zu Maßnahmen ermächtigen können. Vielmehr sollen Aktionäre über die jew konkreten Maßnahmen und die damit einhergehenden Auswirkungen auf ihre gesellschaftliche Mitgliedschaft entscheiden.[618]

4.1.6 Fazit

Im Ergebnis kann daher festgehalten werden, dass (i) der Erwerb von Anteilen der Zielgesellschaft (dh ein Share Deal) prinzipiell von der Leitungsbefugnis des Vorstands iSd § 70 AktG gedeckt ist und nach österreichischem Recht nicht zwingend der Zustimmung der HV bedarf[619] – ungeschriebene Mitwirkungsbefugnisse der HV stellen schließlich nach den bereits angesprochenen BGH-Entscheidungen eine Ausnahme dar[620] – und (ii) es aber sehr wohl möglich ist, eine solche Zustimmung zu ermöglichen. Dies ist va wichtig, da die Zustimmung der Aktionäre eines der typischen Charakteristika der SPAC ist. Dafür bestehen praktisch Möglichkeiten. Wohl nicht möglich ist es, eine Zustimmungskompetenz in der Satzung vorzusehen, allerdings könnte der Vorstand von sich aus die an die Aktionäre zur Abstimmung herantreten (§ 103 Abs 2 AktG[621]). Dann liegt jedoch eine Befassung im Ermessen des Vorstands und die Aktionäre können eine solche Vorlage – mangels Satzungsbestimmung – nicht verlangen.[622] Außerdem wäre hier dann fraglich, was die Folgen im Falle eines Unterbleibens der Zustimmung der Aktionäre wären – dh ob die Durchführung unterbleiben müsste, wenn die keine Zustimmungsmehrheit in der HV erreicht wird. Aus Sicht

[615] *Stepan*, ZFR 2022, 583 (586) verweist auf *Hoffmann* in *Spindler/Stilz*, Aktiengesetz[4] (2019) § 119 Rz 48; *Strohmeier*, Special purpose acquisition companies SPACs im Spannungsfeld von deutschem Aktien- und Kapitalmarktrecht (2012) 155; allg vergleiche auch etwa *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 70 AktG Rz 7.

[616] Siehe allg zur Satzungsstrenge noch in Kapitel 4.7.

[617] So etwa auch *Diregger* in *Kalss/Frotz/Schörghofer* (Hrsg), 21. Das Verhältnis von Vorstand und Hauptversammlung Rz 23.

[618] *Diregger* in *Kalss/Frotz/Schörghofer* (Hrsg), 21. Das Verhältnis von Vorstand und Hauptversammlung Rz 23 mit Hinweis auf die gegenteilige Meinung von *Haberer*, Kapitalgesellschaftsrecht, 457 f.

[619] *Stepan*, ZFR 2022, 583 (585); aA *Diregger* in *Kalss/Frotz/Schörghofer* (Hrsg), 21. Das Verhältnis von Vorstand und Hauptversammlung Rz 22.

[620] Vgl auch etwa *Bydlinski/Potyka* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 103 Rz 20.

[621] In der Praxis kommen solche Fälle durchaus vor, auch wenn keine zwingende Kompetenz in der Satzung vorgesehen ist aber der Vorstand etwa ein Haftungsrisiko verringern will. Siehe *J. Reich-Rohrwig/Dibon* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 74 Rz 19 mit Verweis auf *P. Doralt*/*M. Doralt* in *Kalss*/*Frotz*/*Schörghofer*, Handbuch Vorstand Rz 2/35; *Bachner* in *Doralt*/*Nowotny*/*Kalss*, AktG[3] § 103 Rz 20.

[622] *Stepan*, ZFR 2022, 583 (585).

des Vorstands kann eine Vorlage aber aus Haftungsgründen durchaus interessant sein[623] und insb bei Interessenskonflikten notwendig werden.[624]

Außerdem wäre noch ein „Umweg" über die Regelung des Unternehmensgegenstandes in der Satzung möglich. So könnte etwa der Unternehmensgegenstand der SPAC nur auf die Suche nach einer Zielgesellschaft und die Verhandlung und Vorbereitung einer De-SPAC Transaktion festgelegt werden. Der HV käme in der Folge ein quasi indirektes Zustimmungsrecht zur De-SPAC Transaktion zu, da der Unternehmensgegenstand und damit die Satzung durch HV-Beschluss geändert werden müsste.[625] Darüber hinaus wäre noch möglich, als aufschiebende Bedingung in den fertig verhandelten Anteilskaufvertrag eine ebensolche Satzungsänderung (und damit Zustimmung der HV) aufzunehmen.[626] Möglicherweise könnte ein solches Vorgehen jedoch als Umgehung der alleinigen Befugnis der Leitung der AG durch den Vorstand gewertet werden. Dies kann jedoch aufgrund mangelnder Praxiserfahrung mE (noch) nicht abschließend beantwortet werden.[627]

Auf den ersten Blick seltsam mutet die Tatsache an, dass Aktionären eine ungeschriebene Beschlusskompetenz zukommen könnte, es aber gleichzeitig nicht möglich sein soll, eine Zustimmungspflicht in die Satzung aufzunehmen. Ein Unterbleiben der Befassung der Aktionäre hat aber in den beiden Fällen ganz ähnliche Konsequenzen. Der BGH-Jud und der hM in der Lit folgend, entfaltet ein fehlender HV-Beschluss bei Vorliegen einer ungeschriebenen HV-Kompetenz keine Außenwirkung. Das bedeutet, ein ohne Zustimmung der Aktionäre durchgeführtes Rechtsgeschäft ist wirksam,[628] allenfalls bestehen Schadenersatzansprüche gegen die Vorstandsmitglieder aufgrund sorgfaltswidrigen Verhaltens.[629] Die deutsche Jud gesteht Aktionären direkte Unterlassungsklagen gegen Vorstandsmitglieder zu, alternativ auch Feststellungs- und Beseitigungsklagen (Gestaltungsklagen), wenn Mitwirkungskompetenzen der HV verletzt werden. In der österreichischen Lit wird dies insoweit spezifiziert, als solche direkten Klagen nur dann zulässig sein sollen, wenn (i) durch das Rechtsgeschäft in die Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre eingegriffen wird und (ii) kein anderer Rechtsbehelf für die Aktionäre verfügbar ist. Jedenfalls bei Überschreitung von durch die HV auf den Vorstand übertragenen Kompetenzen, wie beim genehmigten Kapital, sollen dann „Direktklagen" eines Aktionärs möglich sein. Folgend der

---

[623] *Diregger* in *Kalss/Frotz/Schörghofer* (Hrsg), 21. Das Verhältnis von Vorstand und Hauptversammlung Rz 53; vgl auch etwa *Eckert/Schopper/Madari* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 84 Rz 51ff (Stand 1.7.2021, rdb.at); *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 391.

[624] *Foglar-Deinhardstein/Hartig* in *Kalss/Frotz/Schörghofer* (Hrsg), Handbuch für den Vorstand (2017) 32. Der Vorstand beim Management Buy-Out (MBO) Rz 23. Zum Problem noch näher unten Kapitel 4.5.1.6.

[625] *Stepan*, ZFR 2022, 583 (586); *Schalast/Geurts/Türkmen*, BB 2021, 1283 (1285); *Selzner*, ZHR 174 (2010), 318 (336).

[626] *Stepan*, ZFR 2022, 583 (586); *Selzner*, ZHR 174 (2010) 318 (336f).

[627] *Stepan*, ZFR 2022, 583 (586). Das Risiko scheint jedoch nicht allzu abstrakt.

[628] Vgl etwa OGH 09.10.2014, 6 Ob 77/14p; *Bydlinski/Potyka* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 103 Rz 23; *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 47; aA etwa *Eckert/Schopper/Setz* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 103 Rz 9. Anderes gilt freilich im Anwendungsbereich des § 237 AktG, siehe RIS-Justiz RS0132063.

[629] *Bydlinski/Potyka* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 103 Rz 23.

deutschen Jud wird aber zT auch in der österreichischen Lit bei Missachtung von ungeschriebenen HV-Kompetenzen eine Klagerecht bejaht. [630] Aus Sicht der Vorstandsmitglieder ist noch zu erwähnen, dass bei einer Kompetenzüberschreitung die Haftungsbefreiung der BJR nicht zur Anwendung gelangen kann.[631] Wird ein Rechtsgeschäft durchgeführt ohne eine in der Satzung vorgesehene Zustimmung der Aktionäre einzuholen, bleibt das Geschäft ebenfalls wirksam.[632] Allenfalls bestehen auch in diesem Fall Schadenersatzansprüche gegenüber Vorstandsmitgliedern.[633]

Bei der Zielgesellschaft muss es sich nicht zwangsläufig um eine AG handeln. Sofern die Zielgesellschaft eine österreichische Gesellschaft ist, wird es möglicherweise auch durchaus häufig eine GmbH sein.[634] Hier sind insofern Unterschiede gegeben, als den Gesellschaftern im Gegensatz zu den Aktionären bereits ein Weisungsrecht zukommt.[635]

Hinzuweisen ist darauf, dass sofern es sich bei der De-SPAC um eine Verschmelzung handelt, die zwingende Zustimmung der Aktionäre bereits gesetzlich vorgesehen ist.[636] Eine ähnliche gesetzliche Verpflichtung gibt es jedoch bei bloßen Unternehmenskäufen nicht, sodass die Entscheidung hierüber grundsätzlich in die Kompetenz der Geschäftsleitung unter Zustimmung des (bei der GmbH nur allenfalls bestehenden) Aufsichtsrats fällt.[637] Selbiges (nämlich Kompetenz der Aktionäre) gilt auch, wenn im Rahmen der geplanten Transaktion (bzw danach) eine Satzungsänderung erforderlich wird.[638]

4.2 Gründungsstadium: Leistung der Einlagen

4.2.1 Freie Verfügbarkeit der Einlagen

4.2.1.1 Problem

Bei der SPAC werden die Einlagen typischerweise treuhändig verwahrt, wobei eine Rückzahlungsverpflichtung für den Fall der Ausübung des den Investoren zukommenden Austrittsrechts vereinbart wird.[639] In der Folge ist zu untersuchen, ob eine solche Konstruktion nach österreichischem Aktienrecht zulässig wäre.

---

[630] *Diregger* in *Kalss/Frotz/Schörghofer* (Hrsg), 21. Das Verhältnis von Vorstand und Hauptversammlung Rz 24ff. Mit der Einschränkung, dies solle jedenfalls nicht bei Verstößen gegen solche Zustimmungsvorbehalten, die bloß im Innenverhältnis Bindungswirkung entfalten, gelten. Siehe ebd Rz 27.
[631] *Diregger* in *Kalss/Frotz/Schörghofer* (Hrsg), 21. Das Verhältnis von Vorstand und Hauptversammlung Rz 46; so auch etwa *Karollus*, ÖBA 2016, 252 (257).
[632] AA etwa *Eckert/Schopper/Setz* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 103 Rz 9.
[633] *Bydlinski/Potyka* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 103 Rz 23; *Bachner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 103 Rz 34. Siehe auch OGH 09.10.2014, 6 Ob 77/14p.
[634] Wie sich ja auch im Fall von Croma-Pharma GmbH gezeigt hat. Siehe bereits in der Einleitung.
[635] Siehe schon oben und etwa *Enzinger* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 20 Rz 31.
[636] Nach § 221 AktG bzw bei grenzüberschreitenden Verschmelzungen § 34 EU-UmgrG.
[637] *Stepan*, ZFR 2022, 583 (586); *Schalast/Geurts/Türkmen*, BB 2021, 1283 (1285).
[638] Vgl etwa *Schalast/Geurts/Türkmen*, BB 2021, 1283 (1285).
[639] Siehe bereits oben in Kapitel 1.2.

4.2.1.2 Hintergrund

§ 28 AktG regelt die Vorgehensweise und die Voraussetzungen der Anmeldung der AG zum Firmenbuch. Die materiellen Voraussetzungen betreffen dabei die Bar- und Sacheinlagen der Gesellschaft. Die Regelung will die effektive Aufbringung des Grundkapitals der AG bezwecken. Dieses soll dem Vorstand jedenfalls für die Geschäftstätigkeit der AG in seiner Rolle als Leitungs- und Geschäftsführungsorgan in seiner freien Verfügbarkeit, also alleinigen Verwendungsmacht stehen. Dies gilt bereits zum Zeitpunkt der Anmeldung der Gesellschaft zum Firmenbuch.[640] Nur temporäre oder Scheinleistungen, die nach der Anmeldung bzw Eintragung der Gesellschaft zum Firmenbuch wieder zurückgeleistet werden, sind daher unzulässig und sollen verhindert werden.[641]

Eine der materiellen Voraussetzungen bereits der Anmeldung der Gesellschaft zum Firmenbuch, ist gem § 28 Abs 2 AktG, dass sich die Bareinlagen der Gesellschaft endgültig in der freien Verfügbarkeit des Vorstands befinden müssen. Dies wird als erfüllt angenommen, wenn die Bareinlage vorbehalts- und risikolos in das Vermögen der AG geflossen sind und der Vorstand rechtlich und tatsächlich nach seinem eigenen (pflichtgemäßen) Ermessen uneingeschränkt über die Bareinlage verfügen kann (freilich unter Beachtung der aktienrechtlichen Bestimmungen und Pflichten). Es muss ein effektiver Kapitalzufluss an die Gesellschaft durch den Einlagepflichtigen erfolgen. In einer wirtschaftlichen Gesamtbetrachtung wird geprüft, inwiefern die Einlageleistungen tatsächlich wirksam erbracht wurden. Dabei ist es jedoch zulässig, wenn die Einlage von einem Treuhänder verwahrt wird. Dies ist jedoch nur erlaubt, wenn dem Vorstand trotzdem (entsprechend dem Treuhandauftrag) die endgültige alleinige Verfügung über den Betrag zukommt und der Treuhänder in seiner Person unabhängig von der unzulässigen Beeinflussung durch andere Beteiligte ist. Die Regelung soll ganz generell (i) eine vollständige Aussonderung der Einlage in das Vermögen der AG gewährleisten und (ii) die Entscheidungsbefugnis über die Verwendung der Einlageleistung in die Verfügungsmacht des Vorstands sicherstellen.[642] Maßgeblich ist eine wirtschaftliche Betrachtungsweise.[643] Bei bloßen Scheinzahlungen, bei denen gar keine Zahlung tatsächlich geleistet, sondern eine solche nur vorgetäuscht wird, ist keine freie Verfügung des Vorstands gegeben. Selbiges gilt auch, wenn bei der Einlagenleistung bereits eine Vereinbarung über die Rückzahlung oder Aufrechnung mit einer Gegenforderung abgeschlossen wird. Auch Rückzahlungsvereinbarungen, nicht nur mit dem Einlageschuldner selbst, sondern auch mit mit einem solchen verbundenen Unternehmen, wie Tochtergesellschaften, sind unzulässig. Auch ist es nicht erlaubt, dass die Einlageleistung

---

[640] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Caramanica* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 28 Rz 2ff (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Heidinger/Schneider* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG I[6] § 28 Rz 12 (Stand 1.5.2018, rdb.at).

[641] Siehe etwa *Heidinger/Schneider* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 28 Rz 12; *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 28 Rz 20 (Stand 1.6.2021, rdb.at); für konkrete Bsp etwa *Posani/Schörghofer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka* (Hrsg), AktG Taschenkommentar (2019) § 28 AktG Rz 13.

[642] Vgl etwa *Heidinger/Schneider* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 28 Rz 16; *Eckert/Schopper/Caramanica* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 28 Rz 14.

[643] *Posani/Schörghofer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 28 AktG Rz 12; *Heidinger/Schneider* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 28 Rz 16; *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 28 Rz 28.

(wirtschaftlich) aus dem Vermögen der Gesellschaft selbst stammt (zB Gewährung eines Darlehens an den Einlageschuldner, dessen Darlehensbetrag letzterer zur Leistung der Einlage verwenden kann).[644] Aufschiebende Bedingungen (wie etwa auf die Eintragung der Gesellschaft im Firmenbuch) sind bei der Leistung der Einlage unzulässig. Auflösende Bedingungen, wie etwa die Leistung der Einlage, auflösend bedingt mit dem Scheitern der Eintragung im Firmenbuch, werden jedoch teils als zulässig gesehen.[645] Auch verdeckte Sacheinlagen – welche vorliegen, wenn schon bei der Leistung der Bareinlage eine Vereinbarung über das Erwerbsgeschäft des einzubringenden Sachvermögens abgeschlossen wird – werden regelmäßig unzulässig sein.[646]

Zwar sind Verwendungsabreden nach der hM vor diesem Hintergrund unzulässig, sofern dadurch ein offener oder verschleierter Rückfluss der Einlage in die Sphäre des leistenden Einlegers bezweckt wird oder auf eine Umgehung der Vorschriften über die Sachgründung gerichtet ist, [647] was auch gilt obwohl der Vorstand die unzulässigen Verwendungsabreden nicht beachten müsste. Letzteres soll jedoch nur gelten, wenn der Vorstand die (unzulässigen) Verwendungsabreden auch zumindest tatsächlich beachtet. Handelt der Vorstand nicht in Entsprechung einer solchen Verwendungsabrede, verbleibt die Einlage im Bereich der freien Verfügung des Vorstands.[648] Dabei sind jedoch auch Abreden betreffend die künftige Verwendung der Einlagen denkbar, die noch mit dem Erfordernis der endgültigen freien Verfügung des Vorstands in Einklang stehen. So kann es Vereinbarungen geben, bei denen keine direkte oder indirekte Rückführung an den Einlageschuldner bewirkt wird und durch die auch keine faktischen Einflussmöglichkeiten auf die Entscheidung über die Verwendung der Mittel für den Einlageschuldner gegeben sind. Wenn etwa Vereinbarungen getroffen werden hinsichtlich eines Erwerbs eines Unternehmens oder zur Kreditrückführung, kann dies zulässig sein, sofern damit nicht direkt oder indirekt vom Einlageschuldner Vermögen erworben wird oder eine diesem gegenüber bestehende Verbindlichkeit von der Gesellschaft getilgt wird. Auch wenn der Vorstand zur Ausführung solcher Vereinbarungen gegenüber Dritten bereits vor der Firmenbuchanmeldung schuldrechtliche Verpflichtungen eingegangen ist, gilt Ähnliches. Die Zulässigkeit solcher Abreden unter dem Gesichtspunkt des § 28 AktG ergibt sich aus der mangelnden Gefahr der Verletzung der Kapitalaufbringungsverpflichtungen und auch aus der Möglichkeit einer Verwendung entgegen der Absprache durch den Vorstand. Da jedoch solche

---

644 *Heidinger/Schneider* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 28 Rz 17; *Eckert/Schopper/Caramanica* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 20 Rz 30ff (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Posani/Schörghofer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 28 AktG Rz 13.

645 Siehe etwa *Heidinger/Schneider* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 28 Rz 18; *Eckert/Schopper/Caramanica* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 28 Rz 14.

646 *Posani/Schörghofer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 28 AktG Rz 13; *Zollner* in *Doralt/Nowotny Kalss*, AktG[3] § 28 Rz 37 ff; *Heidinger/Schneider* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 28 Rz 19.

647 *Eckert/Schopper/Caramanica* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 28 Rz 14; *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss* AktG[2] § 28 Rz 33 f; *Heidinger/Schneider* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 28 Rz 19; *Posani/Schörghofer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 28 AktG Rz 13.

648 *Eckert/Schopper/Caramanica* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 28 Rz 14 verweisen hierzu auf *Kleindiek* in *K. Schmidt/Lutter*, AktG[4] (2020) § 36 Rz 26 mwN; vgl auch *Posani/Schörghofer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 28 AktG Rz 13, die vertreten, dass eine „absprachenwidrige" Verwendung durch den Vorstand faktisch möglich sein muss, dann wäre auch ein Bestehen solcher unzulässigen Verwendungsabreden nicht schädlich.

Vereinbarungen Regelungen über die Mittelverwendung betreffen und die Leitungs- und Geschäftsführungskompetenz des Vorstands gewissermaßen einschränken, kann jedoch dabei sehr wohl ein Verstoß gegen zwingende aktienrechtliche Grundsätze und insb die aktienrechtliche Kompetenzverteilung bestehen.[649]

Grundsätzlich gilt zwar als Betrachtungszeitpunkt zu dem sich die Einlagen in der freien Verfügung des Vorstands befinden müssen der Zeitpunkt der Anmeldung der Eintragung zum Firmenbuch.[650] Die hM geht jedoch davon aus, dass der Vorstand bereits vor der Anmeldung über die Einlagen verfügen kann,[651] was jedoch nur gelten soll, wenn die Einlagen zum späteren Zeitpunkt der Anmeldung zum Firmenbuch auch noch wertgleich im Vermögen der Gesellschaft vorhanden sind.[652]

4.2.1.3 Fazit für SPACs

Bei der typischen Ausgestaltung einer SPAC kann man mE eindeutig nicht davon ausgehen, dass sich die Einlagen in der freien Verfügbarkeit des Vorstands befinden. Zwar wäre es nach österreichischem Recht grundsätzlich zulässig, die Beträge auf einem Treuhandkonto zu verwahren, doch muss dann aufgrund des Treuhandauftrags sichergestellt sein, dass dem Vorstand auch hier die alleinige Verfügungsbefugnis zukommt. Da jedoch die Einlagen bei der SPAC auf einem Treuhandkonto verwahrt und, wie bei deren Leistung bereits feststeht, bei Ausübung des Austrittsrechts (*redemption right*) diese an die Aktionäre zurückgezahlt werden, kann man nicht von einer freien, alleinigen Verfügbarkeit für den Vorstand ausgehen. Die Verfügbarkeit des Vorstands wäre zumindest für den Fall der Ausübung dieses Austrittsrechts durch die Aktionäre wesentlich eingeschränkt bzw genauer gesagt eigentlich wohl zur Gänze nicht gegeben, würde man die Vorstandsmitglieder nicht vertragswidrig – entgegen einer Verwendungsabrede in diesem Sinne nämlich gegenüber den Aktionären – handeln lassen wollen. Nach einigen, bereits oben dargestellten, Meinungen in der Lit wäre jedoch eine Verwendungsabrede noch nicht an sich schädlich, sondern erst dann, wenn sich der Vorstand auch an eine solche halten würde tatsächlich keine freie Verfügbarkeit über die Einlagen für den Vorstand gegeben. Ginge man jedoch davon aus, dass sich der Vorstand auch entsprechend einer solchen Verwendungsabrede verhalten würde[653] und wäre auf eine SPAC österreichisches Recht anwendbar, müsste man sich eine andere Ausgestaltungsform überlegen, die zu einem für die Aktionäre ähnlich attraktiven Ergebnis wie die Möglichkeit der Rückzahlung der

---

[649] *Heidinger/Schneider* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 28 Rz 20.

[650] Vgl etwa *Posani/Schörghofer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 28 AktG Rz 12; *Heidinger/Schneider* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 28 Rz 12.

[651] *Posani/Schörghofer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 28 AktG Rz 15 verweist auf OGH 6 Ob 108/09i = GesRZ 2010, 353 (*Pampel*) (zur Kapitalerhöhung); *Arlt* in *Goette/Habersack/Kalss*, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz AktG[5] (2019) § 36 Rz 98; *Heidinger/Schneider* in *Artmann/Karollus*, AktG[6] § 28 Rz 22; *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 28 Rz 41.

[652] Vgl etwa *Heidinger/Schneider* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 28 Rz 22; *Posani/Schörghofer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 28 AktG Rz 15; *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 28 Rz 41.

[653] Was man wohl rein realistisch und vor dem Hintergrund der Charakteristika der SPAC (und damit wesentlich des Austrittsrechts der Aktionäre), die dem Vorstand einer SPAC bekannt sein müssen, voraussetzen muss.

treuhändig verwahrten Einlage führen kann und die gleichzeitig nicht gegen zwingendes österreichisches Kapitalgesellschaftsrecht verstößt.

Denkbar wäre etwa die Einlagen treuhändig verwahren zu lassen, jedoch in einer Treuhandabrede sicherzustellen, dass der Vorstand die alleinige Verfügungsbefugnis über diese Einlagen haben soll. Eine Rückzahlungsvereinbarung im Zeitpunkt der Leistung der Einlage wäre jedoch (wie bereits oben dargestellt) unzulässig. Aus Aktionärssicht wären wohl aber gerade konkrete Anreize in monetärer Form attraktiv.

Alternativ oder zusätzlich können natürlich als „Ausgleich" der fehlenden Rückzahlung der Einlage iSd *redemption rights*, immer auch verschiedene finanzielle Anreize an Aktionäre gewährt werden. Hierbei wäre insb[654] (zusätzlich zu den ohnehin bei SPACs schon typischen Optionen) der Einsatz diverser Optionsrechte oder Gewinnschuldverschreibungen denkbar. Auch Wandeldarlehen wären eine überlegenswerte Möglichkeit, um einerseits der SPAC zusätzliches Kapital zuzuführen und andererseits den *Investors* einen *Equity Kicker*, also die Option der Wandlung in Eigenkapital, zu erlauben.[655] Dies würde aber natürlich eine ganz andere Position für die *Investors* bedeuten, die dann nicht Aktionäre, sondern bloße Gläubiger der Gesellschaft mit einem Wandlungsrecht wären.

Noch einmal in Erinnerung zu rufen ist, dass die Möglichkeit des Austrittsrechts mit der Rückzahlung der Einlagen eine deutliche Risikominimierung für *Investors* (in dem Fall konkret: für Aktionäre) schaffen soll. Handelt es sich beim De-SPAC um eine Verschmelzung und ist österreichisches Recht anwendbar, besteht bereits nach österreichischem Recht ein „Austrittsrecht" für dissentierende Aktionäre, nämlich das Recht auf angemessene Barabfindung nach § 244 AktG (bzw bei grenzüberschreitenden Verschmelzungen nunmehr § 39 EU-UmgrG, bei rechtsformübergreifender Verschmelzung § 234b AktG). Das gilt aber nur im Fall, dass Aktionäre in der HV gegen den Verschmelzungsbeschluss Widerspruch zu Protokoll erklärt haben. Dabei bestehen freilich Unterschiede zur Rückzahlung der geleisteten Einlagen. Bei der Barabfindung wird den (gegen die geplante Verschmelzung) dissentierenden Aktionären unter gewissen Voraussetzungen (nämlich, wenn sie (i) ihren Widerspruch gegen den Gesellschafterbeschluss erklärt haben (ii) in der Zeit zwischen der Beschlussfassung über die Verschmelzung und der Geltendmachung des Rechts auf Barabfindung Aktionäre waren und nicht schriftlich in der Niederschrift zur Gesellschafterversammlung auf die Ausübung dieses Rechts verzichtet haben)[656] ein Austrittsrecht gewährt. Gegen Hingabe ihrer Anteile ist ihnen von der Gesellschaft eine „angemessene" Barabfindung anzubieten. Die Angemessenheit wird durch eine zum Stichtag der Beschlussfassung über die Verschmelzung anzustellende Unternehmensbewertung gewährleistet. Die Höhe der angebotenen Barabfindung ist auf ihre

[654] Für eine Übersicht siehe etwa *Breuer/Hartmann/Kleefisch*, Finanzinnovationen der Fremdfinanzierung, ÖBA 2003, 277.
[655] Zum Wandeldarlehen siehe etwa *Jaritz*, Wandeldarlehen bei der GmbH, ecolex 2025, 344; *Milch*, Venture-Capital-Beratung: der Wandeldarlehensvertrag bei der GmbH, BB 2016, 1538.
[656] Siehe § 39 Abs 1 EU-UmgrG.

Angemessenheit von einem unabhängigen Sachverständigen zu prüfen (§ 234 Abs 3 AktG).[657] Die Höhe der angemessenen Barabfindung entspricht nicht unbedingt der Höhe der Einlage. Außerdem besteht das gesetzlich zwingend statuierte Recht nur (für den hier interessierenden Anwendungsbereich, nämlich mögliche Gestaltungsformen von De-SPACs) bei Verschmelzungen und nicht bei Asset Deals oder Share Deals. Außerdem ist natürlich hervorzuheben, dass sich eine solche angemessene Barabfindung ganz wesentlich von der treuhändigen Verwahrung auf einem Treuhandkonto und der Rückzahlung von Einlagen, wie bei SPACs typisch, unterscheidet. Auch wenn die Barabfindung freilich in der Praxis oft höher sein wird als die geleistete Einlage, wird ein gesetzlich statuiertes Austrittsrecht jedoch nicht in allen praktischen Fällen von De-SPACs anwendbar sein, sondern nur wenn es sich dabei um eine Verschmelzung handelt (was aber wiederum praktisch zumindest meist der Fall sein wird).

In Deutschland wurde die treuhändige Verwahrung und zwingende Rückzahlung von Einlagen bei Ausübung des Austrittsrechts für SPACs (dort „Börsenmantelaktiengesellschaft“) im Rahmen des Zukunftsfinanzierungsgesetz explizit für zulässig erklärt.[658] § 47 Abs 1 dBörseG sieht nämlich nun einen Anspruch für Aktionäre, die Widerspruch gegen den Beschluss über den De-SPAC zu Protokoll abgegeben haben, auf Übertragung ihrer Aktien gegen Zahlung eines Betrages, der der von ihnen geleisteten Bargeld plus eines allfälligen Aufgelds, vor.[659] Daher besteht in Deutschland auch bei De-SPACs als Verschmelzungen nicht bloß ein Anspruch auf angemessene Barabfindung für dissentierende Aktionäre. Dass der österreichische Gesetzgeber eine ähnliche Ausnahmebestimmung für SPACs schaffen würde, ist derzeit nicht ersichtlich.

4.2.2 Verzinsung von Einlagen

4.2.2.1 Problem

Das Verbot der Gewährung von Zinsen für Einlagen ist insofern für SPACs interessant, als diese ja typischerweise auf einem verzinslichen Treuhandkonto verwahrt werden. Man kann sich daher neben der Frage, ob dies im Hinblick auf die notwendige freie Verfügbarkeit der Einlagen zulässig ist,[660] überlegen inwiefern eine Verzinsung derselben mit § 54 AktG vereinbar ist.

4.2.2.2 Hintergrund

Gemäß § 54 AktG darf an Aktionäre der Gesellschaft nur der sich aus der Jahresbilanz ergebende Bilanzgewinn verteilt werden, Zinsen für Einlagen dürfen nicht zugesagt oder ausgezahlt werden. Bereits aus § 52 AktG würde ein solches Gebot folgen, der Gesetzgeber

[657] Vgl etwa *Szep* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG III[6] § 244 Rz 2f (Stand 1.4.2019, rdb.at); *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 65 Rz 3 (Stand 1.7.2021, rdb.at); zur Frage der Wertermittlung bzw „richtigen“ Höhe siehe etwa OGH 6.8.2021, 6 Ob 113/21t, GesRZ 2022, 87.
[658] Siehe § 45 und § 47 dBörseG. Vgl auch etwa *Geurts*, RdF 2023, 172 (172).
[659] Vgl auch *Geurts*, RdF 2023, 172.
[660] Siehe bereits 4.2.

hielt jedoch offenbar eine explizite Erwähnung in § 54 AktG für erforderlich.[661] In § 83 Abs 3 findet sich eine ähnliche Klarstellung auch im GmbHG.[662] Dieses Verbot gilt zwingend.[663] Unter Zinsen werden gewinnunabhängige, bestimmte oder zumindest bestimmbare wiederkehrende Zahlungen als Entgelt für die Einlage verstanden.[664] Dies umfasst auch solche Einlagen, die vor deren Fälligkeit eingezahlt werden (bzw die entsprechenden Zeiträume).[665] Selbst nicht behobene Gewinnausschüttungen dürfen nach einigen in der Lit nicht verzinst werden.[666] Bereits die Zusage einer Verzinsung ist nichtig.[667] Sehr wohl zulässig sind jedoch (bei AGs) Vorabdividenden, oder zinsähnliche Zahlungen, die bereits in der Satzung festgelegt sind, wobei die Abhängigkeit vom Bilanzgewinn bzw Deckelung der Ausschüttung insgesamt mit diesem und das Erfordernis eines Verteilungsbeschlusses wesentlich ist.[668] Für den hier interessierenden Bereich der typischen SPAC-Ausgestaltung wäre aber ohnehin nur die Verzinsung der (treuhänderisch verwahrten) Einlagen interessant.

4.2.2.3 Fazit für SPACs

Für SPACs ist zunächst hervorzuheben, dass es nur der Gesellschaft selbst untersagt ist Zinsen für die Einlagen zu gewähren, Dritte sind von diesem Verbot nicht umfasst (solange der Dritte nicht selbst zur Gewinnabführung an die Gesellschaft verpflichtet ist).[669] Zulässig ist es daher, wenn den Aktionären von Dritten wiederkehrende Zahlungen zugesagt oder geleistet werden, solange dies nicht zulasten des durch § 52 und § 54 AktG geschützten Gesellschaftsvermögens (und somit die Zusage formal von dritter Seite aber auf Rechnung der AG) erfolgt.[670]

---

[661] Vgl etwa *Artmann* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG I[6] § 54 Rz 2 (Stand 1.5.2018, rdb.at); *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 54 Rz 1 (Stand 1.6.2021, rdb.at).

[662] *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 16, 39; *Koppensteiner/Rüffler* in *Koppensteiner/Rüffler* (Hrsg), GmbH-Gesetz[3] (2007) § 82 Rz 3; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer* (Hrsg), GmbHG[2] (2024) § 82 GmbHG Rz 61.

[663] *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG[3] § 82 Rz 12; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein* (Hrsg), Verdeckte Gewinnausschüttung (2019) II. Erlaubter Vermögenstransfer Rz 1/73; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 39.

[664] *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 54 Rz 3; *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG[3] § 82 Rz 13; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 61; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein* (Hrsg), II. Erlaubter Vermögenstransfer Rz 1/73.

[665] *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 54 Rz 3; *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 54 Rz 3 (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka* (Hrsg), AktG Taschenkommentar (2019) § 54 AktG Rz 2; *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 54 Rz 6; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 61 mit Verweis auf OGH 19.12.1967, 8 Ob 330/67; 17.03.1978, 1 Ob 752/77.

[666] *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 54 Rz 3 vgl aber *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 61; *Foglar-Deinhardstein*, § 54 AktG Rz 3.

[667] *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 54 Rz 3; *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 54 Rz 4; *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 54 Rz 6.

[668] *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 54 Rz 8; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 61.

[669] *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 54 Rz 10; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 61; *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 54 Rz 4; *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 54 Rz 5.

[670] Vgl etwa *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 54 Rz 4; *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 54 Rz 10; *Foglar-Deinhardstein*, § 54 AktG Rz 4.

Für SPACs bedeutet dies folgendes: wenn die Einlagen auf einem Treuhandkonto verwahrt und verzinslich so angelegt werden, dass dabei (wohl) kein Verlust der Einlagen droht (also vermögenserhaltend bzw -vermehrend[671]), sondern etwa auf einem festverzinslichen (Tagesgeld) Sparkonto, wird dies wohl die Anforderungen des § 54 AktG erfüllen. Die Zinsen werden dann nämlich von dritter Seite und nicht zulasten des Gesellschaftsvermögens – also auf Rechnung der Gesellschaft – gewährt. § 54 AktG verbietet nach der Lit nämlich nur die Leistung von Zinsen aus Mitteln der Gesellschaft selbst.[672] Etwas fraglich könnte sein, ob dies nur für die Leistung von Zinsen iZm Dividenden oder auch für Zinsen auf Einlagen gilt. Der Gesetzestext verwendet im Übrigen nicht den Begriff „Einlage" – außer in der Überschrift des § 54 AktG, sondern spricht nur davon, dass „Zinsen" weder zugesagt noch ausgezahlt werden dürfen. In der Lit wird häufig als Bsp für zulässige Zusagen von dritter Seite Dividendengarantien genannt.[673] Da sich aber das Verzinsungsverbot nur an die Gesellschaft richtet,[674] wird die Leistung von Zinsen auf Einlagen auf Rechnung von Dritten mE zulässig sein. Dies würde auch nicht dem Zweck der Bestimmung, nämlich die Verhinderung eines möglichen Umgehens des Einlagenrückgewährverbots, widersprechen. Das Gesellschaftsvermögen würde bei Zahlung von Zinsen von dritter Seite nicht (auch nicht mittelbar, wie dies bei einer Zahlung von abhängigen Gesellschaften der Fall wäre[675]) geschmälert werden. Zwar wird es nicht der üblichen Gestaltung einer SPAC entsprechen, wenn die Zinsen auf die verwahrten Einlagen nicht von der SPAC, sondern von dritter Seite gezahlt werden. Allerdings würde dies für SPACs eine alternative Gestaltungsoption bieten, die nach österreichischem Recht wohl zulässig wäre.

4.2.3 Haftungsfragen des Vorstands bei der Gründung

Wie bereits zuvor erörtert, stehen die Einlagen bei der SPAC, zumindest solange die Aktionäre ihr Austrittsrecht ausüben können, nicht in der endgültigen freien Verfügung des Vorstands. Dies könnte gegen die Verpflichtung zur Einlagenleistung gem § 155 Abs 2 iVm § 28 Abs 2 AktG und damit der Kapitalaufbringung verstoßen.[676]

In der Folge sollen mögliche Haftungsrisiken der Vorstandsmitglieder im Gründungsstadium einer österreichischen SPAC analysiert werden.

---

[671] Vgl etwa sehr ausführlich im Allgemeinen zur Thematik der mündelsicheren Veranlagung *Pierer*, Reformbedarf bei der mündelsicheren Vermögensanlage, ÖBA 2023, 255; *Mokrejs-Weinhappel* in *Rummel/Lukas/Geroldinger* (Hrsg), ABGB[4] § 221 Rz 16 (Stand 1.5.2022, rdb.at). Diskutiert werden könnte an dieser Stelle allenfalls noch welche Anlageformen hier zulässig sein sollen, da ja durch die Zinsen nicht das Gesellschaftsvermögen geschmälert werden darf. Dies würde wohl dafür sprechen hier nicht alle mündelsicheren Anlageformen, die in den §§ 216ff ABGB genannt sind, zuzulassen, sondern nur solche, bei denen kein (Total)Verlust droht. Eine „liberalere" Position (iSe Anlage jedenfalls in mündelsichere Wertpapiere und Forderungen) scheint jedoch auch argumentierbar.

[672] *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 54 Rz 4; *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 54 Rz 10.

[673] Vgl etwa *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 54 Rz 5; *Koppensteiner/Rüffler*, § 82 GmbHG Rz 12; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein* (Hrsg), Verdeckte Gewinnausschüttung (2019) Rz 1/73.

[674] *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein* (Hrsg), II. Erlaubter Vermögenstransfer Rz 1/73.

[675] *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 54 Rz 4.

[676] *Stepan*, ZFR 2022, 583 (584).

4.2.3.1 Vorbemerkung: allg Sorgfaltsstandard und Business Judgement Rule (BJR)

Zur Thematik der Haftung von Leitungsorganen finden sich in Lit und Rsp ausführliche Diskussionen zu unzähligen (Detail)Fragen. Im nachfolgenden allg Teil des Kapitels soll für die Zwecke dieser Arbeit keine ausführliche abstrakte Erörterung von Detailfragen im Sinne einer Wiedergabe sämtlicher Meinungen in Lit und Rsp folgen, sondern vielmehr nur die grundlegenden Thematiken dargestellt werden, die für eine spätere Diskussion möglicher praktischer Haftungsfälle für SPAC-Geschäftsleiter relevant sein können.

4.2.3.1.1 Der Sorgfaltsmaßstab nach §§ 25 GmbHG, 84 AktG

Der allg Sorgfaltsmaßstab, der von der Geschäftsführung verlangt wird, ist jener eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters, wobei eine objektive Beurteilung anzustellen ist. Anhand dieses objektiven Maßstabs ist das Verhalten des Geschäftsleiters zu beurteilen.[677] Die maßgeblichen Gesetzesbestimmungen finden sich in § 25 Abs 1 und Abs 1a GmbHG und in § 84 Abs 1 und Abs 1a AktG. Laut Jud darf der Sorgfaltsmaßstab aber nicht überspannt werden, sondern ist auf die Art und Größe des Unternehmens anzupassen. Außerdem sind „nur" branchen-, größen- und situationsadäquate Bemühungen geschuldet (nach einer „differenzierten Maßfigur").[678] Dies ist vor dem Hintergrund zu verstehen, dass unternehmerisches Handeln (als Aufgabe der Geschäftsführung) auch notwendig das Eingehen von geschäfts- und branchenüblichen Risiken (natürlich in gewissen Grenzen) verlangt.[679] Dabei ist anerkannt, dass ein solches notwendiges Eingehen von Risiken auch zu Fehlbeurteilungen führen kann.[680]

Es kommt – aus einer *ex-ante* Betrachtungsweise – va auf die Wahrscheinlichkeit des Eintritts und der negativen Auswirkungen im Falle des Risikoeintritts an.[681] Dennoch können bereits leicht fahrlässige Pflichtverletzungen zur Haftung führen (schlichte Sorgfaltspflichtwidrigkeit).[682] Die Geschäftsleiter trifft keine Erfolgshaftung, das Risiko für den Unternehmenserfolg soll die Gesellschaft tragen. Wenn daher trotz sorgfältigem Vorgehen der Geschäftsleiter sich (*ex-post*) als nachteilig erweisen (etwa aufgrund unvorhersehbarer

---

[677] Siehe etwa *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG II[6] § 84 Rz 111 (Stand 1.10.2018, rdb.at).

[678] stRsp des OGH, RIS-Justiz RS0118177; siehe etwa OGH 30.01.2017, 6 Ob 84/16w = RWZ 2017, 105 (*Wenger*) = *Rauter*, JAP 2016/2017, 240 = *Grossmayer*, ecolex 2017, 424 = GesRZ 2017, 177 (*Babinek*) = *Riedler*, ÖJZ 2017, 1101 = JAS 2018, 155 (*Herda*) (zur GmbH); vgl auch *Schima*, Business Judgement Rule und Verankerung im österreichischen Recht, GesRZ 2007, 93 (94); *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 111f.

[679] *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 55; *Fasching/Stepan*, ecolex 2022, 452 (454).

[680] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 106; *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka* (Hrsg), AktG Taschenkommentar (2019) § 84 AktG Rz 36; wohl idR aber nicht für bestandsgefährdende Risiken, vgl etwa *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 84 Rz 9b (Stand 1.6.2021, rdb.at).

[681] *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 56.

[682] *Winner* in *Kalss/Frotz/Schörghofer*, Handbuch Vorstand (2017), Rz 41/6; *Kalss* in *Goette/Habersack/Kalss*, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz AktG[5] (2019) § 93 Rz 404.

Änderungen der wirtschaftlichen Lage), besteht grundsätzlich keine Haftung.[683] Den Geschäftsleitern kommt daher bei unternehmerischen Entscheidungen ein Ermessens- und Beurteilungsspielraum zu, der auch dazu führen kann, dass in einer konkreten Situation mehr als eine Entscheidungsalternative sorgfaltskonform sein kann.[684] Dieser Ermessens- und Beurteilungsspielraum ist relativ weit, jedoch ua durch die Grenzen der BJR abgesteckt und führt etwa grundsätzlich nicht dazu, dass die Verletzung zwingender Rechtsvorschriften sorgfaltskonform wäre.[685] „Nützliche Gesetzesverletzungen"[686] werden von der hM in Österreich als pflichtwidrig qualifiziert.[687] Das Legalitätsprinzip stellt daher zumindest nach der überwiegenden Ansicht eine Grenze des Handelns des Geschäftsleiters dar. Denkbar sind aber wohl Fälle des übergesetzlichen Notstands, der die Einhaltung einer Norm unzumutbar macht.[688] Bei einer „eklatanten" Überschreitung des Ermessenspielraums, einer unrichtigen Sachentscheidung oder einer geradezu unvertretbaren Entscheidung wird eine Sorgfaltspflichtwidrigkeit vorliegen.[689] Es wird bei der Beurteilung der Sorgfältigkeit und der relevanten Umstände stets auf den Zeitpunkt in dem das maßgebliche Handeln (oder Unterlassen) gesetzt wurde (stattgefunden hat) ankommen (also *ex-ante* nicht *ex-post* Betrachtung; vermieden werden soll ein „*hindsight bias*").[690]

Wenn die Geschäftsleiter ihre Sorgfaltspflichten verletzten, haften sie der Gesellschaft gegenüber gesamtschuldnerisch für einen dadurch entstandenen Schaden.[691] Es handelt sich dabei um eine Innenhaftung, die dazu führen soll, dass Gläubiger und Gesellschafter der

---

[683] *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 104; *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 61; RIS-Justiz RS0049459; RS0059528.

[684] *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 61 zitiert OGH 6 Ob 160/15w, ecolex 2016, 695 (*J. Reich-Rohrwig*); OGH 8 ObA 109/20t; OGH 6 Ob 58/20b; *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 107.

[685] *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 63 verweist auf OGH 6 Ob 160/15w, ecolex 2016, 695 (*J. Reich-Rohrwig*); OGH 8 ObA 109/20t; OGH 6 Ob 58/20b.

[686] Vgl etwa ausführlich zum Begriff schon *Leupold/Ramharter*, Nützliche Gesetzesverletzungen - Innenhaftung der Geschäftsleiter wegen Verletzung der Legalitätspflicht?, GesRZ 2009, 253; *Torggler*, wbl 2009, 168 (172).

[687] *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 84 Rz 10; *Told/Warto* in *Harrer/Neumayr/Told* (Hrsg), VII. Gesetzesverstöße, 72; *Schauer*, Rechtfertigt der Zweck die Mittel?, GRAU 2022, 49 (51) zitiert ua *Kalss* in MüKoAktG[5] § 93 Rz 389; *Leupold/Ramharter*, GesRZ 2009, 253 (258 f); *Rüffler*, Schadenersatzpflicht der Vorstandsmitglieder einer Bankaktiengesellschaft bei Unterschreitung der Eigenmittelerfordernisse, GES 2012, 375 (378 f); *Kusznier*, Vorteilsanrechnung bei Vorstandshaftung, GesRZ 2017, 156 (157).

[688] *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 63 zitiert OGH 13 Os 34/84-10 RdW 1985, 214; *J. Reich-Rohrwig/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 223.

[689] Vgl etwa RIS-Justiz RS0049459 [T2]; OGH 25.11.2020, 6 Ob 218/20g, ecolex 2021, 310; *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 65 zitiert ua OGH 8 ObA 109/20t; OGH 6 Ob 218/20g; OGH 6 Ob 58/20b zu Aufsichtsratsmitgliedern; OGH 1 Ob 144/01k SZ 2002/26 = ecolex 2003/22, 34; OGH 8 Ob 262/02s ecolex 2003, 763/313; OGH 1 Ob 20/03b ecolex 2004, 284/135; OGH 7 Ob 58/08t ecolex 2008, 926 (*J. Reich-Rohrwig*); BGH 21.04.1997, II ZR 179/95 = BGHZ 135, 244 = NJW 1997, 1926 = ZIP 1997, 883 = MDR 1997, 663 = VersR 1997, 886 = WM 1997, 970 = BB 1997, 1169 = DB 1997, 1068.

[690] *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 67 verweist auf OGH 1 Ob 179/73; OGH 11 Os 54/82; OGH 12 Os 97/83 SSt 54/82; OGH 11 Os 23/89 EvBl 1990/78; OGH 1 Ob 144/01k SZ 2002/26 = ecolex 2003, 22/34; OGH 3 Ob 287/02f GesRZ 2004, 57, 59 = ecolex 2004, 381/166; OGH 7 Ob 58/08t ecolex 2008, 926 (*J. Reich-Rohrwig*); vgl auch etwa *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 84 Rz 9a; *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 132.

[691] OGH RIS-Justiz RS0049470; *Fasching/Stepan*, ecolex 2022, 452 (454); *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 110.

Gesellschaft von einem Ersatz eines verursachten Schadens gleichermaßen profitieren.[692] Hinsichtlich des Verschuldens kommt es dabei zu einer Beweislastumkehr. Für die Vorstandsmitglieder der AG gilt dies bereits gem § 84 Abs 2 AktG, für die Geschäftsführer der GmbH laut OGH Rsp[693] und der hM in der Lit analog.[694] Der Geschäftsleiter hat daher – wenn eine Sorgfaltswidrigkeit indiziert ist – die Einhaltung seines sorgfaltskonformen Verhaltens entlastend zu beweisen.[695] Die Gesellschaft hat Schaden, Kausalität und Adäquanz der Verursachung durch den Geschäftsleiter zu beweisen. Str ist, ob die Rechtswidrigkeit (also objektive Sorgfaltswidrigkeit) von der Gesellschaft zu beweisen ist, oder ob es auch hier zu einer Beweislastumkehr kommen soll.[696] Der OGH wies in frühen Entscheidungen dem Geschäftsleiter die Beweislast für fehlende Rechtswidrigkeit zu,[697] in der Folge jedoch zumindest die Pflicht zum „Vortragen" der Tatsachen, die auf eine solche Rechtswidrigkeit schließen lassen würden, der Gesellschaft auferlegt.[698] In späteren Entscheidungen ging der OGH von einer gänzlichen Behauptungs- und Beweislast für subjektive und objektive

[692] Auch unter dem Schlagwort „Haftungskanalisierung" diskutiert; vgl *Berghuber*, GES 2024, 224 (224) mit Verweis auf *Kalss*, Die Außenhaftung der Leitungsorgane gegenüber Gesellschaftern und Dritten, in *Artmann/Rüffler/Torggler* (Hrsg), Die Organhaftung: zwischen Ermessensentscheidung und Haftungsfalle (2013) 73 (74).

[693] RIS-Justiz RS0121916.

[694] Vgl etwa *Hörlsberger* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer* (Hrsg), GmbHG (2017) § 25 GmbHG Rz 15 verweist ua auf RIS-Justiz RS0121916; *Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, GmbHG § 25 Rz 200 mwN; *Strasser* in *Jabornegg/Strasser* (Hrsg), §§ 77 bis 84 AktG Rz 108 mwN; *Reischauer* in *Rummel*, ABGB[3] § 1298 Rz 4–4c, 28; *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 327 zitiert ua RIS-Justiz RS0121916; RS0059608; OGH 6 Ob 688/83 RdW 1984, 42; OGH 7 Ob 565/84 GesRZ 1984, 218; OGH 3 Ob 521/84 EvBl 1986/86; OGH 3 Ob 34/97i SZ 71/108; *Koppensteiner/Rüffler* in *Koppensteiner/Rüffler* (Hrsg), GmbH-Gesetz[3] (2007) § 25 Rz 29; OGH 6 Ob 34/07d GesRZ 2007, 271 (*U. Torggler*) = ecolex 2007, 615/262. Vgl aber auch *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 84 Rz 25, 27, nach dem die Gesellschaft das Vorliegen der Tatsachen, aus denen ein sorgfaltspflichtwidriges Verhalten abgeleitet werden kann, nachweisen muss. Damit komme es nicht zu einer vollständigen Beweislastumkehr, sondern nur in Bezug auf das Verschulden. Dem Vorstandsmitglied obliege der Beweis, dass die Gesellschaft durch dieses Verhalten keinen Schaden erlitten habe.

[695] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 327; *Hörlsberger* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, GmbHG § 25 GmbHG Rz 15; siehe aber auch *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 84 Rz 25, 27.

[696] In Lit und Rsp siehe *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 84 Rz 25, 27 mit Verweis auf ua OGH 22.05.2003, 8 Ob 262/02s; *Hörlsberger* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 25 GmbHG Rz 15; *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 327 verweist auf *Kastner/Doralt/Nowotny* (Hrsg), Grundriß des österreichischen Gesellschaftsrechts[5] (1990) 237; *Lehner*, Die Beweislastverteilung bei der GmbH-Geschäftsführerhaftung, GesRZ 2005, 128*; Lutter*, Die Business Judgement Rule in Deutschland und Österreich, GesRZ 2007, 79*; Heiser*, Haftung von Organen von Kapitalgesellschaften (Teil I) CFO aktuell 2009, 264*;* verneinend: *J. Reich-Rohrwig*, GmbH-Recht I[2] Rz 2/417; *Völkl*, Der österreichische Corporate-Governance-Kodex im Licht der §§ 70 und 84 Aktiengesetz, GesRZ 2003, 73*; Lehner*, Dynamische Beweislastverteilung in der Organhaftung, ecolex 2014, 153*; Told*, Zum Entlastungsbeweis bei der Managerhaftung, wbl 2012, 181*; Schima* in *Grünwald/Schummer/Zollner*, Festschrift für Waldemar Jud (2012) 571 (574 ff); *Kodek*, Jahrbuch Wirtschaftsrecht und Organverantwortlichkeit (2011) 119.

[697] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 328 verweist auf RIS-Justiz RS0059608; *Hörlsberger* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 25 GmbHG Rz 16 verweist auf OGH 10.01.1978, 3 Ob 536/77; 02.01.1979, 5 Ob 699/78, GesRZ 1979, 122; 10.5.1984, 7 Ob 565/84, GesRZ 1984, 218; 9.1.1985, 3 Ob 521/84.

[698] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 329; *Hörlsberger* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 25 GmbHG Rz 16; OGH 24.6.1998, 3 Ob 34/97i, GBU 1998/10, 50.

Sorgfaltskonformität (und damit auch Rechtswidrigkeit) aus.[699] Später ging der OGH selbst jedoch interessanterweise von dieser Ansicht ab und stellte klar, dass den Geschäftsleiter nur hinsichtlich des Verschuldens der Entlastungsbeweis treffe, Schaden, Kausalität, Adäquanz der Verursachung, inhaltliche Pflichtwidrigkeit und objektive Sorgfaltspflichtverletzung von der Gesellschaft zu beweisen seien.[700] Nach einer OGH-Entscheidung aus 2019 hat sich der Geschäftsleiter sowohl in Bezug auf Verschulden als auch der Rechtswidrigkeit seines Verhaltens freizubeweisen.[701] Auch in der Lit sind die Meinungen uneinheitlich. ZT wird (mE nachvollziehbar) darauf hingewiesen, dass, würde man auch für die Rechtswidrigkeit eine Beweislastumkehr annehmen und dem Geschäftsleiter daher die Beweislast für objektive und subjektive Sorgfalt aufbürden, diesem auch die Tragung des „Unternehmensrisikos der Unaufklärbarkeit" auferlegen.[702]

4.2.3.1.2 Business Judgement Rule (BJR)

Wesentlich iZm den Sorgfaltspflichten der Geschäftsleitung ist die mittlerweile kodifizierte (§ 25 Abs 1a GmbHG bzw § 84 Abs 1a AktG) *Safe Harbor* Regelung der sog Business Judgement Rule. Danach handelt ein Geschäftsleiter „jedenfalls mit der Sorgfalt eines ordentlichen" Geschäftsleiters, wenn er sich

- bei einer unternehmerischen Entscheidung
- nicht von sachfremden Interessen leiten lässt und
- auf Grundlage angemessener Information annehmen darf,
- zum Wohle der Gesellschaft zu handeln.[703]

Liegen alle Voraussetzungen vor, handelt ein Geschäftsleiter auch dann nicht sorgfaltswidrig (und haftet daher nicht), selbst wenn sich eine nach diesen Kriterien getroffene Entscheidung später als fehlerhaft erweist. Sind die Voraussetzungen nicht alle erfüllt, haftet der Geschäftsleiter noch nicht „automatisch", jedoch dann, wenn sich sein Verhalten nach den Grundsätzen (der Rsp zur Sorgfaltspflicht etc) als sorgfaltswidrig darstellt und die anderen allg Voraussetzungen für eine Haftung vorliegen.[704]

---

[699] *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 330 verweist auf OGH 16.03.2007, 6 Ob 34/07d; vgl auch etwa OGH 6 Ob 34/07d = RdW 2007/684.

[700] *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 331 verweist auf OGH 21.12.2010, 8 Ob 6/10f; so auch etwa *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 84 Rz 25, 27.

[701] *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 333 verweist auf OGH 26.08.2020, 9 ObA 136/19v.

[702] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 335 verweist auf *J. Reich-Rohrwig/Zimmermann*, Haftung der Geschäftsleiter: Beweislast, Dokumentationspflichten, Einsichts- und Zurückbehaltungsrechte, ecolex 2014, 964.

[703] Siehe schon AB 728 BlgNR 25. GP 7 und 12 wonach Organe diesfalls „*jedenfalls im Einklang mit der gebotenen Sorgfalt*" handeln und „*keine nachteiligen Rechtsfolgen zu befürchten*" haben; *J. Reich-Rohrwig/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 159ff; OGH 23.02.2016, 6 Ob 160/15w; RIS-Justiz RS0130657; *Fasching/Stepan*, ecolex 2022, 452.

[704] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 73, 276; *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 84 Rz 23ff; *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 335.

Die von der Rsp[705] herausgearbeiteten Voraussetzungen müssen kumulativ erfüllt sein und für jedes Organmitglied einzeln beurteilt werden.[706]

Der Begriff der sachfremden Interessen wird vom OGH weit verstanden.[707] Nach *Reich-Rohrwig* ist das Kriterium des sich von sachfremden Interessen leiten lassens nur dann erfüllt, wenn dies auch kausal für die Entscheidung war.[708] Das Handeln des Geschäftsleiters muss auf Basis angemessener Information getroffen werden (subjektiv-objektivierter Maßstab). Dies können etwa (müssen aber nicht zwangsläufig) Expertengutachten sein. Betreffend die konkreten Anforderungen an die „Angemessenheit" der Information, ist nach der Bedeutung, Komplexität und Gefahr/Risikoneigung der konkreten Entscheidung zu differenzieren. Es müssen nicht sämtliche verfügbaren Informationen eingeholt werden. Vielmehr geht es um jene Informationsgrundlage, bei der der Geschäftsleiter vernünftigerweise davon ausgehen kann, dass sie erforderlich ist um eine rationale Entscheidung, die im bestmöglichen Interesse der Gesellschaft liegt, treffen zu können.[709] Je nach den konkreten Umständen sind größere oder geringere Anforderungen an die konkret einzuholenden Informationen gefordert (daher Einzelfallentscheidung). Es spielen etwa auch die dem Geschäftsleiter zur Verfügung stehende Zeit zur Fällung einer Entscheidung und die Kosten der Informationseinholung eine Rolle. Strategische, unternehmenspolitische Entscheidungen erfordern daher wohl extensivere Informationseinholungspflichten des Geschäftsleiters als jene der unternehmerischen „Tagespolitik". Nach den konkreten Umständen richten sich die Anforderungen an Art, Ausmaß, Auswahl, Gewichtung und Verwertung der Informationen. Dem Geschäftsleiter kommt jedoch bei der Abwägung der Kriterien und der Informationseinholung iSe Kosten/Nutzen Analyse ein weiter Ermessenspielraum zu.[710] Die Entscheidung muss aus einer *ex-ante* Sicht offenkundig dem Gesellschaftswohl[711] dienlich sein.

Außerdem muss der Geschäftsleiter zum Entscheidungszeitpunkt vernünftigerweise annehmen dürfen können, zum Gesellschaftswohl zu handeln. Dabei sollen geradezu irrationale oder

---

[705] OGH 23.02.2016, 6 Ob 160/15w; RIS-Justiz RS0130657; vgl *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 70.

[706] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 369; *Told/Warto* in *Harrer/Neumayr/Told* (Hrsg), Organhaftung (2022) VII. Gesetzesverstöße, 77; *Fasching/Stepan*, ecolex 2022, 452 (455).

[707] Vgl etwa *Hörlsberger* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 25 GmbHG Rz 27; *J. Reich-Rohrwig/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 196.

[708] *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 82f; *J. Reich-Rohrwig/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 196; *Karollus*, Gesellschaftsrechtliche Verantwortlichkeit von Bankorganen bei Kredit- und Sanierungsentscheidungen - zugleich ein Beitrag zur Business Judgment Rule (§ 84 Abs 1a AktG und § 25 Abs 1a GmbHG), ÖBA 2016, 252 (258).

[709] Vgl etwa *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 84 Rz 9b; *J. Reich-Rohrwig/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 186ff; *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 84 AktG Rz 35; *Fasching/Stepan*, ecolex 2022, 452 (455).

[710] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 84; *Told/Warto* in *Harrer/Neumayr/Told* (Hrsg), VII. Gesetzesverstöße, 74; *Hörlsberger* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 25 GmbHG Rz 9.

[711] Sowohl 25 Abs 1a GmbHG als auch 84 Abs 1a AktG sprechen vom „Wohle der Gesellschaft". In der Lit wird zT synonym der Begriff „Unternehmenswohl" (oder ähnlich) verwendet. Siehe auch im Kapitel 4.1 zur Leitungsbefugnis nach § 70 AktG.

unvertretbare Entscheidungen jedenfalls nicht dem Gesellschaftswohl dienen.[712] Nach einigen in der Lit soll eine Entscheidung nur dann idS als nicht dem Gesellschaftswohl dienlich ausgeschieden werden, wenn sie jedenfalls grob fahrlässig ist.[713] Nach dem OGH (6 Ob 160/15w) muss eine Entscheidung „offenkundig dem Wohl der Gesellschaft dienen". Nach der Lit wird eine Entscheidung, wenn sie das (*ex-ante*) gewünschte Ergebnis bringen würde, dem Gesellschaftswohl dienen, also zum Vorteil der Gesellschaft sein müssen, um dieses Kriterium zu erfüllen. Solche Entscheidungen, die *ex-ante* nicht vorteilhaft für die Gesellschaft, sondern andere Interessen verfolgen oder schlicht unvorteilhaft, schädlich oder nutzlos sind, fallen daher nicht unter das *Safe Harbor* Ergebnis der der BJR (auch wenn sie deshalb noch nicht zwingend sorgfaltswidrig sein müssen).[714] Teils wird vertreten, dass das Eingehen bestandsgefährdender Risiken keinesfalls dem Gesellschaftswohl dienen kann.[715] Wenn Chance und Risiko in grobem Missverhältnis zueinander sind, wenn in grob sorgfaltswidrigem Ausmaß ein möglicher Vorteil der Gesellschaft nicht gewahrt wird oder eine grob sorgfaltswidrige Verschwendung von Ressourcen der Gesellschaft erfolgt, obwohl eine kostengünstigere Alternative bestehen würde, die *ex-ante* zum selben Ergebnis führen würde, wird nicht angenommen werden können, dass die Entscheidung im Gesellschaftswohl liegt.[716]

Hinsichtlich der Beweislastverteilung bei Einhaltung der Kriterien der BJR wird teils vertreten, dass der Geschäftsleiter die Beweispflicht tragen solle, da es sich dabei um eine Ausnahmevorschrift handle. Nach anderen sei jedoch nach den einzelnen Kriterien zu differenzieren.[717] In Bezug auf das Handeln frei von sachfremden Interessen seien die Tatsachen, die einen Interessenskonflikt darstellen würden von der Gesellschaft vorzubringen und zu beweisen. Dem Geschäftsleiter würde sodann der Entlastungsbeweis obliegen, dass die vorgebrachten Tatsachen, aus denen sich die Behauptung der Interessenskollision ableiten lässt, nicht zutreffen bzw eine Interessenkollision aus sonstigen Gründen nicht vorliegt und die

---

[712] Vgl etwa *Hörlsberger* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 25 GmbHG Rz 27; *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 71; *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 84 Rz 9b.

[713] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 173; *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 86.

[714] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 86f; *J. Reich-Rohrwig/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 204.

[715] Vgl etwa *Hörlsberger* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 25 GmbHG Rz 9; *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 89; *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 84 Rz 9b; *Winner* in *Kalss/Frotz/Schörghofer* (Hrsg), Handbuch für den Vorstand (2017) 41. Business Judgment Rule Rz 33.

[716] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 88f; *J. Reich-Rohrwig/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 205; *Winner* in *Kalss/Frotz/Schörghofer* (Hrsg), 41. Business Judgment Rule Rz 33.

[717] *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 463; *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 340 verweist auf *Fleischer* in *Spindler/Stilz*, Beck-Online Großkommentar Aktienrecht[5] (2022) § 93 Rz 104; *Spindler* in MünchKomm AktG[5] § 93 Rz 205; *Knötzl/Schacherreiter/Schopper*, Der Rückschaufehler bei der richterlichen Urteilsfindung im Schadenersatzprozess, JBl 2017, 2 (9); *Schopper/Walch* in *Zib/Dellinger* (Hrsg), UGB (2019) § 114 Rz 148; so wohl auch *Ch. Nowotny* in *Harrer/Rüffler/Schima* (Hrsg), Festschrift für Hans-Georg Koppensteiner zum 80. Geburtstag (2016), 193 (202, 205).

Entscheidung sorgfaltskonform war.[718] In Bezug auf das Handeln auf Basis angemessener Information solle die Beweislast dem Geschäftsleiter zukommen. Auch für die Frage, ob der Geschäftsleiter annehmen durfte zum Unternehmenswohl zu handeln, solle ihn die Behauptungs- und Beweislast treffen. Auch das Vorliegen einer unternehmerischen Entscheidung habe der Geschäftsleiter vorzubringen und zu beweisen.[719]

Generell gilt bei der GmbH betreffend Haftung und Sorgfaltsmaßstab des Leitungsorgans Ähnliches wie bei der AG, was sich schon anhand des im vorigen Kapitel diskutierten Exkurses gezeigt hat. Da nach österreichischem Recht gegründete SPACs jedenfalls ab dem Moment des Börsengangs nicht als GmbH formiert sein können, würden sich Haftungsfragen allenfalls für GmbH-Geschäftsführer (i) einer als GmbH gegründeten SPAC (die als solche in der Zeit vor der Durchführung eines Börsengangs existiert) oder (ii) als Geschäftsführer einer Zielgesellschaft eines De-SPACs stellen können.

4.2.3.2 Spezielle Haftungstatbestände iZm der Gründung

§ 41 AktG bestimmt, dass die „Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats, die bei der Gründung ihre Sorgfaltspflicht außer Acht lassen […] der Gesellschaft für den ihr daraus entstehenden Schaden als Gesamtschuldner verantwortlich" sind. Explizit genannt ist auch die Haftung für die freie Verfügbarkeit der Einlagenleistungen[720] (im oben bereits ausgeführten Sinn). Die hM in der Lit will unter diese Bestimmung jedoch neben den gründungsspezifischen Pflichten auch generell die Haftung für Verstöße gegen allg Organpflichten in der Gründungsphase subsumieren.[721] Damit soll (va zum Schutz der Gläubiger und auch künftiger Aktionäre) die reale Kapitalaufbringung sichergestellt werden.[722] Es handelt sich also um eine gesellschaftsrechtliche Organhaftung.[723]

Auch wenn gesetzlich nicht ausdrücklich geregelt, sollen nach der hM in der Lit die §§ 84 und 99 AktG[724] subsidiär auf die Haftung nach § 41 AktG angewendet werden.[725] Für die

---

[718] *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 341; vgl auch etwa *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 463ff; *Winner* in *Kalss/Frotz/Schörghofer* (Hrsg), 41. Business Judgment Rule Rz 38.

[719] *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 342.

[720] Vgl etwa auch *Zehetner* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG I[6] § 41 Rz 1ff (Stand 1.5.2018, rdb.at); *Kraus/Spendel* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka* (Hrsg), AktG Taschenkommentar (2019) § 41 AktG Rz 13.

[721] Vgl *Kraus/Spendel* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 41 AktG Rz 14 verweist auf *Koch* in *Hüffer/Koch*, Kommentar zum Aktiengesetz[13] (2018) § 48 Rz 3; *Pentz* in *Goette/Habersack/Kalss*, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz AktG[5] (2019) § 48 Rz 17 f; *Ehricke* in *Hirte/Mülbert/Roth*, AktG[5] § 48 Rz 14 f; *v. Godin/Wilhelmi*, AktG[2] (1950) § 41 Anm 1; aA *Ettel* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[2] § 41 Rz 10.

[722] Vgl etwa *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG[6] § 41 Rz 3; *Kraus/Spendel* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 41 AktG Rz 2.

[723] Vgl etwa *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG[6] § 41 Rz 4; *Kraus/Spendel* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 41 AktG Rz 10.

[724] Wo der Sorgfaltsmaßstab für Vorstands- bzw Aufsichtsratsmitglieder normiert ist.

[725] *Kraus/Spendel* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 41 AktG Rz 3 verweist auf *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG[6] § 41 Rz 7; *Arlt* in *Goette/Habersack/Kalss*, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz AktG[5] (2019) § 48 Rz 33 ff; *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, GesR[2] Rz 3/267; *Justich* in

Vorstandsmitglieder hat dies zur Folge, dass sie bei Verletzung ihrer Sorgfaltspflichten in diesem Fall (nach hM[726]) der Gesellschaft (nach einigen auch der Vorgesellschaft[727]) gegenüber haften können,[728] wobei der Sorgfaltsmaßstab nach § 84 AktG und auch die BJR des § 84 Abs 1a AktG subsidiär anzuwenden sind, wenn die Geschäftsleiter vor Eintragung der Gesellschaft im Firmenbuch unternehmerische Entscheidungen treffen.[729]

Der Ersatzanspruch steht der AG zu, Gläubiger können nach einigen in der Lit aber ausnahmsweise dann Ansprüche direkt geltend machen, wenn sie von der Gesellschaft keinen Ersatz erlangen können.[730] Der Anspruch der Gesellschaft richtet sich dabei nicht gegen das Gesamtorgan, sondern gegen die einzelnen ihre Sorgfaltspflicht verletzenden Mitglieder.[731] Bei § 41 AktG handelt es sich nicht um ein Schutzgesetz gem § 1311 ABGB zugunsten der Gesellschaft oder Dritter.[732] Die Haftung ist verschuldensabhängig, ein besonderer Grad des Verschuldens ist nicht gefordert.[733] Außerdem kommt eine Beweislastumkehr zur Anwendung.[734] Handeln mehrere Organmitglieder schuldhaft, haften diese solidarisch zur ungeteilten Hand.[735] Nach der hM haften die Vorstandsmitglieder dabei auf den gesamten entstandenen Schaden, auch den entgangenen Gewinn.[736] Die Ersatzansprüche verjähren fünf Jahre nach Eintragung der Gesellschaft im Firmenbuch.[737]

Dieser Haftungstatbestand kann auch für Vorstandsmitglieder von SPACs äußerst relevant sein. Wie bereits gezeigt wurde, entspricht die typische Verwahrung auf einem Treuhandkonto inkl

---

Hausmaninger/Gratzl/Justich, Handbuch Aktiengesellschaft[2] Kap 5 Rz 236; *Ettel* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[2] § 41 Rz 1.

[726] *Eckert/Schopper/Caramanica* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 41 Rz 3 (Stand 1.7.2021, rdb.at) verweist auf *Pentz* in MüKo[5] § 48 Rz 6; *Kraus/Spendel* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 41 AktG Rz 12 verweist auf letzteren und *Ehricke* in *Hirte/Mülbert/Roth*, AktG[5] § 48 Rz 3, 8; *Koch* in *Hüffer/Koch*, AktG[13] § 48 Rz 2; *Bayer* in *K. Schmidt/Lutter*, AktG[3] (2015) § 48 Rz 2; *Arnold* in *Zöllner/Noack*, Kölner Kommentar zum Aktiengesetz[2] (1986) § 48 Rz 3.

[727] So etwa *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 41 Rz 6; *Eckert/Schopper/Caramanica* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 41 Rz 3.

[728] Vgl etwa *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 41 Rz 18; *Eckert/Schopper/Caramanica* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 41 Rz 3.

[729] Jedoch str, siehe *Kraus/Spendel* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 41 AktG Rz 4 verweist auf *Pentz* in *Goette/Habersack/Kalss* (Hrsg), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz AktG[5] (2019) § 48 Rz 23; *Solveen* in *Hölters* (Hrsg), AktG[3] § 48 Rz 8; *Koch* in *Hüffer/Koch*, AktG[13] § 48 Rz 4; *Gerber* in *Spindler/Stilz* (Hrsg), Aktiengesetz[4] (2019) § 48 Rz 5.

[730] Vgl etwa *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 41 Rz 18 mit Verweis auf die deutsche Rechtslage und *Koch* in *Hüffer/Koch*, Kommentar zum Aktiengesetz[12] (2016) § 48 Rz 7.

[731] Vgl etwa *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 41 Rz 3; *Eckert/Schopper/Caramanica* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 41 Rz 3; *Kraus/Spendel* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 41 AktG Rz 11.

[732] *Eckert/Schopper/Caramanica* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 41 Rz 3.

[733] Vgl etwa *Kraus/Spendel* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 41 AktG Rz 11; *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 41 Rz 13; Rz 15; *Eckert/Schopper/Caramanica* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 41 Rz 8.

[734] Vgl etwa *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 41 Rz 7; *Kraus/Spendel* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 41 AktG Rz 5.

[735] Ebd.

[736] Vgl etwa *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 41 Rz 15; *Kraus/Spendel* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 41 AktG Rz 11.

[737] Vgl etwa *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 41 Rz 17; *Kraus/Spendel* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka* (Hrsg), AktG Taschenkommentar (2019) § 44 AktG Rz 3; *Eckert/Schopper/Caramanica* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 44 Rz 3 (Stand 1.7.2021, rdb.at).

Rückzahlungsverpflichtung nämlich nicht den Maßstäben, die das AktG an die freie Verfügbarkeit der Einlagen stellt. Für einen Ersatzanspruch muss jedoch der Gesellschaft ein Schaden entstanden sein. Bei der SPAC wäre fraglich worin ein solcher Schaden liegen sollte. Ein (reiner Vermögens)Schaden kann in der Rückzahlung der Einlagen der Gesellschaft an die Aktionäre bei Ausübung des Austrittsrechts gesehen werden. Im Falle der Ausübung des Austrittsrechts und der zwingenden Rückzahlung der Einlage, würde Eigenkapital aus der Gesellschaft abfließen. Zu beachten ist aber, dass auf § 41 AktG prinzipiell nur ein Anspruch der Gesellschaft gegen die Vorstandsmitglieder gestützt werden könnte. Nur ausnahmsweise können Gläubiger die Vorstandsmitglieder in Anspruch nehmen. Denkbar sind aber sehr wohl auch direkte deliktische oder vertragliche Ansprüche.[738] Der Anspruch gegen die Vorstandsmitglieder würde im Übrigen auch nichts an einer weiter bestehenden Einlageverpflichtung für Aktionäre ändern.[739] Davon ausgehend, dass sämtliche Vorstandsmitglieder insofern schuldhaft gehandelt hätten, als sie an der Verwahrung der Einlagen auf dem Treuhandkonto mitwirkten, würde die Gesellschaft für die Geltendmachung von Ersatzansprüchen durch den Aufsichtsrat vertreten werden müssen.[740]

Gem § 40 Z 3 AktG haftet jede andere Person als die Gründer der Gesellschaft – und damit auch ein Vorstandsmitglied – der Gesellschaft gegenüber, wenn sie vor Eintragung der Gesellschaft im Firmenbuch oder in den ersten zwei Jahren danach Aktien der Gesellschaft „öffentlich ankündigt, um sie in den Verkehr einzuführen“ und dabei unrichtige oder unvollständige Angaben gemacht werden. Für eine Haftung ist die Kenntnis oder das Kennenmüssen bei Einhaltung der Sorgfalt eines ordentlichen Geschäftsmannes erforderlich. „Öffentliche Ankündigung“ meint dabei eine Werbemaßnahme im Hinblick auf die Möglichkeit der Zeichnung bzw Übernahme von Aktien. Immer muss dies im Wesentlichen mit der Gründung iZ stehenden Zeitraum erfolgen. Unter „Einführung in den Verkehr“ versteht man jedenfalls, wenn mit der Ankündigung ein unbegrenzter Personenkreis angesprochen werden soll. Ersichtlich muss sein, von wem die Ankündigung ausgeht.[741]

Der Urheber einer Ankündigung muss, um einer möglichen Haftung zu entgehen (vor der Ankündigung), prüfen, ob die bei der Gründung gemachten Angaben betreffend Errichtung der Gesellschaft richtig und vollständig sind und ob eine Schädigung der Gesellschaft durch Einlagen oder Sachübernahmen möglich ist oder geschehen ist. Auf subjektiver Seite ist erforderlich, dass der Urheber der Ankündigung die Ursache des Schadens kannte oder bei Einhaltung der gehörigen Sorgfalt kennen hätte müssen. Dabei kommt es nicht zu einer Beweislastumkehr.[742] Eine Haftung kann auch bestehen, wenn die Ankündigung selbst den

---

[738] *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 41 Rz 18.
[739] Ebd. Rz 16.
[740] Siehe etwa *Eckert/Schopper/Madari* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 84 Rz 62.
[741] *Eckert/Schopper/Caramanica* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 40 Rz 11 (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Zehetner* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG I[6] § 40 Rz 22 (Stand 1.5.2018, rdb.at)
Rz 22; *Ettel* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 40 Rz 13 (Stand 1.6.2021, rdb.at).
[742] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Caramanica* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 40 Rz 12f; *Kraus/Spendel* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 40 AktG Rz 12; *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 40 Rz 24.

Schaden der Gesellschaft nicht verursacht hätte.[743] Die Haftung ist eine gesamtschuldnerische, irrelevant ist ob daneben auch ein Gründer ersatzpflichtig ist.[744] Gehaftet wird nur, wenn der objektive Tatbestand des § 39 Abs 1 oder Abs 2 AktG erfüllt ist, dh die Angaben, die zum Zweck der Gründung der AG gemacht wurden unrichtig oder unvollständig sind oder die AG durch Einlagen oder Sachübernahmen geschädigt wurde. Auf ein Verschulden der Gründer kommt es nicht an.[745] Der „Ankündiger" hingegen haftet lediglich bei Verschulden. Dabei genügt bereits leichte Fahrlässigkeit, der Maßstab ist jener eines ordentlichen Geschäftsmannes.[746] Die Haftung besteht gegenüber der Gesellschaft.[747] Diese „unrichtigen" oder „unvollständigen" Angaben können in vielerlei Gestalt auftreten, dabei ist auch ausreichend, dass relevanten Informationen nicht dargelegt werden. Immer ist objektiv festzustellen ob die gemachten Angaben richtig und vollständig sind.[748] Sofern zu diesem Zeitpunkt noch kein Schaden entstanden ist, können die Angaben aber später berichtigt werden.[749] Wenn es sich bei der ankündigenden Person um ein Vorstandsmitglied handelt, wird vertreten, dass dieses nach § 40 Abs 1 Z 3 und nicht nach dem allg § 41 AktG haftet.[750]

Einen weiteren Haftungstatbestand sieht § 40 Z 2 AktG für jene Personen vor, die bei einer vorsätzlichen oder grob fahrlässigen Schädigung der Gesellschaft durch Einlagen oder Sachübernahmen wissentlich mitwirken. Dieser Haftungstatbestand erstreckt sich daher auch auf Dritte, die (zB als Berater) an der Schädigung der Gesellschaft wissentlich mitwirken und die dann mit den Gründern (bzw einem allfälligen Hintermann) gesamtschuldnerisch haften.[751] Erforderlich ist eine Schädigung der Gesellschaft durch Einlagen oder Sachübernahmen. Dies wäre etwa denkbar, wenn Scheinzahlungen geleistet werden, bei einer Überbewertung von Sacheinlagen oder unangemessen hoher Gegenleistung einer Sachübernahme.[752]

Die Gründer selbst haften der Gesellschaft gegenüber gem § 39 Abs 2 AktG für einen dieser durch Einlagen, Sachübernahmen oder Gründungsaufwand zugefügten Schaden. Dies gilt sowohl für den Gründer, der die entsprechende Einlage tätigt (Haftung für grobes Verschulden)

---

[743] *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 40 Rz 24.
[744] *Ettel* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 40 Rz 27; *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 40 Rz 26.
[745] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Caramanica* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 40 Rz 12; *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 40 Rz 26.
[746] Vgl etwa *Ettel* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 40 Rz 15; *Kraus/Spendel* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 40 AktG Rz 12; *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 40 Rz 24.
[747] Vgl etwa *Ettel* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 40 Rz 18; *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 40 Rz 22.
[748] Vgl etwa *Ettel* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 39 Rz 13 (Stand 1.6.2021, rdb.at); *Zehetner* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG I[6] § 39 Rz 13 (Stand 1.5.2018, rdb.at); *Kraus/Spendel* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka* (Hrsg), AktG Taschenkommentar (2019) § 39 AktG Rz 8.
[749] Vgl etwa *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 39 Rz 13; *Kraus/Spendel* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 39 AktG Rz 8.
[750] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Caramanica* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 40 Rz 13; *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 40 Rz 27.
[751] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Caramanica* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 40 Rz 9; *Ettel* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 40 Rz 11.
[752] *Kraus/Spendel* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 39 AktG Rz 12; *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 39 Rz 19.

als auch die übrigen Gründer (bereits leichtes Verschulden ist ausreichend[753]).[754] Im Gegensatz zu den Haftungstatbeständen nach § 40 AktG und jenem des § 39 Abs 1 AktG greift die Haftung des § 39 Abs 2 AktG nach hA auch bei richtigen bzw vollständigen Angaben.[755]

Nach § 39 Abs 1 AktG haften die Gründer (die Gesellschafter, die die Satzung beschlossen haben bzw allfällige „Hintermänner" wie Treugeber) der Gesellschaft gegenüber für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben die iZm der Gründung der Gesellschaft über Aktienübernahme, Einzahlung auf die Aktien, Verwendung eingezahlter Beträge, Sondervorteile und Gründungsaufwand, Sacheinlagen und Sachübernahmen gemacht werden. Die Aufzählung im Gesetzestext ist taxativ.[756] Anzustellen ist ein objektiver Maßstab. Leichte Fahrlässigkeit ist ausreichend und gem § 39 Abs 3 AktG wird das Verschulden vermutet.[757]

Für die Gründer der SPAC ergeben sich daher insb aufgrund des § 39 Abs 1 und 2 AktG potentielle Haftungsfälle iZm der Gründung und im Speziellen mit der Leistung der Einlagen. Über die Regelungen des § 40 AktG ist darüber hinaus (also zusätzlich zur Haftung der Gründer) auch eine Haftung anderer Personen (also etwa der Vorstandsmitglieder oder von Beratern) möglich, die an einer schädigenden Handlung mitwirken. § 41 AktG sieht außerdem einen eigenen allg Haftungstatbestand für Vorstandsmitglieder und Aufsichtsratsmitglieder vor, die bei der Gründung ihre Sorgfaltspflicht außer Acht lassen.

All dies ist insb vor dem Hintergrund zu sehen, dass bei der typischen SPAC-Ausgestaltung sich die Einlagen nicht in der freien Verfügung des Vorstands befinden würden. Es sei auch darauf hingewiesen, dass die Vorstandsmitglieder bei Anmeldung zur Eintragung der Gesellschaft im Firmenbuch eine Erklärung über die freie Verfügbarkeit über die Einlagen abgeben müssten.[758] Eine solche Erklärung wäre bei der typischen SPAC freilich unrichtig, was wiederum eine Haftung des abgebenden Vorstandsmitglieds auslösen kann. Natürlich wäre schon die Gesellschaft gar nicht zum Firmenbuch einzutragen, wenn die Einlagen nicht ordnungsgemäß geleistet wurden. Selbstverständlich muss die treuhändige Verwahrung dem Firmenbuch aber nicht unbedingt erkennbar sein. Wird die Gesellschaft eingetragen, ist sie rechtswirksam entstanden.[759]

---

[753] Dies wird gegeben sein, wenn die übrigen Gründer die schadensverursachende Handlung erkannt haben und den Eintritt des Schadens nicht verhindern. Siehe *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 39 Rz 21.

[754] *Kraus/Spendel* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 39 AktG Rz 12; *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 39 Rz 20.

[755] Vgl etwa *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG[6] § 39 Rz 19; *Kraus/Spendel* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 39 AktG Rz 12.

[756] Vgl etwa *Kraus/Spendel* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 39 AktG Rz 8; *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 39 Rz 10; *Ettel* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 39 Rz 13.

[757] *Ettel* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 39 Rz 20; *Kraus/Spendel* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 39 AktG Rz 8, 15; *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 39 Rz 16.

[758] Siehe § 29 AktG. Die Erklärung ist von sämtlichen Vorstandsmitgliedern abzugeben, vgl etwa *Heidinger/Schneider* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG I[6] § 29 Rz 2 (Stand 1.5.2018, rdb.at); *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 29 Rz 8 (Stand 1.6.2021, rdb.at).

[759] *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 28 Rz 22; *Posani/Schörghofer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 28 AktG Rz 9.

4.3 Gewährung von Sonderrechten und Optionen

4.3.1 Unterschiedliche Aktiengattungen

4.3.1.1 Problem

Bei SPACs kann der Wunsch auftreten unterschiedliche Aktiengattungen mit unterschiedlichen Rechten zu schaffen. Insb kann eine unterschiedliche Behandlung von PIPE-Investoren mit herkömmlichen Aktionären gewünscht sein, genauso wie spezielle (finanzielle) Vorrechte für Gründer (Vorstände, die gleichzeitig Aktionäre sind).

4.3.1.2 Hintergrund

Nach § 11 AktG können „einzelne Gattungen von Aktien […] verschiedene Rechte haben, namentlich bei der Verteilung des Gewinns und des Gesellschaftsvermögens." Die Schaffung unterschiedlicher Aktiengattungen, also Aktien, mit denen aufgrund von Bestimmungen in der Satzung der AG unterschiedliche mitgliedschaftliche Rechte und Pflichten verbunden sind, ist also nach österreichischem Recht prinzipiell möglich.[760] Es geht immer um eine Abweichung von den gesetzlich vorgesehenen Rechten und Pflichten, die mit Stammaktien verbunden sind. Dabei werden diejenigen Aktien, die die gleichen Rechte und Pflichten vermitteln, als eine gemeinsame Aktiengattung behandelt.[761] In der Satzung sind Angaben zu den unterschiedlichen Aktiengattungen erforderlich (notwendiger Satzungsinhalt gem § 17 Z 4 AktG).[762] Dabei besteht eine grundsätzliche Satzungsautonomie, wobei die Grenze der Ausgestaltung der Aktiengattungen die Vereinbarkeit mit zwingenden gesetzlichen Bestimmungen und dem Wesen der AG ist (so etwa zum Stimmrecht, siehe sogleich unten).[763]

Das praktisch wohl interessanteste Sonderrecht, das Aktionären zukommen kann, ist ein Recht auf Bevorzugung bei der Gewinnverteilung oder bei Verteilung des Gesellschaftsvermögens (wohl auch deshalb schon vom Gesetz ausdrücklich erwähnt). Ersteres meint einen Vorrang bei der Gewinnausschüttung der Gesellschaft, Letzteres ist als eine Bevorzugung bei der Verteilung des Abwicklungsüberschusses bei Liquidation der AG zu verstehen.[764]

Werden unterschiedliche Aktiengattungen nicht bereits bei der Gründung der AG in der Satzung vorgesehen, kann auch zu einem späteren Zeitpunkt über einen satzungsändernden HV-Beschluss, der einer qualifizierten Mehrheit von ¾ des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals bedarf (sofern die Satzung nicht höhere Erfordernisse vorsieht), eine

---

[760] Siehe etwa *Schopper* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG I[6] § 11 Rz 1 (Stand 1.5.2018, rdb.at); *Schmidt-Pachinger* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 11 Rz 5 (Stand 1.6.2021, rdb.at).
[761] Vgl etwa *Schopper*, AktG I[6] § 11 Rz 2; *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 11 Rz 2 (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Schmidt-Pachinger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 11 Rz 7.
[762] Vgl etwa *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 11 Rz 4; *Schopper*, AktG I[6] § 11 Rz 5; 19.
[763] Vgl etwa *Schopper* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG I[6] § 12 Rz 7 (Stand 1.5.2018, rdb.at); *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 11 Rz 6; *Schmidt-Pachinger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 11 Rz 6.
[764] Vgl etwa *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 11 Rz 7f; *Schopper*, AktG I[6] § 12 Rz 11; *Schmidt-Pachinger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 11 Rz 12.

Änderung der Aktienstruktur eingeführt werden.[765] Wenn dadurch in die Rechte einzelner bereits beteiligter Aktionäre eingegriffen wird, geht die hM davon aus, dass eine Individualzustimmung der betroffenen Aktionäre notwendig ist.[766] Eine solche (gesonderte) Zustimmung der negativ berührten Aktionäre wird jedoch zT dann nicht als erforderlich gesehen, wenn durch die Einführung der neuen Aktiengattungen „nur" der Gleichbehandlungsgrundsatz, der die Gesellschaft gegenüber ihren Aktionären trifft, verletzt wird.[767] Auch wenn schon mehrere Aktiengattungen nebeneinander bestehen aber das Verhältnis der Aktiengattung jew zueinander nachteilig für eine der Aktiengattungen geändert werden soll, ist ein HV-Beschluss zur Satzungsänderung, sowie hier zusätzlich auch ein Sonderbeschluss der negativ betroffenen Aktiengattung notwendig (bei mehreren betroffenen Aktiengattungen ein separater Beschluss für jede Gattung – entsprechend § 146 Abs 2 AktG). Nicht relevant ist dabei, ob die Benachteiligung direkt oder indirekt erfolgt.[768] Wenn bisher noch keine unterschiedlichen Aktiengattungen bestehen und diese im Zuge einer Kapitalerhöhung eingeführt werden sollen, ist kein Sonderbeschluss erforderlich, sondern der im Rahmen der Kapitalerhöhung ohnehin zu fassende HV-Beschluss ausreichend.[769] Bestehen jedoch bereits mehrere Aktiengattungen sind auch hier Sonderbeschlüsse (mit denselben Mehrheiten wie generell für den HV-Beschluss, sofern in der Satzung nicht anders angeordnet) erforderlich.[770]

Nach geltender österreichischer Rechtslage sind sog Mehrstimmrechtsaktien gem § 12 Abs 3 AktG unzulässig. In der Satzung dürfen keine stimmrechtlichen Besserstellungen von Aktionären über ihre Kapitalbeteiligung hinaus vorgesehen sein. Solche Satzungsbestimmungen wären nichtig. § 12 Abs 3 AktG verbietet jedoch generell jede Bevorzugung eines Aktionärs über die Stimmrechte, die über ihm nach § 12 Abs 1 AktG zustehen.[771] Das österreichische Recht geht daher vom Prinzip „*one share one vote*" aus.[772] Es bestehen jedoch auch einzelne Ausnahmen. So ist es etwa möglich ein Höchststimmrecht vorzusehen (§ 12 Abs 2 AktG). Es kann ein Höchst- oder Maximalstimmrecht eines Aktionärs, der Inhaber mehrerer Aktien ist, für sämtliche oder bestimmte Beschlüsse der HV in der Satzung vorgesehen werden. Dies würde zur Folge haben, dass, selbst wenn dem Aktionär iSd *one share one vote* Prinzips mehrere Stimmrechte zukommen würden, diese bei der Beschlussfassung ruhen und nicht ausübbar sind.[773] Diese Beschränkung (oder Abstufung)

---

[765] Vgl *Schopper*, AktG I6 § 11 Rz 20; *Schmidt-Pachinger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 11 Rz 22.
[766] *Schmidt-Pachinger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 11 Rz 21f; *Schopper*, AktG I[6] § 11 Rz 20 verweist auf *P. Doralt/Diregger* in *Goette/Habersack/Kalss*, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz AktG[4] (2016) § 11 Rz 63; aber siehe auch *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 11 Rz 20.
[767] Vgl *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 11 Rz 5ff; *Schopper*, AktG I[6] § 11 Rz 20.
[768] Vgl etwa *Schopper*, AktG I[6] § 11 Rz 21; *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 11 Rz 17; *Schmidt-Pachinger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 11 Rz 22.
[769] Vgl etwa *Schopper*, AktG I[6] § 11 Rz 22; *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 11 Rz 15.
[770] Vgl etwa *Schopper*, AktG I[6] § 11 Rz 23; *Schörghofer* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 221 Rz 6 (Stand 1.6.2021, rdb.at).
[771] Vgl etwa *Schopper*, AktG I[6] § 12 Rz 45f; *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 12 Rz 21 (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Schmidt-Pachinger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 11 Rz 13.
[772] Siehe etwa *Schopper*, AktG I[6] § 12 Rz 4ff; *Schmidt-Pachinger* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 12 Rz 10 (Stand 1.6.2021, rdb.at).
[773] Vgl etwa *Schopper*, AktG I[6] § 12 Rz 30; *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 12 Rz 13ff.

muss jedoch in der Satzung normiert sein.[774] Ein solches Höchststimmrecht stellt jedoch keine selbstständige Aktiengattung dar.[775] In die andere Richtung wäre eine Änderung des *one share one vote* Prinzips aber nicht möglich. Auch sind Vorzugsaktien mit bevorzugtem Dividendenanspruch aber ohne Stimmrecht möglich.[776] Zwingende Charakteristika solcher stimmrechtslosen Vorzugsaktien sind ein prioritäres Recht auf Erhalt einer Dividende, Recht auf Zahlung einer in früheren Jahren nicht erhaltenen bevorzugten Dividende, sowie, dass mit diesen keine Stimmrechte verbunden sind.[777] Solche stimmrechtslosen Vorzugsaktien dürfen gem § 12a Abs 3 AktG jedoch nur bis zum Ausmaß von einem Drittel des Grundkapitals begeben werden.[778]

Die Europäische Kommission hat jedoch den Bedarf von „Wachstumsunternehmen" (*Start-Ups, High-Growth Companies*) nach erleichterter Aufnahme von Kapital erkannt und am 7.12.2022 einen Vorschlag für eine Richtlinie für Mehrstimmrechtsaktien bei Gesellschaften, „die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen" veröffentlicht.[779] Es geht also um Gesellschaften, die noch nicht börsennotiert sind, einen Börsengang jedoch bereits konkret planen. In Deutschland soll dies durch das Zukunftsfinanzierungsgesetz, das mit der sog „Börsenmantelaktiengesellschaft" eine neue Gesellschaftsform, die der SPAC entspricht, einführt, ermöglicht werden.[780] In Österreich gibt es zwar auch Stimmen in der Lit, die genau solche flexibleren Ausgestaltungen fordern,[781] jedoch soweit ersichtlich kein konkretes Gesetzgebungsvorhaben bis dato.

4.3.1.3 Fazit für SPACs

Für SPACs ist im Ergebnis festzuhalten, dass hier Gestaltungsspielraum durch die Schaffung unterschiedlicher Aktiengattungen besteht. Dies muss in der Satzung vorgesehen sein. Interessant könnte es sein, einzelnen Aktionäre Sonderrechte (etwa und va auf bevorzugte Gewinnverteilung) zu gewähren und damit einen Anreiz für Investitionen zu schaffen, wenn mehr Kapital zur Durchführung der De-SPAC eingesammelt werden soll. Als zusätzlicher monetärer Anreiz könnte dies eventuell auch jene Aktionäre zufrieden stellen, denen kein

---

[774] *Schmidt-Pachinger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 12 Rz 11; *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 12 Rz 14.

[775] Vgl etwa *Schmidt-Pachinger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 11 Rz 14; *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 12 Rz 19.

[776] Vgl etwa *Schopper*, AktG I[6] § 12 Rz 1; *Schmidt-Pachinger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 12 Rz 11.

[777] Vgl etwa *Schopper* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG I[6] § 12a Rz 6 (Stand 1.5.2018, rdb.at); *Schmidt-Pachinger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 12 Rz 11; *M. Doralt* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 12a Rz 12ff (Stand 1.6.2021, rdb.at).

[778] Siehe auch etwa *M. Doralt* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 12a Rz 41; *Schopper*, AktG I[6] § 12a Rz 23.

[779] Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien in Gesellschaften, die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen, COM/2022/761 final; vgl auch *Kalss*, Reform des Aktienrechts – nutzen wir die dritte Chance!, ecolex 2022, 98 (100).

[780] Siehe etwa *Casper*, Das Zukunftsfinanzierungsgesetz, ZHR 2023, 5 (17); *Geier*, Referentenentwurf eines Zukunftsfinanzierungsgesetzes - geeignetes Instrument zur Sicherung des Wohlstands?, BB 2023 H 20, I; *Kalss*, ecolex 2022, 98 (100).

[781] Etwa *Kalss*, Kernaktionäre: Europäische Anerkennung für die Garanten eines attraktiven Standortes, GesRZ 2021, 337; *Kalss*, ecolex 2022, 98 (100).

Austrittsrecht zugestanden werden kann.[782] Bei der Ausgabe von Vorzugsaktien wäre jedenfalls die Grenze des § 12a Abs 3 AktG zu beachten. Weniger relevant scheint bei der typischen SPAC-Gestaltung die Diskussion um die Möglichkeit von Mehrstimmrechtsaktien. Freilich wäre es aber denkbar, dass es gewünscht ist, Gründern ein gewichtigeres Stimmrecht zukommen zu lassen. In einem solchen Fall würde sich das österreichische AktG aber insofern unflexibel zeigen, als derzeit Mehrstimmrechtsaktien nicht möglich sind.

Wie gezeigt, steht der Gleichbehandlungsgrundsatz (§ 47a AktG) der Schaffung unterschiedlicher Aktiengattungen mit unterschiedlich ausgestalteten Mitgliedschaftsrechten nicht entgegen. Die oben genannten Voraussetzungen (Satzungsbestimmung, Beschluss der HV und allenfalls ein Sonderbeschluss der betroffenen Aktionäre, wenn in bereits bestehende Aktionärsrechte eingegriffen werden soll) müssten jedoch eingehalten werden. Um sich die Notwendigkeit einer Zustimmung der betroffenen Aktionäre in deren bereits bestehende Rechte eingegriffen werden soll, ersparen zu können, sollten die Gründer der SPAC sinnvollerweise bereits bei Gründung die unterschiedlichen Aktiengattungen und damit verbundenen Rechte in der Satzung festschreiben, sofern solche unterschiedlichen Gattungen gewünscht sind.

4.3.2 Optionsrechte (*Naked Warrants*)

4.3.2.1 Problem

Den Investoren und den *sponsors* werden in der typischen SPAC (zusätzlich zu den von ihnen gehaltenen Aktien) Optionen für den Erwerb zusätzlicher Aktien an der SPAC, ausübbar innerhalb eines gewissen Zeitraums, gewährt. Dabei werden diese Optionen idR als sog *naked warrants* gewertet. Dies sind selbständige, verbriefte Optionsrechte auf zusätzlich zu schaffende Aktien der Gesellschaft, die nicht mit einer Schuldverschreibung verbunden sind (also bloße verbriefte Optionsrechte).[783] Dieses Bezugsrecht schafft die Möglichkeit eines Erwerbs von Aktien über dem Emissions- aber (potentiell) unter dem Aktienkurs und daher ein Anreizsystem, das va bei SPACs für die Vorstandsmitglieder relevant ist.[784] Diese Optionsscheine sind (nach einer idR kurzen Frist) selbständig an der Börse handelbar.[785]

Zu analysieren ist, ob solche *naked warrants* bei österreichischen SPACs ausgegeben werden könnten.

4.3.2.2 Hintergrund

Die Zulässigkeit von *naked warrants* ist in der österreichischen Lit stark umstritten (genauso wie in Deutschland).[786] Dies va bezüglich einer möglichen Subsumtion unter § 174 AktG. Von einigen in der Lit wird jedoch die Zulässigkeit von *naked warrants* zumindest für Mitarbeiter

[782] Siehe bereits Kapitel 4.5.2.6 und 4.5.2.7.
[783] Vgl ausführlich etwa *Joser*, NZG 2022, 991.
[784] Siehe bereits in der Einleitung.
[785] *Joser*, NZG 2022, 991 (993).
[786] Vgl etwa *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 174 Rz 15; *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 174 Rz 12; *Stepan*, ZFR 2022, 583 (583).

der Gesellschaft bejaht.[787] Nach anderen werden diese *naked warrants* als Genussrechte qualifiziert und aus diesem Grund für deren allg Zulässigkeit argumentiert.[788]

Besagter § 174 AktG thematisiert Schuldverschreibungen, mit denen Umtausch- oder Bezugsrechte auf Aktien (also Wandelschuldverschreibungen) oder Gewinnbezugsrechte (also Gewinnschuldverschreibungen) verbunden sind (§ 174 Abs 1 AktG). § 174 Abs 3 AktG nennt außerdem Genussrechte.[789]

Bei Wandelschuldverschreibungen kommt dem Berechtigten das Recht zu, durch einseitig ausübbare Willenserklärung Aktien der AG zu beziehen. Dies grundsätzlich nach freiem Ermessen, wobei die Ausübbarkeit gemäß den Anleihebedingungen natürlich eingeschränkt sein kann.[790] Dabei wird allg zwischen Wandelanleihen (auch als „*convertible bonds*" bezeichnet) und Optionsanleihen unterschieden. Wandelanleihen (auch Wandelschuldverschreibungen ieS) verkörpern das Recht eine Anleihe gegen eine festgelegte Anzahl von Aktien zu tauschen, wodurch der Gläubiger zum Aktionär wird. Dieses Recht, nämlich die Möglichkeit durch einseitig ausübbare Erklärung die bereits für die Anleihe geleistete Zahlung in Zukunft als Einlage zu widmen, wird als *facultas alternativa* qualifiziert.[791] Bei Optionsanleihen (auch „Optionsschuldverschreibungen") besteht einerseits ein Anspruch auf Rückzahlung inkl Zinsen des Nennbetrags und daneben auch ein unabhängiges und davon selbstständiges Recht eine festgelegte Anzahl von Aktien zu einem bestimmten Bezugspreis zu erwerben. Diese beiden Rechte stehen unabhängig voneinander dem Inhaber des Optionsscheins zu. Der Inhaber kann sein Recht auf Erwerb von Aktien daher ausüben ohne gleichzeitig sein Recht auf Rückzahlung des Nennbetrags (und damit seine Gläubigerstellung) aufgeben zu müssen. Nach einigen in der Lit ist die selbstständige Verbriefung und auch die selbstständige Handelbarkeit des Optionsrechts kein zwingendes Charakteristikum einer Optionsanleihe, weshalb das Optionsrecht auch als unselbstständiges denkbar ist.[792] In dem Fall wäre es möglich das Schuldverschreibungsrecht nur gemeinsam mit dem Aktienbezugsrecht zu handeln (und kein Auseinanderfallen der Berechtigung auf Rückzahlung und auf Aktienerwerb zuzulassen).[793]

---

[787] Nach *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 174 Rz 12 jedenfalls bei Unterlegung mit bedingtem Kapital aufgrund der Einführung von § 159 Abs 2 Z 3 AktG; vgl auch *Edelmann* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 174 AktG Rz 12; *Winner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 159 Rz 38ff.

[788] Vgl etwa *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 174 Rz 15 verweist auf *Winner* in MüKo[5] § 221 Rz 446.

[789] Dazu noch sogleich und vgl etwa *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 174 Rz 19; *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 174 Rz 15 (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 174 Rz 26f.

[790] Vgl etwa *Edelmann* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 174 AktG Rz 4; *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 174 Rz 7.

[791] Da es sich dabei weder um einen Tauschvertrag noch um eine Aufrechnung der Forderung aus der Anleihe gegen die Schuld der Einlage handle. Siehe *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 174 Rz 6; *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 174 Rz 10.

[792] *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 174 Rz 11 verweist auf *Winner* in *Goette/Habersack/Kalss* (Hrsg), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz AktG[5] (2019)[5] § 221 Rz 445; *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*[2] § 174 Rz 15; *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG[6] § 174 Rz 11.

[793] *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 174 Rz 11.

§ 174 Abs 1 S 1 AktG nennt außerdem „Schuldverschreibungen, bei denen die Rechte der Gläubiger mit Gewinnanteilen von Aktionären in Verbindung gebracht werden". Damit sind Gewinnschuldverschreibungen gemeint, durch die das Recht auf Beteiligung am Gewinn des ausgebenden Unternehmens (neben dem Recht auf Rückzahlung des Nennbetrags und manchmal inkl fixer Verzinsung) gewährt wird. Diese sind daher eine spezielle Form der Genussrechte.[794] „Gewinn" wird dabei weit verstanden und kann an den Bilanzgewinn, Jahresüberschuss und auch sonstige spezielle Unternehmenskennzahlen gekoppelt sein. Dabei muss es sich auch nicht zwangsläufig um Kennzahlen der ausgebenden Gesellschaft als Ganzes handeln, möglich ist auch das Abstellen auf einen Teilbetrieb oder etwa den Gesamtkonzern, nicht jedoch eine dritte, mit der ausgebenden AG nicht verbundene Gesellschaft.[795] Bloß gewinnabhängige Instrumente, also solche, bei denen die Auszahlung eines bestimmten Betrags bei Erreichen eines bestimmten Gewinns der Gesellschaft erfolgt, sind jedoch nicht umfasst.[796]

Genussrechte werden im Gegensatz zu den Wandelschuldverschreibungen und Gewinnschuldverschreibungen nicht im AktG definiert. Das ist vom Gesetzgeber aufgrund der in der Praxis vielfältigen denkbaren und kontinuierlich weiterentwickelten Gestaltungsmöglichkeiten bewusst in Kauf genommen worden.[797] Dies führt dazu, dass durch weitgehende Privatautonomie viele mögliche Gestaltungsformen möglich sind und andererseits diese Gestaltungsformen immer auf die Möglichkeit ihrer Subsumtion unter § 174 AktG zu prüfen sind. Typisch für Genussrechte ist jedenfalls, dass sie nur eine schuldrechtliche, keine mitgliedschaftliche Position für den Berechtigten vermitteln. So besteht etwa auch kein Recht auf Teilnahme an der Willensbildung der Gesellschaft, damit insb kein Stimm- oder Teilnahmerecht in/an der HV. Auch die vertragliche Einräumung von solchen Rechten (außer von bloßen Informationsrechten) wird meist als unzulässig gesehen.[798] Die Ausgestaltung von „aktiengleichen" Genussrechten mit Eigenkapitalcharakter, die stimmrechtslosen Vorzugsaktien nachgebildet sind, wird von der hM in Österreich als zulässig gesehen.[799] Genussrechte sollen jedenfalls aktionärsähnliche Vermögensrechte, insb etwa Beteiligung am Gewinn oder Liquidationserlös, gewähren (und treten mit den Vermögensrechten der Aktionäre

---

[794] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 174 Rz 13; *Edelmann* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 174 AktG Rz 11.

[795] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 174 Rz 13; *Edelmann* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 174 AktG Rz 11; *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 174 Rz 15; *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 174 Rz 18.

[796] Vgl etwa *Edelmann* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 174 AktG Rz 11.

[797] *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 174 Rz 15 verweist ua auf *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*(Hrsg), AktG[2] § 174 Rz 18; *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*[6] § 174 Rz 26; *Koch* in *Hüffer/Koch* (Hrsg), Kommentar zum Aktiengesetz [15] (2021) § 221 Rz 23; *Schopper*, Genussrechte und EKEG, ZUS 2011/33, 107; 7 Ob 267/02v; 10 Ob 34/05f; 1 Ob 105/10p; 5 Ob 4/14w.

[798] *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 174 Rz 15 verweist ua auf OGH 10 Ob 34/05f; *Nagele/Lux*, AktG[6] § 174 Rz 27; *Koch* in *Hüffer/Koch*[15] § 221 Rz 26; *Florstedt* in KölnKo[3] § 221 Rz 538; *Winner* in MüKo[5] § 221 Rz 457.

[799] *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 174 Rz 19; *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 174 Rz 15 verweist ua auf *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus* AktG[6] § 174 Rz 36 f; *Winner* in MüKo[5] § 221 Rz 461; *Bergmann*, Genussrechte 172; *Schummer*, GesRZ 1991, 206; *Braumann*, Gewinnscheine und Anlegerschutz, ÖBA 1984, 397 (403 f); *Habersack* in *Goette/Habersack/Kalss*, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz AktG[5] (2019) § 221 Rz 124 ff.

in Konkurrenz).[800] Ähnlich wie bei den Gewinnschuldverschreibungen reicht jedoch eine gewinnabhängige aber nicht gewinnorientierte Verzinsung nicht aus. Nicht eindeutig geklärt ist jedoch in welchem Ausmaß Aktionärsrechte für die Anwendung des § 174 AktG berührt sein müssen.[801] Nach der jüngeren Lit muss das Genussrecht nach seiner inhaltlichen Ausgestaltung mit typischen Aktionärsrechten in Konkurrenz treten.[802] Die Genussrechte müssen nicht zwingend verbrieft sein.[803]

Die Ausgabe von Schuldverschreibungen bedarf eines Beschlusses der HV mit qualifizierter Mehrheit,[804] wobei in der Satzung anderes vorgesehen werden kann.[805] Neben einem Zustimmungsbeschluss ist die Ausgabe auch aufgrund eines Ermächtigungsbeschlusses, mit dem die HV den Vorstand für eine bestimmte Dauer (max fünf Jahre) ermächtigt Optionen auszugeben, möglich.[806] Bei einem solchen Ermächtigungsbeschluss müssen zumindest die Art der auszugebenden Rechte und das max Emissionsvolumen beschlossen werden. Außerdem ist eine konkrete Befristung festzulegen (max fünf Jahre).[807] Ein Fehlen einer solchen Befristung oder unzulässige Frist von über fünf Jahren führt nach der hM in der Lit zur Nichtigkeit des Beschlusses.[808] Aktionären kommt ein proportional zu ihrer Beteiligung stehendes Bezugsrecht von ausgegebenen Optionen des § 174 AktG zu (§ 174 Abs 4 iVm § 153 AktG). Dieses Bezugsrecht kann jedoch bei Einhaltung gewisser formeller und materieller Voraussetzungen

[800] Vgl etwa *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 174 Rz 19; *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 174 Rz 16.

[801] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 174 Rz 16; *Edelmann* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 174 AktG Rz 16f.

[802] Siehe *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 174 Rz 29; *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 174 Rz 19.

[803] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 174 Rz 17; *Edelmann* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 174 AktG Rz 15; *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 174 Rz 19; *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 174 Rz 33.

[804] Vgl *Edelmann* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 174 AktG Rz 27; *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 174 Rz 21ff; *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 174 Rz 29.

[805] Vgl etwa *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG[6] § 174 Rz 20; *Edelmann* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 174 AktG Rz 27; *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 174 Rz 29.

[806] Auch wenn in der entsprechenden Bestimmung des § 174 Abs 2 nur die „Wandelschuldverschreibungen" genannt sind, wird hier von einer planwidrigen Regelungslücke ausgegangen und die Anwendbarkeit analog auch auf Gewinnschuldverschreibungen und Genussrechte bejaht. Siehe etwa *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 174 Rz 27 mit Verweis auf *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[2] § 174 Rz 44.

[807] *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 174 Rz 28; *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 174 Rz 20ff, 35; *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 174 Rz 25ff.

[808] *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 174 Rz 28 zitiert *Habersack* in *Goette/Habersack/Kalss*, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz AktG[5] (2019) § 221 Rz 158; *Florstedt* in KölnKom AktG[3], § 221 Rz 217; *Koch* in *Hüffer/Koch*, AktG[15] § 221 Rz 13; *Rieder/Holzmann* in *Grigoleit*, Aktiengesetz[2] (2020) § 221 Rz 11; *Winner* in *Goette/Habersack/Kalss*, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz AktG[5] (2019) § 221 Rz 477; *Scholz* in *Hoffmann-Becking/Austmann*, Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts[4] (2014)§ 64 Rz 18; wohl auch *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*[6] § 174 Rz 21/1; offenlassend BGH 26. 9. 1994, II ZR 236/93; *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[2] § 174 Rz 39; *Lutter* in KölnKom[2] § 221 Rz 80; *Haberstock/Greitemann* in *Hölters*[3] § 221 Rz 63.

auch ausgeschlossen werden.[809] Ein solcher Bezugsrechtsauschluss muss jedenfalls auch explizit in den HV-Beschluss aufgenommen werden.[810]

Wie die ausgegebenen Umtausch- und Bezugsrechte zu unterlegen sind, ist im Gesetz nicht spezifisch geregelt. Damit hat die Gesellschaft mehrere Möglichkeiten, konkret die Schaffung neuer Aktien (durch „reguläre" Kapitalerhöhung, genehmigtes oder bedingtes Kapital) oder die Ausgabe schon bestehender eigener Aktien durch die Gesellschaft.[811] Da mit *naked warrants* typisch im Gegensatz zu den in § 174 AktG genannten Optionsrechten eben keine Schuldverschreibungen verbunden sind, wird von einigen in der Lit argumentiert, dass diese nicht zulässig sein sollen.[812] Auch bei Bejahung einer generellen Zulässigkeit von *naked warrants* wird von einigen in der Lit vertreten, dass eine Unterlegung derselben mit bedingtem Kapital jedenfalls nicht zulässig sein soll.[813]

Allg können verbriefte Instrumente, die unter § 174 AktG fallen, an der Börse notieren. Die Zulassung richtet sich bei angestrebter Notierung an der Wiener Börse nach §§ 38ff BörseG.[814] Dabei gelten Gewinnschuldverschreibungen und jene Genussrechte ohne Wandlungs- oder Bezugsrechte als Schuldtitel gem § 1 Z 6 BörseG (und damit treffen den Emittenten gewisse Pflichten nach § 121 BörseG[815]).[816] Wandel- und Optionsschuldverschreibungen gelten nicht als „Schuldtitel" nach der Definition des BörseG (da mit diesen ein Wandlungsrecht verbunden ist).[817]

4.3.2.3 Fazit für SPACs

Allg werden Aktienoptionen, die an Organmitglieder oder Arbeitnehmer gewährt werden sollen, als zulässig gesehen.[818] Eine im Gesetz ausdrücklich normierte Möglichkeit der Gewährung neu auszugebender Aktien an Vorstandsmitglieder bietet § 159 Abs 2 Z 3 AktG. Im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung können danach „Aktienoptionen an

---

[809] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 174 Rz 38f; *Edelmann* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 174 AktG Rz 43.

[810] Vgl etwa *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 174 Rz 23; *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 174 Rz 38.

[811] Siehe noch sogleich und etwa *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 174 Rz 49.

[812] Von *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 174 Rz 12 allerdings für Mitarbeiteraktienoptionen bejaht, nach Einführung des § 159 Abs 2 Z 3. Selbige verweisen auch auf *Habersack* in *Goette/Habersack/Kalss*, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz AktG[4] (2016) § 221 Rz 37; *Winner* in *Goette/Habersack/Kalss*, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz AktG[4] (2016) § 221 Rz 446.

[813] Siehe etwa *Winner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 159 Rz 39a. Auch wenn in Deutschland eine Ausgabe von *naked warrants* unterlegt mit bedingtem Kapital bereits erfolgt sein soll, siehe *Joser*, NZG 2022, 991 (993).

[814] Vgl etwa *Edelmann* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 174 AktG Rz 68; *Zollner* § 174 AktG Rz 90.

[815] Insb die Pflicht zur Gleichbehandlung von Schuldtitelinhabern und zur Schaffung von Voraussetzungen damit den Inhabern von Schuldtiteln die Ausübung ihrer Rechte erleichtert wird und zur Veröffentlichung von Informationen, welche für die Ausübung der Rechte maßgeblich sind. Vgl im Detail *Nicolussi* in *Kalss/Oppitz/Torggler/Winner* (Hrsg), BörseG-MAR § 121 Rz 2 (Stand 1.8.2019, rdb.at).

[816] *Edelmann* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 174 AktG Rz 69.

[817] *Edelmann* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 174 AktG Rz 69 mit Verweis auf *Oppitz* in *Kalss/Oppitz/Torggler/Winner* (Hrsg), BörseG-MAR § 1 Rz 17 (Stand 1.8.2019, rdb.at); *Nicolussi* in *Kalss/Oppitz/Torggler/Winner*, BörseG-MAR § 121 Rz 7, 12; siehe auch *Leitner-Baier* in *Gruber* (Hrsg), BörseG 2018/MAR I § 1 Rz 33 (Stand 1.7.2020, rdb.at); *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 174 Rz 90.

[818] *Joser*, NZG 2022, 991 (993).

Arbeitnehmer, leitende Angestellte und Mitglieder des Vorstands und Aufsichtsrats der Gesellschaft oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens“[819] gewährt werden. Das Ausmaß der im Zuge einer solchen bedingten Kapitalerhöhung gewährten Optionsrechte darf jedoch gem § 159 Abs 4 AktG nicht mehr als 10% des Grundkapitals der AG im Zeitpunkt der Beschlussfassung (über die Kapitalerhöhung) betragen. Außerdem darf das „Gesamtausmaß“ der durch Optionsrechte von Arbeitnehmern, leitenden Angestellten und Vorstands-, und Aufsichtsratsmitgliedern beziehbaren Aktien nicht 20% des Grundkapitals der AG überschreiten (§ 159 Abs 5 AktG).[820] Selbst würde man die Zulässigkeit einer bedingten Kapitalerhöhung für die Unterlegung von *naked warrants* bejahen, würde genau an dieser volumenmäßigen Beschränkung die Praktikabilität dieser Möglichkeit des § 159 AktG bei SPACs praktisch meist nicht in hohem Maße gegeben sein, werden diese Schwellen doch bei der typischen angloamerikanischen SPAC-Ausgestaltung meist überschritten.[821] Dies um Vorstandsmitglieder besonders zu incentivieren, da diese ja typischerweise auch kein Gehalt beziehen.[822] Eine bedingte Kapitalerhöhung wäre bei SPACs idZ daher ohnehin eher unpraktisch. Außerdem ist aus der (abschließenden) Aufzählung in § 159 Abs 2 Z 3 AktG ersichtlich, dass zwar Organmitglieder, nicht jedoch einfache Aktionäre umfasst sind.[823] Ihnen kommt nach § 159 AktG ex lege auch kein Bezugsrecht zu (im Gegensatz dazu siehe § 153 AktG).[824]

Naked warrants stellen ein bloßes rechtsgeschäftlich vereinbartes Bezugsrecht von Aktien dar.[825] Ganz generell ist die Zulässigkeit von *naked warrants*, als unabhängig von einer Schuldverschreibung bestehende reine Optionsrechte, in der österreichischen Lit umstritten, wird aber eine Ausgabe zumindest an die in § 159 Abs 2 Z 3 AktG genannten Personen zulässig sein.[826] Insb für die SPAC relevant, ist daher die Gewährung solcher Optionen an Vorstandsmitglieder möglich. Str ist, ob eine Gewährung an „normale“ Aktionäre oder Dritte (die sonst keine der in § 159 Abs 2 Z 3 AktG aufgezählten Rollen zukommt) möglich ist.[827]

Selbst wenn man eine Zulässigkeit annimmt, scheint jedoch schon aufgrund des Wortlauts des § 159 Abs 2 AktG eine Unterlegung von *naked warrants* mit bedingtem Kapital[828] für sonstige

[819] § 159 Abs 2 Z 3 AktG.
[820] Vgl auch *Stepan*, ZFR 2022, 583 (587) zitiert *Herzer/Strobl* in *Gratzl/Hausmaninger/Justich*, Handbuch zur Aktiengesellschaft[2] Rz 6/52.
[821] *Joser*, NZG 2022, 991 (997); *Stepan*, ZFR 2022, 583 (587).
[822] *Hall*, What You Need to Know About Stock Options, https://hbr.org/2000/03/what-you-need-to-know-about-stock-options (abgefragt 21.05.2023).
[823] Siehe auch *Stepan*, ZFR 2022, 583 (587) verweist auf *Winner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 159 Rz 37.
[824] *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG III[6] § 159 Rz 9 (Stand 1.4.2019, rdb.at).
[825] *Joser*, NZG 2022, 991 (993).
[826] Vgl etwa *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 174 Rz 12; *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 174 Rz 15 und siehe schon weiter oben.
[827] Siehe schon oben und nur *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 174 Rz 12.
[828] Nach einigen in der Lit auch bei einer ordentlichen Kapitalerhöhung, siehe *Zollner* § 174 AktG Rz 16 mit Verweis auf *Billek* in *Laurer/Schütz/Kammel/Ratka*, BWG[4] § 26 Rz 30; *Dellinger* in *Dellinger*, BWG § 26 Rz 42; *Hartlieb*, Der Schutz besonderer Gläubiger in der Umstrukturierung der AG 39.

Bezugsberechtigte ausgeschlossen.[829] Dabei ist der Lit zu folgen, die dies ua damit begründet, dass die Zweckbegrenzung von § 159 Abs 2 AktG umgangen werden könnte, würde man erlauben die Zulässigkeit auf sämtliche Optionen auszudehnen.[830] Selbst jene in der Lit, die dieser Ansicht sind, vertreten jedoch zT, dass eine Zulässigkeit im Wege der Analogie sehr wohl gegeben sein soll, etwa Unterlegung von einer Tochtergesellschaft ausgegebenen Anleihen, wobei sich die Umtausch- bzw Bezugsrechte auf Anteile an der Muttergesellschaft richten,[831] oder wenn damit ein Finanzierungszweck der Gesellschaft verbunden ist.[832]

Diesen Meinungen in der Lit folgend, würde diese Einschränkung für SPACs bei der Ausgabe von *naked warrants* beachtet werden müssen. Neben dem bedingten Kapital würde dann auf andere Formen zur Unterlegung der Optionsrechte zurückgegriffen werden müssen, etwa genehmigtes Kapital.[833] Auch eine ordentliche Kapitalerhöhung wäre möglich. Aufgrund des Verbots der Selbstzeichnung des § 51 Abs 1 AktG[834], müsste hier ein Treuhänder zugezogen werden, der die Aktien für die Bezugsberechtigten übernehmen und bereithalten kann.[835] Da bei SPACs, bei der typischen Ausgestaltung derselben, zwingend schon ein Treuhänder zur Verwahrung der Einlagen beigezogen werden muss, sei dahingestellt inwiefern dies wesentlich unpraktikabler als andere Formen der Kapitalerhöhung wäre.

Abschließend kann gesagt werden, dass hier ein geringes Restmaß an Unsicherheit in Bezug auf die generelle Zulässigkeit von *naked warrants* nach österreichischem Recht bleibt, jedoch, wenn man der hM folgt, ein gangbarer Weg für SPACs zumindest für eine Ausgabe an Vorstandsmitglieder bestünde. Dies allerdings freilich mit Einschränkungen, die sich nach dem Recht anderer Jurisdiktionen wohl nicht so ergeben. Insb bleibt auch die Zulässigkeit der Gewährung von *naked warrants* an Investoren fraglich. Bei den in Deutschland durchgeführten SPAC-Transaktionen finden sich jedenfalls bereits Bsp für den Einsatz von *naked warrants*.[836]

---

[829] *Winner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] 159 Rz 39a; *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 159 Rz 13/2 verweist ua auf *Veil* in *K. Schmidt/Lutter*, AktG[3] (2015) § 192 Rz 13; *Lutter* in KölnKomm AktG[2] § 192 Rz 18.

[830] *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 159 Rz 13/2 verweist ua auf *Koch* in *Hüffer/Koch*, *Hüffer/Koch*, Kommentar zum Aktiengesetz[13] (2018) § 192 Rz 11; *Winner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 159 Rz 37 ff.

[831] *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 159 Rz 13/2.

[832] So *Edelmann* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 174 AktG Rz 12; *Winner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 159 Rz 38ff.

[833] Zu Nachteilen siehe *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 174 Rz 52.

[834] § 51 Abs 1 AktG: „Die Gesellschaft darf keine eigenen Aktien zeichnen". Dieses Selbstzeichnungsverbot soll die reale Kapitalaufbringung sichern, wenn durch die Gesellschaft eigene Aktien übernommen werden, fließt ihr durch die fehlende Einlageleistung Dritter kein neues Kapital zu. Außerdem soll mit diesem Verbot sichergestellt werden, dass die AG nicht ihr eigener Aktionär wird. Damit würde eine „Verwaltungsherrschaft" erlaubt, also der Vorstand (in Vertretung der AG als ihr eigener Aktionäre) praktisch die Möglichkeit haben, über die Ausübung von Mitgliedschaftsrechten zu entscheiden, insb seine eigenen Kontrolleure (Aufsichtsratsmitglieder) bestellen. Siehe etwa *Schopper* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG I[6] § 51 Rz 1 (Stand 1.5.2018, rdb.at); *Gaug* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka* (Hrsg), AktG Taschenkommentar (2019) § 51 AktG Rz 1.

[835] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 174 Rz 53.

[836] zB mit der bereits in der Einleitung erwähnten Lakestar SPAC I SE (nach De-SPAC HomeToGo SE), der OboTech Acquisition SE oder der 468 SPAC I SE, wo die Units jew aus einer Aktie und einem Drittel eines *naked warrants* bestanden. Siehe *Joser*, NZG 2022, 991 (997).

4.3.3 Alternative Gestaltungsformen

Allg wurden die Unvereinbarkeiten von typischen SPAC-Charakteristika mit (auch deutschem) Kapitalerhaltungsrecht in der (insb deutschen) Lit bereits zT erkannt. Vereinzelt wurden dabei in der (deutschen) Lit auch durchaus kreative Gestaltungsalternativen vorgeschlagen. ZB wurde von *Schalast/Geurts/Türkmen* vorgeschlagen, die Spannungspunkte mit den aktienrechtlichen Kapitalerhaltungsregeln durch eine Fremdemission zu lösen und im Wege eines sog „*exchangeables*“[837] die wesentlichen SPAC-Charakteristika gewissermaßen „synthetisch“ nachzubilden. Dabei solle es sich um ein aktienähnliches Finanzinstrument handeln, auf das die aktienrechtlichen Bestimmungen (wie zB zum Erwerb eigener Anteile) nicht anwendbar wären und sich daher auch nicht dieselben Probleme stellen würden. Der Fremdemittent soll dabei in zweierlei Hinsicht ein „Stillhalter“ sein, nämlich zum einen hinsichtlich des Austrittsrechts der Investoren, welches als eine Put-Option in Bezug auf die Aktien der SPAC und ein außerordentliches Kündigungsrecht des *exchangeable* ausgestaltet wäre, sowie hinsichtlich der *warrants* bzw das durch den *exchangeable* vermittelte Wandlungsrecht, welches als Call-Option auf die Aktien der SPAC zu verstehen ist. Der Fremdemittent würde nur für „Hedgingzwecke“ mit der SPAC in vertragliche Beziehungen treten müssen, so etwa bspw die SPAC Wandelanleihen ausgeben, die es dem Fremdemittenten im Falle der Ausübung des Austrittsrechts seitens der Investoren durch Kündigung der Wandelanleihe ermöglichen würde, Rückzahlungen unter dem *exchangeable* vorzunehmen und den Bezug von Aktien an der SPAC durch Ausübung des Wandlungsrechts zu erhalten.[838]

Aus deutscher Sicht, sind diese Überlegungen seit Einführung der Börsenmantelaktiengesellschaft *de facto* irrelevant.[839]

Betrachtet man hierzu die österreichische Rechtslage kann es zunächst fraglich sein, ob *exchangeables* unter den in § 159 AktG und § 174 AktG verwendeten Begriff der „Wandelschuldverschreibungen“ fallen.[840] Dies wird aber generell (für Umtauschanleihen und

[837] Gemeint ist iW eine „Umtauschanleihe“. Dabei handelt es sich um eine spezielle Form der Wandelanleihe, nämlich Wertpapiere, die Anleihegläubigern neben Zins- und Tilgungszahlungsrechten innerhalb einer bestimmten Frist ein Recht auf Umtausch der Schuldverschreibung in Aktien einer anderen Gesellschaft, als jene die der Emittent des Wertpapiers ist zu einem festgelegten Verhältnis gewährt und die ein Kündigungsrecht des Emittenten enthalten können. Vgl BMF 5.6.2013, BMF-010203/0252-VI/6/2013; *Nolte/Nolting*, Hybrides Kapital: Wandel- und Umtauschanleihe als Finanzierungs- und Anlageform, ÖBA 2002, 767 (768); *Gabler Bankenlexikon*, https://www.gabler-banklexikon.de/definition/umtauschanleihe-62170 (abgefragt 06.09.2023).

[838] *Schalast/Geurts/Türkmen*, BB 2021, 1283 (1288).

[839] Siehe dazu näher im abschließenden Kapitel dieser Arbeit.

[840] Siehe *Glas* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka* (Hrsg), AktG Taschenkommentar (2019) § 159 AktG Rz 8.

convertible bonds[841] genauso wie für Wandelanleihen, also für Wandelschuldverschreibungen ieS) zu bejahen sein.[842]

Exchangeables, nach der obigen Beschreibung, können als Umtauschanleihen qualifiziert werden. Dabei unterscheiden sie sich von Wandelanleihen insoweit, als die Wandlung nicht in Aktien der emittierenden, sondern einer fremden Gesellschaft möglich ist.[843] Im US-amerikanischen Raum ist diese Anleiheform bereits seit den 1970er Jahren verbreitet, kommt mittlerweile aber auch im deutschsprachigen Raum vermehrt vor.[844]

Wesentliches Merkmal, das alle diese verschiedenen Ausgestaltungen von „Wandelschuldverschreibungen" gemeinsam haben ist, dass sie dem Gläubiger neben einem Recht auf Zins- und Tilgungszahlungen auch ein Umtauschrecht oder Bezugsrecht auf Aktien gewähren.[845] Bei Ausübung dieses Umtauschrechts wird der Forderungstitel in einen (gesellschaftlichen) Beteiligungstitel umgewandelt. Dabei sind die Bedingungen (insb die Frist innerhalb derer das Umtauschrecht ausgeübt werden kann, sowie das Umtauschverhältnis) zu welchen die Anleihe in Beteiligungspapiere einer Gesellschaft gewandelt werden kann, bereits vorab festgelegt.[846] Je nach Ausgestaltung ist auch eine Kombination von Barauszahlung und Bezug von Beteiligungspapieren möglich. Außerdem gibt es auch sog Pflichtwandelanleihen (auch *mandatory convertible bonds*), die eine Pflicht des Gläubigers zur Wandlung (oder automatischen Eintritt) und Wandlung in Beteiligungspapiere mit Ablauf der Laufzeit der Anleihe enthalten (also eine Wandlungspflicht und kein Wandlungsrecht und insofern ein Sonderfall bzw „umgekehrte Wandelanleihe").[847] Von Optionsanleihen, die ein Optionsrecht getrennt von der Anleihe (nämlich getrennt handelbarer Optionsschein und Schuldschein) enthalten, ist eine getrennte Handelbarkeit von Wandlungsrecht und Schuldverschreibung bei Wandelanleihen nicht möglich.[848] Der Anleihegläubiger übt das Gestaltungsrecht durch

---

[841] Wobei die Abgrenzung zwischen diesen Begriffen nicht immer ganz eindeutig zu sein scheint, va wenn Finanzinstrumente, die aus dem angloamerikanischen Raum stammen, wie (*Contingent*) *Convertible Bonds*, die nicht zuletzt iZm der UBS/Credit Suisse Fusion große mediale Aufmerksamkeit erfahren hat (siehe etwa *Walker/Martin/Smith/Morris,* Holders of $17bn of Credit Suisse bonds wiped out under UBS takeover https://www.ft.com/content/d1ae9a54-c4a7-4742-8b2d-afff549f4f95 (abgefragt 09.09.2023) in den deutschsprachigen Raum übernommen werden. In der Folge werden Wandelanleihen und sodann Umtauschanleihen als eine besondere Ausgestaltung derselben kurz erläutert.

[842] Vgl *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 174 Rz 6; *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 174 Rz 10f; *Glas* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 159 AktG Rz 8; *Spatz*, Grundlegendes zur Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen, RdW 2005, 140 (140).

[843] *Breuer/Hartmann/Kleefisch*, ÖBA 2003, 277; *Nolte/Nolting*, ÖBA 2002, 767 (768).

[844] Vgl *Breuer/Hartmann/Kleefisch*, ÖBA 2003, 277.

[845] So schon der Wortlaut des § 174 Abs 1: „Schuldverschreibungen, bei denen den Gläubigern ein Umtausch- oder Bezugsrecht auf Aktien eingeräumt wird". Vgl auch etwa *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 174 Rz 7; *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 174 Rz 5; *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 174 AktG Rz 14.

[846] Vgl etwa *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 174 Rz 6; *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 174 Rz 10f.

[847] Vgl *Glas* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 159 AktG Rz 8; *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 174 Rz 10; *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 174 Rz 16; *Dellinger* in *Dellinger* (Hrsg), Bankwesengesetz – Kommentar (8. Lfg 2016) § 26. Bedingte Pflichtwandelschuldverschreibungen Rz 6.

[848] Siehe etwa BMF 5.6.2013, BMF-010203/0252-VI/6/2013; *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 174 Rz 10; *Dellinger*, § 26. Bedingte Pflichtwandelschuldverschreibungen Rz 5ff.

einseitige Erklärung gegenüber dem Emittenten aus, wodurch der Anspruch auf Bezug von Beteiligungspapieren an der festgelegten Gesellschaft ausgelöst wird. Das „Anleihekapital" wird in Grundkapital bzw Stammkapital umgewandelt.[849] Der Emittent der Anleihe hat dafür zu sorgen, dass im Fall der Ausübung des Wandlungsrechts die notwendigen Gesellschaftsanteile zum Bezug zur Verfügung stehen. Dabei bestehen unterschiedliche Möglichkeiten, konkret bei AGs (bei GmbHs nicht)[850] jene des bedingten Kapitals gem § 159 AktG, des genehmigten Kapitals gem § 169 AktG oder einer (ordentlichen) Kapitalerhöhung (§§ 149ff AktG). Für börsennotierte AGs besteht auch die Möglichkeit des Erwerbs eigener Aktien gem § 65 Abs 1 Z 8 AktG nach vorheriger Ermächtigung der HV. Für den Fall, dass die Aktien nicht aufgebracht werden können und vom Anleihegläubiger daher nicht abredegemäß sein Wandlungsrecht ausgeübt werden kann, hat der Emittent der Anleihe Schadenersatz (in Geld) zu leisten.[851] Je nach der gewählten Vorgangsweise tritt der Zeitpunkt des Beginns der gesellschaftlichen Mitgliedschaftsrechte für den (ehemaligen) Wandelanleihegläubiger mit Übergabe der Beteiligungspapiere, im Falle des bedingten Kapitals mit Ausgabe der Aktien, bei ordentlicher Kapitalerhöhung und genehmigtem Kapital mit Eintragung im Firmenbuch *ex nunc* ein. Da das Wandlungsrecht (nur) schuldrechtlicher Natur ist, gibt es insofern keine „Vorwirkungen" der mitgliedschaftlichen Position, sondern besteht bis zum vorhin genannten Zeitpunkt eine reine Gläubigerstellung der Berechtigten.[852]

Die Besonderheit ergibt sich in der oben dargestellten Variante der *exchangeables* (also für Umtauschanleihen) daraus, dass hier eine dritte Gesellschaft eine Anleihe begibt, welche Gläubiger ein Bezugsrecht von Aktien einer von der emittierenden Gesellschaft verschiedenen Gesellschaft (in diesem Fall der SPAC) vermittelt. Eine rechtsgeschäftliche Beziehung besteht daher nur zwischen dem Emittenten und dem Anleihegläubiger. Bei Ausübung der Option hat der Emittent der Option dem Gläubiger die Aktien einer dritten Gesellschaft (und nicht an der die Option begebenden Gesellschaft selbst) zu liefern.[853] Insofern würde eine Emission solcher Umtauschanleihen nicht zu einer Verwässerung der Gesellschafter der emittierenden Gesellschaft führen und daher für die emittierende Gesellschaft nicht die Bestimmungen des

---

[849] *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 174 Rz 10; *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 174 Rz 6 verweist auf *Hirte* in GroßKomm AktG[4] § 221 Rz 207; *Habersack* in MüKo AktG[4] § 221 Rz 30, 226; *Koch* in *Hüffer/Koch*, AktG[13] § 221 Rz 4; *Karollus* in *Geßler/Hefermehl*, AktG § 221 Rz 145 ff; *Winner* in MüKo AktG[4] § 221 Rz 491.

[850] Für GmbHs waren bislang weder die Möglichkeit zur Begebung von Options- oder Wandelschuldverschreibungen noch das genehmigte Kapital oder bedingte Kapital wie bei der AG gesetzlich vorgesehen. Der Gesetzesentwurf zur flexiblen Kapitalgesellschaft griff jedoch Vorschläge aus der Praxis, wonach dies auch für GmbHs möglich sein soll, auf; siehe *Reich-Rohrwig*, Begutachtungsentwurf zur flexiblen Kapitalgesellschaft (FlexCo), ecolex 2023, 497 (498). So sieht nunmehr § 9 Flexible Kapitalgesellschafts-Gesetz – FlexKapGG für FlexCos die Möglichkeit der Begebung von sog Unternehmenswertanteilen vor, die in Geschäftsanteile der FlexCo gewandelt werden können. Außerdem sind bei der FlexCo die Mechanismen bedingtes Kapital (§ 19 FlexKapGG) und genehmigtes Kapital (§ 21 FlexkapGG) möglich.

[851] Vgl etwa *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 174 Rz 7; *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 174 Rz 51.

[852] *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 174 Rz 8; vgl auch etwa *Edelmann* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 174 AktG Rz 51.

[853] Vgl *Nolte/Nolting*, ÖBA 2002, 767 (768); BMF 5.6.2013, BMF-010203/0252-VI/6/2013.

§ 174 AktG einzuhalten sein.[854] Jedoch wird etwa vertreten, dass im Falle der Begebung von solchen Optionsrechten durch eine Tochtergesellschaft auf Aktien ihrer Muttergesellschaft (in dem Fall also die dritte Gesellschaft) die Vorschriften des § 174 AktG analog für die Muttergesellschaft zu beachten ist.[855] Letzterer Fall sollte sich jedoch für SPACs praktisch eher nicht stellen, wenn auch freilich denkbar ist, dass es sich bei Aktionären einer SPAC selbst um Aktiengesellschaften handelt und die SPAC Optionsrechte nach oben dargestelltem Muster, bei denen das Bezugsrecht auf Aktien der Aktionärsgesellschaft gerichtet ist, so wird dies mE doch nicht dem typischen Bild einer SPAC und den typisch von dieser ausgegebenen Optionen entsprechen. Kreative (bzw je nach Betrachtungsweise, komplexere) Gestaltungsformen, wie die oben dargestellten *exchangeables* sind jedoch praktisch denkbar.

Zu beachten ist schließlich (wie bereits oben angesprochen), dass Wandelanleihen unter die Definition der PRIIPs unter Art 4 Z 1 PRIIPS-VO fallen, da der rückzuzahlende „Betrag Schwankungen aufgrund der Abhängigkeit von Referenzwerten oder von der Entwicklung eines oder mehrerer Vermögenswerte, die nicht direkt vom Kleinanleger erworben werden"[856] unterliegen kann (wie dies auch die ESMA sieht)[857] und daher von dessen Emittenten ein sog *key information document* (in der deutschen Fassung der VO „Basisinformationsblatt") nach Art 5 PRIIPS-VO erstellt werden muss, welches Kleinanlegern ausreichend Informationen über die Risiken der Anleihe bieten muss.[858]

4.4 Börsenotierung: Haftung des Vorstands iZm Offenlegungspflichten

Da die SPAC notwendig an die Börse gebracht wird, ergeben sich für deren Leitungsorgane mögliche Haftungsfragen auch iZm kapitalmarktrechtlich einzuhaltenden Pflichten. Va die Prospekthaftung nach allg Zivilrecht und § 22 KMG 2019[859] ist idZ relevant.[860]

Dabei geht es um den Schutz der Anleger auf die Richtigkeit der Angaben eines Prospekts vertrauen zu können, wobei der Rahmen der Haftungsadressaten im Vergleich zur

[854] *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 174 Rz 11 verweist auf *Habersack* in MüKo AktG[4] § 221 Rz 41; *Karollus* in *Geßler/Hefermehl*, AktG § 221 Rz 37; *Winner* in MüKo AktG[4] § 221 Rz 444.
[855] *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 174 Rz 11 verweist auf *Koch* in *Hüffer/Koch*, AktG[13] § 221 Rz 70 ff mwN; *Hirte* in GroßKomm AktG[4] § 221 Rz 124; *Florstedt* in KölnKomm AktG[3] § 221 Rz 482; siehe auch *Winner* in *Goette/Habersack/Kalss*, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz AktG[4] (2016) § 221 Rz 444.
[856] Art 4 Z 1 der VO (EU) Nr. 1286/2014.
[857] So sind etwa Umtauschanleihen, CoCo Bonds, Optionen, Futures oder Swaps umfasst, nicht hingegen etwa Aktien oder Staatsanleihen. Siehe ESMA-Leitlinien zu komplexen Schuldtiteln und strukturierten Einlagen vom 4. 2. 2016, ESMA/2015/1787, 9 zitiert nach *Wilfling*, ZFR 2017, 525 (526f). Auch nicht umfasst sein sollen solche Anlageprodukte, die kein derivatives Element haben sollen, siehe *Wilfling*, ZFR 2017, 525 (527).
[858] *Edelmann* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 174 AktG Rz 77 verweist auf *Wilfling/Komuczky*, ÖBA 2017, 697 (697); vgl auch etwa *Wilfling*, ZFR 2017, 525 (526f).
[859] BGBl. I Nr. 2019/62.
[860] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Caramanica* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 40 Rz 14.

Vorgängerbestimmung durch KMG 2019 (als Reaktion auf die ProspektVO) erweitert wurde.[861]

Die folgenden Personen haften dem Anleger für einen ihm durch das Vertrauen auf Prospektangaben oder sonstige aufgrund KMG notwendigen Angaben, die für dessen Beurteilung von Wertpapieren oder Veranlagungen wesentlich sind, entstandenen Schaden: der Emittent, die die Zulassung beantragende Person und der Garantiegeber, derjenige „der im eigenen oder im fremden Namen die Vertragserklärung des Anlegers entgegengenommen hat" sowie „der Vermittler des Vertrages", wenn die in Anspruch genommene Person zumindest entweder den Handel oder die Vermittlung von Wertpapieren oder Veranlagungen „gewerbsmäßig" betreibt der „Prospektkontrollor",[862] der Abschlussprüfer, wenn er dem Jahresabschluss einen Bestätigungsvermerk erteilt hat, obwohl er die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der erforderlichen Angaben kannte und auch wusste, dass der von ihm bestätigte Jahresabschluss eine Unterlage für die Prospektkontrolle darstellen soll. Diese spezielle Haftungsbestimmung wird damit begründet, dass der Prospekt die Grundlage für einen Beteiligungsentschluss bildet und sich potentielle Anleger auf Richtigkeit und Vollständigkeit desselben verlassen können sollen. Jene Personen, deren Mitwirkung am Prospekt nach außen in Erscheinung tritt und die dadurch einen besonderen Vertrauenstatbestand schaffen, sollen daher für dessen Richtigkeit haften.[863] Nach einigen in der Lit stellt die Prospekthaftung eine typisierte *culpa in contrahendo* Verschuldenshaftung dar.[864] Nach der Rsp handelt es sich dabei um eine „typisierte Vertrauenshaftung bei Vertragsabschluss".[865]

Außerdem können die Vorstandsmitglieder auch aufgrund zivilrechtlicher Prospekthaftung zum Schadenersatz verpflichtet sein. Gehaftet kann auch hier schon für die Verletzung von Aufklärungspflichten vor Geschäftsabschluss werden.[866] Der Schadenersatzanspruch ist verschuldensunabhängig.[867] Die Haftung ist auf den vom Anleger geleisteten Erwerbspreis inkl Zinsen betragsmäßig beschränkt. Anderes gilt jedoch bei vorsätzlich falschen Angaben.

Sofern Ansprüche aus Verstoß gegen das Einlagenrückgewährverbot mit § 22 KMG konkurrieren, wird für die GmbH vertreten, dass aufgrund der mangelnden ausdrücklichen Regelung von GmbHs in § 22 KMG (damals noch § 11 KMG) der § 82 GmbHG der

[861] Vgl etwa *Ebner/Nicolussi*, Anlegerschutz nach der Prospektverordnung und dem KMG 2019, VbR 2019, 200 (201).
[862] IW handelt es sich dabei um Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, sowie bestimmte andere Kreditinstitute und Prüfungsverbände. Die FMA führt eine Liste geeigneter Kontrollore gem § 8 Abs 2b KMG. Vgl etwa *Lorenz* in *Zib/Russ/Lorenz* (Hrsg), Kapitalmarktgesetz (2008) § 8 KMG Rz 16. Der Prospektkontrollor haftet nicht für Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit des Prospekts, sondern nur für die unrichtige oder unvollständige Kontrolle. Siehe etwa zuletzt OGH 10.09.2024, 10 Ob 35/24f, ecolex 2024, 1030 und OGH 27.8.2024, 4 Ob 119/24i, ecolex 2024, 1029.
[863] RIS-Justiz RS0107352.
[864] Vgl *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 40 Rz 31.
[865] RIS-Justiz RS0107352.
[866] Vgl etwa *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 40 Rz 32.
[867] *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 158.

erstgenannten Bestimmung vorgehe.[868] Für AGs gilt jedoch iSd OGH-Rsp[869], dass die Prospekthaftung der Haftung aus Einlagenrückgewähr vorgeht.[870] Für SPAC-Vorstandsmitglieder kann die Bestimmung des § 22 KMG daher ganz wesentlich sein.

4.5 Probleme iZm dem De-SPAC

4.5.1 Problemstellungen für Vorstandsmitglieder

4.5.1.1 Wahl der Transaktionsform

Da der Unternehmenszweck der SPAC und die wesentliche Aufgabe des Vorstands die Identifizierung einer Zielgesellschaft und die Durchführung eines De-SPAC ist, kommt der konkreten Ausgestaltung dieser De-SPAC-Transaktion zentrale Bedeutung im Leben einer SPAC zu. In der Praxis handelt es sich bei der De-SPAC meist um eine Verschmelzung zur Aufnahme, möglich sind aber auch Asset Deals oder Share Deals.[871]

Generell können die genannten Transaktionsformen grob wie folgt unterschieden werden[872]:

zunächst kann man zwischen jenen Transaktionsformen, die mit einer Gesamtrechtsnachfolge und jenen die mit einer Einzelrechtsnachfolge verbunden sind, unterscheiden. Eine Verschmelzung zieht eine Gesamtrechtsnachfolge (Universalsukzession) nach sich, was bedeutet, dass sämtliche Rechte und Pflichten der übertragenden Gesellschaft *uno actu* auf die übernehmende Gesellschaft übergehen und letztere in alle Rechtspositionen des übertragenden Rechtsträgers eintritt und sämtliche damit verbundenen Forderungen, Schulden, etc übernimmt. Dritte haben kein Zustimmungsrecht (siehe näher dazu sogleich).[873]

Hingegen werden etwa bei einem Asset Deal Vermögenswerte einzeln von der Gesellschaft an den Erwerber übertragen.[874] Bei „Unternehmenskäufen" kann man zwischen Asset Deals (manchmal auch als „Unternehmenskauf ieS" bezeichnet[875]) und Share Deals („Anteilskäufe") unterscheiden. Während beim Share Deal Kaufgegenstand die Anteile an der Zielgesellschaft

---

[868] *Zehetner* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 40 Rz 31; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 159. Generell hat sich der OGH (OGH 30.03.2011, 7 Ob 77/10i SZ 2011/40 = RdW 2011, 401 = ÖBA 2011, 501 = GesRZ 2011, 251 = wbl 2011, 500 = GES 2011, 223; OGH 15. 3. 2012, 6 Ob 28/12d SZ 2012/35 = RdW 2012, 471 = ÖBA 2012, 548 = GES 2012, 230 = GesRZ 2012, 252 = wbl 2012, 464) jedoch für einen Vorrang der Prospekthaftungsregelung des § 11 KMG ausgesprochen. Siehe *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 160.

[869] OGH 30.03.2011, 7 Ob 77/10i; OGH 15.03.2012, 6 Ob 28/12d.

[870] Vgl etwa *Rericha/Strass*, Kapitalaufbringung und -erhaltung bei der Abgabe von Gewährleistungen durch die Gesellschaft iZm Kapitalerhöhungen, wbl 2016, 730 (733); *Diregger*, Prospekthaftung, GesRZ 2011, 251; OGH 6 Ob 28/12d = ZFR 2012/101 (*Schopper*).

[871] Vgl etwa *Fasching/Stepan*, ecolex 2022, 623 (623); *Hell*, BKR 2021, 26 (28).

[872] Die unterschiedlichen Verschmelzungsarten wurden bereits oben dargestellt.

[873] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss* (Hrsg), Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 225a AktG Rz 37 (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Szep* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG III[6] § 225a Rz 11 (Stand 1.4.2019, rdb.at).

[874] Siehe etwa *Fuchs/W. Schuhmacher* in *Straube/Ratka/Rauter* (Hrsg), UGB I[4] Vor § 38 Rz 8 (Stand 1.7.2018, rdb.at).

[875] *W. Brugger* in *Straube/Ratka/Rauter* (Hrsg), UGB I[4] § 38 Rz 23 (Stand 15.5.2024, rdb.at) verweist auf OGH 29.11.2007, 2 Ob 134/07f.

und damit verbunden sämtliche Beteiligungsrechte sind (pauschale Übertragung), sind dies beim Asset Deal einzelne Wirtschaftsgüter und Rechte.[876] Beim Share Deal ist der Verkäufer ein Gesellschafter der Gesellschaft, beim Asset Deal die Gesellschaft selbst.[877] Was Vor- bzw Nachteile der jew Transaktionsart betrifft, ist zunächst hervorzuheben, dass sich beim Share Deal der Eigentümer der einzelnen Vermögensgegenstände und Vertragspartner für Dritte nicht ändert.[878] Aus Käufersicht ist ein Asset Deal was Haftung[879] und steuerrechtliche Folgen betrifft oft attraktiver (auch weil hier ein „*cherry picking*" möglich ist, eben einzelne Vermögensgegenstände „herausgepickt" und somit der Kaufgegenstand besser auf die Wünsche des Erwerbers zugeschnitten werden kann),[880] während hier aber im Vergleich zum Share Deal nachteilig ist, dass Vertragspartner des Veräußerers von der Veräußerung ihres Rechtsverhältnisses zu informieren sind und diesen in Bezug auf den Übergang derselben auf den Erwerber als neuen Vertragspartner binnen drei Monaten nach Mitteilung ein Widerspruchsrecht zukommt.[881] Hier bestehen iZm dem Eigentumsübergang praktische Erschwernisse, weil die Vermögensgegenstände einzeln zu übertragen sind.[882] Daher ist der Asset Deal in der Abwicklung oft aufwändiger als ein Share Deal.[883] Beim Share Deal ist hingegen zu beachten, dass allfällige Zustimmungsrechte oder Vorkaufs- oder Mitverkaufsrechte von Mitgesellschaftern des veräußernden Gesellschafters bestehen können (daher sind Satzung und allenfalls Syndikatsverträge zu beachten).[884] Wichtig zu beachten ist auch, dass beim Share Deal die Gesellschafter und beim Asset Deal die Gesellschaft selbst als Verkäufer auftreten. Dies ist insb für die Person, welche Garantien und Zusicherungen abgibt,

---

[876] Vgl etwa *W. Brugger*, UGB I[4] § 38 Rz 23; *Brogyanyi* in *Althuber/Schopper* (Hrsg), Grundbegriffe und Funktionen der Legal Due Diligence Rz 66f; *Karollus* in *Artmann*, Unternehmensgesetzbuch: Kommentar - Band 1[3] (2019) § 38 UGB Rz 61ff.

[877] Ebd.

[878] *W. Brugger*, UGB I[4] § 38 Rz 24.

[879] Wobei § 1409 ABGB (zwingend) eine Haftung des Erwerbers für sämtliche mit einem Unternehmen oder Vermögen verbundenen Schulden, welche er im Zeitpunkt der Übergabe kannte oder kennen musste, bestimmt. Werden „Unternehmen" übertragen, sind die Bestimmungen des § 38 UGB zu beachten, inkl einer praktisch wichtigen Erwerberhaftung für mit den nicht übernommenen Rechtsverhältnissen verbundenen Verbindlichkeiten, die jedoch vertraglich ausgeschlossen werden kann. Siehe dazu etwa ausführlich *Karollus*, § 38 UGB Rz 61ff.

[880] Vgl etwa *Fuchs/W. Schuhmacher*, UGB I[4] Vor § 38 Rz 8ff; *Hüttner/Schorn* in *Mittendorfer* (Hrsg), Unternehmenskauf in der Praxis[2] (2019) C. Arten der Due Diligence-Prüfung Rz 1/205ff; *Mittendorfer/Duursma* in *Mittendorfer* (Hrsg), Unternehmenskauf in der Praxis[2] (2019) B. Share Deal Rz 2/119; *Grössbacher/Breitenfeldt*, M&A in den USA: Unterschiede zwischen Share Deal und Asset Deal, VWT 2019, 284 (284); *Brugger*, Unternehmenserwerb[2] (2020) Rz 1.7, Rz 12.3; zu den Unterschieden auch *Sim/Wisely/O'Donaghue/Lighbody/Bell*, Asset sale v share sale: Key advantages, and disadvantages - Part 1 of 2 https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=36fd9e01-13fa-4bdf-89c7-d4e206e5541b (abgefragt 20.02.2024); *W. Brugger*, UGB I[4] § 38 Rz 25.

[881] Vgl etwa *Dehn* in *U. Torggler*, UGB[3] § 38 Rz 42ff (Stand 1.1.2019, rdb.at); *Karollus*, § 38 UGB Rz 44; *Grössbacher/Breitenfeldt*, M&A in den USA: Unterschiede zwischen Share Deal und Asset Deal, VWT 2019, 284 (284f); *Sim/Wisely/O'Donaghue/Lighbody/Bell*, Asset sale v share sale: Key advantages, and disadvantages - Part 1 of 2 https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=36fd9e01-13fa-4bdf-89c7-d4e206e5541b (abgefragt 20.02.2024).

[882] Vgl etwa *Mittendorfer/Duursma* in *Mittendorfer* (Hrsg), Unternehmenskauf in der Praxis[2] (2019) A. Asset Deal Rz 2/3ff; *Hüttner/Schorn* in *Mittendorfer* (Hrsg), C. Arten der Due Diligence-Prüfung Rz 1/206.

[883] *Mittendorfer/Duursma* in *Mittendorfer* (Hrsg), Unternehmenskauf in der Praxis[2] (2019) B. Share Deal Rz 2/119.

[884] Vgl etwa *Mittendorfer/Duursma* in *Mittendorfer* (Hrsg), B. Share Deal Rz 2/118; *Schopper/Moser* in *Bergmann/Kalss* (Hrsg), Rechtsformwahl (2020) 20 Übertragung von Gesellschaftsanteilen Rz 20/79.

relevant.[885] Allg spielen auch und wesentlich steuerrechtliche Erwägungen eine Rolle bei der Wahl der Transaktionsform.[886] Die Entscheidung darüber welche Form der Transaktion am passendsten ist, hat jedenfalls die Geschäftsführung zu treffen (beim Share Deal allerdings natürlich die Gesellschafter, deren Anteile veräußert werden). Genauso hat die Geschäftsführung der erwerbenden Gesellschaft über die Aufstellung der finanziellen Mittel, die für die Durchführung der Transaktion erforderlich sind, zu entscheiden und sowohl die Geschäftsführung der kaufenden als auch jene der verkaufenden Gesellschaft den angemessenen/akzeptablen Kaufpreis zu evaluieren. Zur Fremdfinanzierung beim Unternehmenserwerb siehe im Detail in Kapitel 4.5.1.10.

Da die Geschäftsführung selbst nicht immer über ausreichende Expertise in sämtlichen im Rahmen einer Transaktion zu beachtenden Themenbereichen haben wird oder praktisch überhaupt haben kann, ist die Zuziehung von externen spezialisierten Beratern erforderlich und wesentlich. [887] Dies gilt nicht erst im Stadium der Erstellung der Vertragsdokumentation (der Transaktionsdokumente), sondern wohl zumindest, wenn nicht gar schon bei der Suche nach Interessenten/eines Ziels oder der Verhandlung von Absichtserklärungen oder Exklusivitätsvereinbarungen,[888] in der Phase einer praktisch häufig durchgeführten Due Diligence Prüfung, die je nach Transaktion und Zielgesellschaft unterschiedlich umfangreich sein wird und verschiedene Themenbereiche abdecken kann, aber typischerweise zumindest die Bereiche Recht, Steuern und finanzielle Aspekte umfasst.[889] Auch wenn keine generelle Verpflichtung zur Durchführung einer Due Diligence Prüfung besteht, wird die Geschäftsführung schon im Hinblick auf eine mögliche Haftung vor einem Unternehmenserwerb idR eine solche veranlassen.[890] Dies insb im Hinblick auf mögliche Risiken iZm mit der Transaktion. Etwas anderes kann allenfalls nur gelten, wenn bei der Durchführung besondere Eile gegeben ist, wobei solche Fälle selten vorkommen werden.[891] Die Hinzuziehung von externen Beratern entbindet die Geschäftsführung an sich noch nicht jedenfalls von einer möglichen Haftung. Die Berater müssen jedenfalls sachlich kompetent und zuverlässig sein. Der erteilte Rat muss „ergebnisoffen" und unter Bereitstellung sämtlicher relevanter Informationen für die Beurteilung eingeholt werden. Reine Gefälligkeitsgutachten können jedenfalls nicht haftungsbefreiend wirken.[892] Der erteilte Rat muss auch insoweit

[885] Siehe etwa *Sim/Wisely/O'Donaghue/Lighbody/Bell*, Asset sale v share sale: Key advantages, and disadvantages - Part 1 of 2 https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=36fd9e01-13fa-4bdf-89c7-d4e206e5541b (abgefragt 20.02.2024).

[886] Vgl etwa *Mittendorfer/Duursma* in *Mittendorfer* (Hrsg), B. Share Deal Rz 2/119; *Brugger*, Unternehmenserwerb[2] (2020) Rz 12.3.

[887] Siehe etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer* (Hrsg), GmbHG (2017) § 83 GmbHG Rz 32; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter* (Hrsg), WK GmbHG § 83 Rz 59/2 (Stand 1.12.2017, rdb.at).

[888] *Fuchs/W. Schuhmacher*, UGB I[4] Vor § 38 Rz 15f.

[889] Vgl etwa für einen Überblick *Brugger*, Unternehmenserwerb[2] (2020) Rz 10.1 *Hüttner/Schorn* in *Mittendorfer* (Hrsg), C. Arten der Due Diligence-Prüfung; *Fuchs/W. Schuhmacher*, UGB I[4] Vor § 38 Rz 17.

[890] Siehe etwa *Fuchs/W. Schuhmacher*, UGB I[4] Vor § 38 Rz 18; *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 84 Rz 9b; *Hopt*, ZHR 2022, 7.

[891] *Hopt*, ZHR 2022, 7.

[892] Siehe etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 83 Rz 59/2; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 83 GmbHG Rz 32.

überprüft und hinterfragt werden, als zu eruieren ist, ob durch den Berater sämtliche verfügbaren Erkenntnisquellen ausgewertet wurden. Auch die Argumentation im Gutachten muss aus Sicht eines ordentlichen Geschäftsleiters nachvollziehbar und überzeugend sein.[893] Der *Safe Haven* der BJR steht den Vorstandsmitgliedern jedenfalls nur offen, wenn es sich selbst umgehend informiert hat.[894]

Die abgeschlossene Due Diligence kann iW zwei Folgen haben: (i) es wird aufgrund der identifizierten „*Deal-Breaker*" keine Transaktion durchgeführt, oder (ii) Risiken werden durch Freistellungen (Indemnities) und/oder Gewährleistungen versucht zu minimieren. Insb der Verhandlung eines umfangreichen Gewährleistungskatalogs wird auch für die Vorstandsmitglieder der SPAC essentiell sein, als Instrument um die (auch nach der Due Diligence) herrschende Informationsasymmetrie zwischen Zielgesellschaft und SPAC auszugleichen.[895]

4.5.1.2 Vergleich zu klassischen M&A Transaktionen

Charakteristisch für SPAC-Transaktionen ist, dass (i) (praktisch fast einzige aber jedenfalls) wesentliche Aufgabe des Vorstands die Identifizierung einer Zielgesellschaft und die Durchführung einer De-SPAC mit dieser (ii) in einem klar begrenzten, relativ kurzen Zeitraum ist. Die Vorstandsmitglieder stehen daher unter einem hohen Zeitdruck, zusätzlich bestehen (wie bereits dargestellt) hohe finanzielle Anreize und aber quasi spiegelbildlich auch ein hohes (möglicherweise deutlich höheres im Vergleich zu einer „herkömmlichen" Geschäftsleiterstellung) Reputationsrisiko. All diese Charakteristika unterscheiden die SPAC im Vergleich zu herkömmlichen Gesellschaften. Gleichzeitig sollte aber auch betont werden, dass auch bei anderen, operativ tätigen Gesellschaften finanzielle Anreize und ein Interesse der Geschäftsleiter am Unternehmenserfolg bestehen und Situationen im Lebenszyklus einer Gesellschaft vorkommen können, in denen unter hohem Zeitdruck an der Durchführung einer (*Distressed M&A*) Transaktion gearbeitet werden muss. Die hohen Anforderungen an Fähigkeiten der Geschäftsleiter werden auch bei herkömmlichen M&A-Transaktionen gestellt.[896] Auch wenn Unternehmenszweck der SPAC und damit die zentrale Erwartungshaltung an die Geschäftsleiter der Abschluss einer De-SPAC ist, schulden die Geschäftsleiter auch hier keinen Erfolg, sondern trifft sie nach dem allg Sorgfaltsmaßstab (lediglich) eine Bemühungspflicht.[897]

Bei SPAC-Transaktionen sind aus österreichischer Sicht häufig Sachverhalte mit Auslandsberührung denkbar und durchaus wahrscheinlich. Insb ist denkbar, dass eine österreichische Gesellschaft als übertragende Gesellschaft auf eine im (nicht nur EU, sondern

---

[893] Vgl etwa *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 84 AktG Rz 27; *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 129; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 83 Rz 59/2; *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 84 Rz 9c.

[894] Vgl etwa *Hopt*, ZHR 2022, 7.

[895] Vgl etwa *Rericha/Strass*, wbl 2016, 730 (730).

[896] Vgl etwa *Koch-Schulte*, Management in M&A-Transaktionen, BB 2020, 1131 (1133); *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 127.

[897] *Fasching/Stepan*, ecolex 2022, 452 (455).

möglicherweise auch in einem Drittland wie USA oder Großbritannien) Ausland börsennotierte Gesellschaft als übernehmende Gesellschaft verschmolzen wird. Dies kann das Erfordernis der Befassung der Vorstandsmitglieder mit ausländischem Recht mit sich bringen. IdZ ergeben sich aber erkennbar auch nur die selben Fragestellungen wie bei „herkömmlichen" grenzüberschreitenden M&A Transaktionen. So wird im Regelfall auch für den Vorstand der SPAC die Hinzuziehung von Experten als Berater (Anwälte, Unternehmens-, Finanzberater) erforderlich sein. Daneben kann auch die Einholung von Expertengutachten zur Schaffung der Tatsachengrundlage („angemessene Information") wesentlich sein, um eine ausreichend angemessene Tatsachenbasis für eine Entscheidung zu schaffen. Die Entscheidungen selbst – Leitungsaufgaben – bleiben auch hier natürlich den Geschäftsleitern vorbehalten.[898] In Bezug auf die potentiell auftretenden Situationen und zu beachtenden Sorgfaltspflichten ergeben sich für Vorstandsmitglieder daher im Ergebnis idZ keine allzu speziellen Fragen, die nicht auch für Geschäftsleiter einer „herkömmlichen" Gesellschaft auftreten können.

4.5.1.3 Außenhaftung bei der übertragenden Gesellschaft

Für rein innerstaatliche Verschmelzungen schafft § 227 AktG eine Ausnahme vom oben bereits thematisierten Grundsatz der Innenhaftung.[899] Nach dieser Bestimmung haften die Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder der übertragenden Gesellschaft gesamtschuldnerisch ebendieser, sowie den Aktionären und Gläubigern der Gesellschaft gegenüber für einen Schaden, den diese durch die Verschmelzung erleiden.[900] Ein solcher Schaden muss freilich über einen bloßen Reflexschaden bei Aktionären hinausgehen und etwa in einem für diese nachteiligen Umtauschverhältnis begründet sein.[901] Dadurch soll zum einen verhindert werden, dass ein Schadenersatzanspruch nur der übernehmenden Gesellschaft und damit deren Aktionären und Gläubigern zugutekommt und zum anderen die lediglich *ex-post* wirkende Sicherstellung für Gläubiger gem § 226 AktG ausgeglichen werden.[902] Die Bestimmung fingiert (in Abs 2) für die Zwecke der Ersatzansprüche das Fortbestehen der übertragenden Gesellschaft (die nach der wirksamen Übertragung ihres gesamten Vermögens auf die übernehmende Gesellschaft ja eigentlich nicht mehr existiert). Es kommt somit durch die Verschmelzung nicht zu einer Vereinigung von Forderungen und Schulden in Bezug auf (nach hA nur) solche Ansprüche, die mit der Verschmelzung in Zusammenhang stehen. Solche Ansprüche gehen daher auch nicht auf die übernehmende Gesellschaft über.[903] Gemäß § 227 Abs 1 S 2 AktG ist ein Ersatzanspruch

[898] Vgl *Fasching/Stepan*, ecolex 2022, 452 (456).
[899] *Berghuber*, GES 2024, 224 (225).
[900] Vgl *Eckert/Schopper/Wöss* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 227 Rz 2 (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Kalss* in *Kalss* (Hrsg), Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 227 AktG Rz 3 (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Szep* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG III[6] § 227 Rz 2 (Stand 1.4.2019, rdb.at); *Berghuber*, GES 2024, 224 (225).
[901] *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 227 Rz 7f.
[902] *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 227 AktG Rz 3; *Berghuber*, GES 2024, 224 (225).
[903] *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 227 Rz 19; *Eckert/Schopper/Wöss* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 227 Rz 3.

auch nicht schon aufgrund der Zustimmung der Aktionäre in der HV zur Verschmelzung ausgeschlossen.[904]

Die in § 227 Abs 1 AktG genannten Organmitglieder haften auch nach dieser Bestimmung nur im Falle einer Sorgfaltspflichtverletzung, wobei der Maßstab an jenem der bekannten §§ 84 und 99 AktG auszurichten ist.[905] Eine Pflichtverletzung kommt etwa iZm der Prüfung der Voraussetzungen der Verschmelzung, bei Abschluss des Verschmelzungsvertrags und sonstigen Vorbereitungshandlungen, oder auch bei der Prüfung der Vermögenslage in Betracht.[906] Voraussetzung eines Haftungsanspruchs ist jedenfalls die Eintragung der Verschmelzung im Firmenbuch.[907] Für die Voraussetzungen einer Haftung gelten ansonsten die allg Regeln.[908] Während Schaden und Kausalität der Verschmelzung für einen solchen vom jew Anspruchsberechtigten zu beweisen sind, wird ein Verschulden des jew Organs vermutet. Natürlich können die Organmitglieder aber deren sorgfaltskonformes Verhalten dartun (dies wird auch im Gesetzestext klargestellt).[909] Nicht notwendig ist, dass die Organtätigkeit noch im Zeitpunkt der Geltendmachung des Ersatzanspruchs aufrecht besteht.[910] Es besteht jedoch im Fall einer *Up-Stream* Verschmelzung auf den 100% Alleingesellschafter kein Raum für Ersatzansprüche des Alleingesellschafters oder der übertragenden Gesellschaft selbst gegen die Organe. Gläubigern gegenüber kann aber weiter gehaftet werden.[911] Ersatzansprüche verjähren fünf Jahre nach dem Tag der Bekanntmachung der Eintragung der Verschmelzung im Firmenbuch, unabhängig von Kenntnis von Schaden und Schädiger.[912] Für den Fall, dass nicht das gesamte Vermögen der übertragenden Gesellschaft im Zuge der Verschmelzung übertragen wird, ist auch ein Ersatzanspruch von Geschädigten gegen die übertragende Gesellschaft selbst möglich.[913]

Die Regelung des § 227 AktG führt jedenfalls zu einer unterschiedlichen Behandlung von Ersatzansprüchen gegenüber Organen der übernehmenden im Vergleich zu solchen gegenüber Organen der übertragenden Gesellschaft. Dies ist va für Ersatzansprüche von Gläubigern und auch für solche von Gesellschaftern der übernehmenden Gesellschaft relevant (Außenhaftung).

---

[904] *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 227 AktG Rz 6; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 227 Rz 14.
[905] Ebd Rz 5 mit Verweis auf ErläutRV 32 BlgNR 20. GP 105, EU-GesRÄG 1996; *Eckert/Schopper/Wöss* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 227 Rz 8; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 227 Rz 13.
[906] *Eckert/Schopper/Wöss* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 227 Rz 8; *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 227 AktG Rz 5; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 227 Rz 10.
[907] *Eckert/Schopper/Wöss* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 227 Rz 8 mit Verweis auf RIS-Justiz RS0112747; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 227 Rz 10.
[908] *Eckert/Schopper/Wöss* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 227 Rz 8.
[909] Ebd; *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 227 AktG Rz 7; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 227 Rz 13.
[910] *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 227 AktG Rz 4; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 227 Rz 6.
[911] *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 227 AktG Rz 10; *Eckert/Schopper/Wöss* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 227 Rz 5 jew mit Verweis auf § 232 Abs 1 letzter Satz.
[912] *Eckert/Schopper/Wöss* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 227 Rz 9; *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 227 AktG Rz 8.
[913] *Eckert/Schopper/Wöss* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 227 Rz 10.

In Bezug auf die übernehmende Gesellschaft gilt das in den §§ 84 und 99 AktG normierte Prinzip der Innenhaftung.[914]

Ansprüche nach § 227 Abs 1 und 2 AktG können gem § 228 AktG nur durch einen „besonderen Vertreter" geltendgemacht werden. Aus prozessökonomischen Gründen sieht das Gesetz hier also ein besonderes Verfahren zur Durchsetzung von Ersatzansprüchen vor.[915] Ein solcher Vertreter ist durch das zuständige Gericht auf Antrag eines Gläubigers oder Aktionärs zu bestellen. Diesem obliegt sodann die Durchsetzung und Geltendmachung von Ansprüchen aber auch die passive Vertretungsbefugnis für die übertragende Gesellschaft, die ja selbst keine Organe mehr hat.[916] Bei unterschiedlichen Interessenslagen – insb Durchsetzung von Ansprüchen zugunsten von Aktionären und/oder Gläubigern und Vertretung der Gesellschaft – sind mehrere Vertreter zu bestellen (auch wenn im Gesetzestext so nicht ausdrücklich vorgesehen).[917]

Die Bestimmung des § 227 AktG wird, im Fall, dass es sich beim De-SPAC um eine innerstaatliche Verschmelzung handelt, auch für die Vorstandsmitglieder (und allfällige Aufsichtsratsmitglieder) jedenfalls einer Zielgesellschaft als übertragende Gesellschaft, nicht aber für solche Organmitglieder von SPACs selbst, relevant sein. Bei der SPAC handelt es sich nämlich ja zwangsläufig um die übernehmende Gesellschaft in einer Verschmelzungskonstellation. Diesfalls gelten die bereits erwähnten §§ 84 und 99 AktG und vorrangig die Innenhaftung der jew Gesellschaft gegenüber.[918]

4.5.1.4 Haftung bei der übernehmenden Gesellschaft

Bei rein innerstaatlichen Verschmelzungen gilt für Organmitglieder der übernehmenden Gesellschaft § 227 AktG nicht. Deren Haftung richtet sich nach den allg §§ 84 und 99 AktG.[919]

Gem § 229 AktG verjähren Schadenersatzansprüche gegen Mitglieder von Vorstand oder Aufsichtsrat der übernehmenden Gesellschaft aufgrund der Verschmelzung in fünf Jahren nach Bekanntmachung der Verschmelzung (§ 10 UGB). So wie bei den Ansprüchen nach § 227 AktG handelt es sich hierbei um eine objektive Verjährungsfrist, Kenntnis von Schaden und Schädiger sind irrelevant.[920] Für die übernehmende Gesellschaft gibt es daher keine besonderen Haftungsregelungen für aus der Verschmelzung resultierende Schadenersatzansprüche, insb deshalb, weil die übernehmende Gesellschaft nach der Verschmelzung weiterbesteht.[921] Für die Anwendbarkeit der besonderen Verjährungsregelung des § 229 AktG muss die schädigende

[914] *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 227 AktG Rz 9.
[915] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss* (Hrsg), Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 228 AktG Rz 3; 5f (Stand 1.7.2021, rdb.at).
[916] *Eckert/Schopper/Wöss* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 228 Rz 5 (Stand 1.7.2021, rdb.at).
[917] *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 228 AktG Rz 10.
[918] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss* (Hrsg), Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 229 AktG Rz 3 (Stand 1.7.2021, rdb.at).
[919] Siehe schon oben und etwa *Eckert/Schopper/Wöss* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 229 Rz 3 (Stand 1.7.2021, rdb.at)*; Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 229 AktG Rz 4.
[920] *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 229 AktG Rz 8.
[921] Ebd. Rz 4.

Handlung, auf der der Anspruch basiert, in sachlichem Zusammenhang mit der Verschmelzung stehen.[922] Es handelt sich um eine Innenhaftung, der Schadenersatzanspruch kommt daher grundsätzlich nur der übernehmenden Gesellschaft zu.[923] Ein direkter Anspruch der Aktionäre wird aber dann bejaht, wenn der Gesellschaft selbst kein Schaden entsteht (sondern nur einem Aktionär), zB unangemessenes Umtauschverhältnis zum Nachteil von Aktionären. Nicht ausreichend ist aber ein Reflexschaden, etwa eine negative wertmäßige Auswirkung – etwa durch Leistung von zu hohen baren Zuzahlungen im Zuge der Verschmelzung – auf die Beteiligung der Aktionäre.[924] Gläubiger sind nur nach den unter Kapitel 4.5.1.6.3 dargestellten Grundsätzen anspruchsberechtigt.[925]

Für Organmitglieder von SPACs ist, sofern es sich beim De-SPAC um eine innerstaatliche Verschmelzung handelt, § 229 AktG die im Vergleich zu § 227 AktG relevantere Bestimmung. Praktisch würde es sich beim De-SPAC wohl auch häufig um eine rein innerstaatliche Verschmelzung handeln. Für SPAC-Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder bedeutet dies, dass sie nach den allg Grundsätzen der §§ 84 und 99 AktG und primär der Gesellschaft gegenüber für Pflichtverletzungen und einen dadurch verursachten Schaden haften. Nur in Sonderkonstellationen wäre eine Haftung auch gegenüber Aktionären bzw Gläubigern möglich. Für Schäden, die in sachlichem Zusammenhang mit der Verschmelzung stehen, käme aber die besondere Verjährungsregelung des § 229 AktG zur Anwendung.

In einem grenzüberschreitenden Kontext ist die Bestimmung des § 5 EU-UmgrG interessant.

4.5.1.5 Haftungsregime des EU-UmgrG bei grenzüberschreitenden Verschmelzungen

Für grenzüberschreitende Verschmelzungen bestimmt § 5 EU-UmgrG, dass (i) § 41 AktG[926] für die Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats sinngemäß anwendbar ist und (ii) diese Organmitglieder den Gesellschaftern gegenüber für einen diese treffenden Schaden, der durch die Umgründung verursacht wurde, haften. Auf den ersten Blick wirkt diese Bestimmung dem bei innerstaatlichen Verschmelzungen anwendbaren § 227 AktG ähnlich. Interessanterweise finden in § 5 EU-UmgrG jedoch Gläubiger im Gegensatz zum Gesetzestext des § 227 AktG keine Erwähnung, womit die Bestimmung eher dem § 3 Abs 5 SpaltG ähnelt.[927] Die Organmitglieder haften gesamtschuldnerisch.[928] Ersatzansprüche verjähren nach fünf Jahren ab dem Tag der Bekanntmachung der Eintragung der relevanten Umgründung im Firmenbuch gem § 10 UGB.[929] Da in der Lit auch eine analoge Anwendung des § 227 AktG für Ansprüche von

[922] *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 229 AktG Rz 4; *Eckert/Schopper/Wöss* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 229 Rz 5; *Szep* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG III[6] § 229 Rz 1 (Stand 1.4.2019, rdb.at).
[923] *Eckert/Schopper/Wöss* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 229 Rz 4; *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 229 AktG Rz 5; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 229 Rz 2.
[924] *Eckert/Schopper/Wöss* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 229 Rz 4; *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 229 AktG Rz 7; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 229 Rz 2.
[925] *Eckert/Schopper/Wöss* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 229 Rz 4.
[926] Siehe dazu im Detail unter 4.2.3.2.
[927] *Berghuber*, GES 2024, 224 (225); *Hubner*, 115 (117); *Schörghofer/Zwick*, GES 2023, 328 (331).
[928] *Potyka* in *Rieder/Potyka*, EU-UmgrG § 5 Rz 3; *Schörghofer/Zwick*, GES 2023, 328 (331).
[929] § 5 EU-UmgrG und vgl etwa*Schörghofer/Zwick*, GES 2023, 328 (331).

Gläubigern bei grenzüberschreitenden Verschmelzungen aufgrund des klaren Wortlauts des § 5 EU-UmgrG, der ausdrücklich nur Gesellschafter als Anspruchsberechtigte nennt, verneint wird, bildet diese Bestimmung für Gläubiger keine gesetzliche Anspruchsgrundlage für Ersatzansprüche direkt gegenüber Organmitgliedern bei grenzüberschreitenden Verschmelzungen.[930]

Daneben schafft das EU-UmgrG im Bereich der grenzüberschreitenden Verschmelzungen weitere Sicherheitsmechanismen für Gläubiger, insb die Möglichkeit eines *ex-ante* Sicherstellungsanspruchs gem § 37 Abs 1 EU-UmgrG.[931] Danach können Gläubiger über die ihnen im Verschmelzungsplan angebotenen Sicherheiten weitere verlangen und, sollten ihnen solche von der Gesellschaft nicht gewährt werden, innerhalb von drei Monaten nach Offenlegung des Verschmelzungsplans Klage auf Sicherheitenbestellung erheben.[932]

Für SPACs bedeutet dies, dass, sofern es sich beim De-SPAC um eine grenzüberschreitende Verschmelzung handelt, die Vorstandsmitglieder den Aktionären für einen durch sie schuldhaft verursachten Schaden im Zuge der Verschmelzung haften können. In Betracht kommen freilich direkte Ersatzansprüche von Aktionären im Falle von Verletzungen von Schutzgesetzen. Nach einigen in der Lit wird zumindest der Nachweis der Sicherstellung von Gläubigern und die Abgabe der Negativerklärung des Vorstands, dass innerhalb einer Frist von drei Monaten keine Klage auf Sicherheitsleistung erhoben wurde (§ 42 Abs 2 Z 10 EU-UmgrG), gesehen.[933] Daher wäre eine direkte Haftung von Organmitgliedern gegenüber Gläubigern dann denkbar, wenn etwa unrichtigerweise eine Negativerklärung abgegeben wird, die Vorabbescheinigung ausgestellt und die Verschmelzung eingetragen wird. Im Falle einer Hinausverschmelzung würde dann den Gläubigern der übertragenden Verschmelzung nicht mehr das System des *ex-ante* Schutzes zugutekommen, da sie ihre Ansprüche dann gegen die übernehmende Gesellschaft (im Ausland) – *ex-post* – durchsetzen müssten (inkl aller damit potentiell verbundenen Schwierigkeiten).[934]

In Erinnerung gerufen sei jedoch an dieser Stelle, dass das EU-UmgrG erst seit August 2023 in Kraft ist und daher zu einigen Spezialproblemen idZ noch wenige praktische Erfahrungen vorliegen.

4.5.1.6 Probleme Zeitdruck, sachfremde Interessen, Unternehmenswohl

Im Zuge des Lebenszyklus einer SPAC können sich unterschiedliche potentiell problematische Situationen für die Geschäftsleitung ergeben. Besonders hervorzuheben sind dabei va (i) potentielle Interessenskonflikte, die sich daraus ergeben können, dass die Vorstandsmitglieder (*sponsors*) typischerweise kein Gehalt, sondern im angloamerikanischen Raum sog *sponsor promotes*, also Optionsscheine, die den Bezug (zusätzlicher) Aktien

[930] *Rericha/J. Strimitzer* in *Talos/Winner*, EU-UmgrG § 5 Rz 10; *Berghuber*, GES 2024, 224 (225); *Hubner*, GES 2023, 115 (117).
[931] Siehe bereits unter 3.3 im Detail.
[932] Vgl *Berghuber*, GES 2024, 224 (227).
[933] *Berghuber*, GES 2024, 224 (228).
[934] Ebd.

ermöglichen, bekommen und damit stark interessiert an einer (möglicherweise kurzfristigen) Wertsteigerung der Aktien der Gesellschaft sind und (ii) den Geschäftsleitern nur ein begrenzter Zeitraum für die Identifizierung einer Zielgesellschaft und die Durchführung der De-SPAC zur Verfügung steht.

Damit ist ein erstes wesentliches Problem, dass die Geschäftsleiter unter stark erhöhtem Zeitdruck arbeiten müssen und unter einem gänzlich anderem Erwartungsumfeld als bei der Geschäftsführung „herkömmlicher" Gesellschaften agieren.[935] Dabei stehen aber freilich auch für Vorstandsmitglieder von SPACs viele Entscheidungen des täglichen Geschäftslebens wie bei herkömmlichen Geschäftsleitern an (auch wenn die Gesellschaft nicht operativ tätig ist, wird zumindest meist eine grundlegende Bürostruktur geschaffen werden müssen, werden va für die Vorbereitung und Durchführung des Börsengangs externe rechtliche, steuerliche, etc Berater engagiert werden, sind Anmeldungs- und Offenlegungspflichten zu beachten, usw). Nichtsdestoweniger ist die Situation bei SPACs eine besondere, da das Unternehmensziel bereits bei Gründung einzig und allein auf die Suche nach und dem anschließenden De-SPAC mit einer Zielgesellschaft ausgerichtet ist. IdZ und vor diesem Hintergrund können sich auch besondere Herausforderungen ergeben, die im folgenden Teil kurz angesprochen werden sollen.

4.5.1.6.1 Insichgeschäfte (Selbstkontrahieren und Doppelvertretung)

Bei SPACs sind sowohl sog formelle als auch materielle Insichgeschäfte denkbar. In der Folge soll zunächst auf erstere eingegangen werden.

In Bezug auf die Besonderheiten einer typischen SPAC-Transaktion ist idZ zunächst denkbar, dass Probleme der Doppelvertretung entstehen könnten. So ist, wie einleitend schon erwähnt, grundsätzlich die Erfahrung und Expertise der Geschäftsleitung ein wesentliches Merkmal der SPAC. Vorstandsmitglieder können daher oftmals neben ihrer Organfunktion in der SPAC auch Funktionen in Leitungs-, Verwaltungs- oder Aufsichtsorganen anderer Gesellschaften innehaben. Das Problem der Doppelvertretung kann sich konkret stellen, wenn ein Vorstandsmitglied auch eine Organfunktion in der Zielgesellschaft innehat.[936]

Dabei spricht man von „Doppelvertretung" generell, wenn eine Person als Vertreter des einen wie auch des anderen Vertragspartners auftritt (also etwa als Geschäftsführer einer GmbH und Vorstandsmitglied einer AG).[937] Unter Selbstkontrahieren (als Insichgeschäft ieS) werden Fälle verstanden, in denen eine Person zum einen für sich selbst und zum anderen als Vertreterin einer von ihr vertretenen Gesellschaft einen Vertrag abschließt.[938] Beiden Konstellationen ist gemein, dass der Vertreter den Vertretenen rechtsgeschäftlich durch Willenserklärungen an sich

[935] Vgl etwa *Seiler/Widder* Die De-SPAC-Transaktion, BKR 2021, 676 (677).
[936] *Fasching/Stepan*, ecolex 2022, 452 (455).
[937] Vgl etwa *S.-F.Kraus/U. Torggler* in *U. Torggler* (Hrsg), GmbHG § 25 Rz 15 (Stand 1.8.2014, rdb.at) mit Verweis auf RIS-Justiz RS0019621; *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 272.
[938] Vgl etwa *S.-F.Kraus/U. Torggler* in *U. Torggler*, GmbHG § 25 Rz 15; *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 272.

selbst verpflichtet.[939] Eine „materielle" Interessenkollision ist nach der Rsp idZ nicht relevant.[940] In Österreich gibt es (anders als in Deutschland) keine Norm, die den Abschluss von Insichgeschäften an sich verbietet.[941] Dennoch vertritt die hM und die stRsp eine Unzulässigkeit derselben.[942]

In Fällen von Insichgeschäften (ieS) und Doppelvertretungen dürfen sie auch bei bloß abstrakter Gefährdung der Interessen der Gesellschaft nicht vertreten.[943] Dennoch abgeschlossene Geschäfte sind grundsätzlich unwirksam.[944] Für die GmbH besteht in allen diesen Fällen und wohl auch analog für sog materielle Insichgeschäfte, die zwar formell nicht unter Selbstkontrahieren oder Doppelvertretung fallen, bei denen aber eine gleichgelagerte Interessenkollision vorliegt, ein besonderer Haftungstatbestand.[945] Nach § 25 Abs 4 GmbHG haftet ein Geschäftsführer der Gesellschaft gegenüber für einen dieser aufgrund eines Geschäfts, welches der Geschäftsführer mit der Gesellschaft „im eigenen oder fremden Namen abgeschlossen hat", sofern nicht die vorherige Zustimmung des Aufsichtsrats bzw (wenn kein solcher besteht) der übrigen Geschäftsführer eingeholt wurde.[946] Der Abschluss eines formellen Insichgeschäfts bedarf (außer bei gewöhnlichen Geschäften) eines Manifestationsakts (jedoch str ob das Fehlen eines solchen notwendigerweise zur Unwirksamkeit des Rechtsgeschäfts führen soll).[947] Sowohl bei formellen als auch materiellen Insichgeschäften muss außerdem die Zustimmung der Gesellschafter eingeholt werden (wobei von einigen in der Lit vertreten wird, dass dies auch generell im Gesellschaftsvertrag erfolgen kann[948]) bzw – wie bereits erwähnt –

---

[939] RIS-Justiz RS0031257; *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 71 Rz 27 (Stand 1.7.2021, rdb.at) mit Verweis auf OGH 29.10.1998, 6 Ob 175/98y.

[940] RIS-Justiz RS0124150; *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 71 Rz 27 mit Verweis ua auf OGH 28.2.2018, 6 Ob 35/18t, OGH 23.9.2008, 5 Ob 153/08y.

[941] Siehe etwa *J. Reich-Rohrwig/Pesendorfer* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG II[6] § 71 Rz 76 (Stand 1.10.2018, rdb.at).

[942] *Burtscher*, Materielle Insichgeschäfte im Zivil- und Gesellschaftsrecht, ÖBA 2019, 901 (901).

[943] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 106 mit Verweis ua auf OGH 3 Ob 2106/96v SZ 71/27 = ecolex 1998, 548 (*Wilhelm*); OGH 6 Ob 175/98y RdW 1999, 141; OGH 5 Ob 213/99f SZ 72/146 = ecolex 2000/93 = wbl 2000, 389 (*U. Torggler*); OGH 9 ObA 136/99m HS 30.131; OGH 4 Ob 71/00w SZ 73/68; OGH 5 Ob 99/02y RdW 2003/251; und auch etwa *Told/Warto* in *Harrer/Neumayr/Told* (Hrsg), Organhaftung (2022) IX. Insichgeschäfte und Rechtsgeschäfte mit Leitungsorganmitgliedern, 100.

[944] Siehe etwa *Told/Warto* in *Harrer/Neumayr/Told* (Hrsg), IX. Insichgeschäfte und Rechtsgeschäfte mit Leitungsorganmitgliedern, 100 aber auch noch sogleich.

[945] Vgl etwa *S.-F.Kraus/U.Torggler* in *U. Torggler*, GmbHG § 25 Rz 15;

[946] § 25 Abs 4 GmbHG; vgl auch etwa *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 272.

[947] Vgl etwa *U. Torggler* in *U. Torggler* (Hrsg), GmbHG § 18 Rz 19 (Stand 1.8.2014, rdb.at); *S.-F.Kraus/U.Torggler* in *U. Torggler*, GmbHG § 25 Rz 16; *Enzinger* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 18 Rz 55f (Stand 1.11.2018, rdb.at); dagegen etwa *Koppensteiner/Rüffler* in *Koppensteiner/Rüffler* (Hrsg), GmbH-Gesetz[3] (2007) § 18 Rz 23b. Nach *Enzinger* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 18 Rz 61 entspricht es der hA, dass ein Fehlen der Protokollierungsvorschrift nicht zur Nichtigkeit des Rechtsgeschäfts führt.

[948] Siehe etwa *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler* (Hrsg), GmbH-Gesetz[3] (2007) § 20 Rz 23; *S.-F.Kraus/U.Torggler* in *U. Torggler*, GmbHG § 25 Rz 17 mit Verweis auf ua OGH 03.07.1985, 3 Ob 51/85, RdW 1986, 39; 7 Ob 538/81 SZ 54/57; siehe aber auch etwa *Enzinger* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 18 Rz 41; *Gaggl/Sigari-Majd*, Abänderung von Stimmverboten durch den Gesellschaftsvertrag, ecolex 2003, 338. Nach *Told/Warto* in *Harrer/Neumayr/Told* (Hrsg), Organhaftung (2022) IX. Insichgeschäfte und Rechtsgeschäfte mit Leitungsorganmitgliedern, 103 müssen aber dafür diese Insichgeschäfte *ex-ante* so weit bestimmt sein, dass durch eine solche Zustimmung in die Gefahren des konkret später abgeschlossenen Insichgeschäfts eingewilligt wurde.

des Aufsichtsrats (wenn nicht vorhanden sämtlicher übrigen Geschäftsführer).[949] Eine nachträgliche Genehmigung durch die Gesellschafter mittels Gesellschafterbeschluss ist möglich.[950] Bis dahin ist das abgeschlossene Geschäft nach der Rsp schwebend unwirksam.[951] Dabei kann die Zustimmung aber nicht vom Vertreter, welcher das Insichgeschäft abschließt kommen (außer gem § 18 Abs 5 GmbHG, wenn es sich um den Alleingesellschafter handelt).[952]

Zusammengefasst kann gesagt werden, dass Insichgeschäfte nur dann zulässig sind, wenn (i) kein Interessenkonflikt droht, also das Geschäft dem Vertretenen (der Gesellschaft) ausschließlich Vorteile bringt, (ii) nicht einmal abstrakt die Gefahr der Schädigung besteht, oder (iii) eine Einwilligung des Vertretenen (der Gesellschaft) vorliegt.[953]

Auch für die AG werden Fälle des Selbstkontrahierens, wie der Doppelvertretung als problematisch vor dem Hintergrund der Interessenkollision gesehen.[954] Auch hier ist das Insichgeschäft nur, wenn *ex-ante* keine (auch nur eine abstrakte) Gefahr der Schädigung der Gesellschaft droht (das Geschäft der Gesellschaft nur Vorteile bringt), an sich zulässig.[955] Um die Interessenkollision zu beseitigen, ist (auch hier) eine Genehmigung des Aufsichtsrats und allenfalls der HV einzuholen.[956] Auch hier wird aber zT vertreten, dass eine entsprechende Genehmigung in der Satzung zulässig sein soll.[957] Wie bei der GmbH, soll auch bei der AG eine nachträgliche Genehmigung möglich sein. Bis dahin ist das Geschäft schwebend unwirksam.[958]

---

[949] Siehe etwa *S.-F.Kraus/U.Torggler* in *U. Torggler*, GmbHG § 25 Rz 17.
[950] Siehe etwa *Enzinger* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 18 Rz 43; *S.-F.Kraus/U.Torggler* in *U. Torggler*, GmbHG § 25 Rz 17; *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 272 verweist ua auf OGH 7 Ob 143/10w; OGH 5 Ob 39/10m; RIS-Justiz RS0028129 [T13].
[951] Siehe etwa *J. Reich-Rohrwig/Pesendorfer* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 71 Rz 92; *Adensamer/Bertsch* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka* (Hrsg), AktG Taschenkommentar (2019) § 71 AktG Rz 9 mit Verweis auf RIS-Justiz RS0104509 und RS0028072; zur GmbH etwa *S.-F.Kraus/U.Torggler* in *U. Torggler*, GmbHG § 25 Rz 18.
[952] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 272; *U.Torggler* in *U. Torggler*, GmbHG § 18 Rz 18; *Enzinger* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 18 Rz 47ff.
[953] Vgl RIS-Justiz RS0019350 und *Adensamer/Bertsch* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 71 AktG Rz 9.
[954] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig/Pesendorfer* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 71 Rz 74; *Adensamer/Bertsch* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 71 AktG Rz 9.
[955] Vgl etwa *Adensamer/Bertsch* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 71 AktG Rz 9; *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 71 Rz 8 (Stand 1.6.2021, rdb.at) mit Verweis ua auf OGH 23.02.1998, 3 Ob 2106/96v SZ 71/27 = RdW 1998, 548 = wbl 1999, 129.
[956] Siehe etwa *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 71 Rz 9; *Adensamer/Bertsch* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 71 AktG Rz 9; *J. Reich-Rohrwig/Pesendorfer* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 71 Rz 77.
[957] So etwa *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 71 Rz 29; *Adensamer/Bertsch* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 71 AktG Rz 9; nach *Told/Warto* in *Harrer/Neumayr/Told* (Hrsg), IX. Insichgeschäfte und Rechtsgeschäfte mit Leitungsorganmitgliedern, 103 dann, wenn die Insichgeschäfte, in die eingewilligt werden soll, zumindest so weit bestimmt sind, dass diese Vorabzustimmung als Einwilligung in die mit dem konkret später abgeschlossenen Insichgeschäft verbundenen Gefahren gesehen werden kann.
[958] Siehe etwa *J. Reich-Rohrwig/Pesendorfer* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 71 Rz 92; *Adensamer/Bertsch* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 71 AktG Rz 9 verweist auf RIS-Justiz RS0104509 und RS0028072; zur GmbH etwa *S.-F.Kraus/U.Torggler* in *U. Torggler*, GmbHG § 25 Rz 18.

Bei konzernmäßig verbundenen Unternehmen und häufig auftretenden Organverflechtungen stellen sich Probleme des Selbstkontrahierens und der Doppelvertretung praktisch oft.[959] Hervorzuheben ist, dass nach dem Gesetz schon solche Organbestellungen verboten sind, die gegen das Organisationsgefälle verstoßen würden. So dürfen etwa Vorstandsmitglieder nicht gleichzeitig Aufsichtsratsmitglieder oder gesetzliche Vertreter von Tochterunternehmen sein. Sog Überkreuzverflechtungen (Aufsichtsratsmitglied darf niemand sein, der gesetzlicher Vertreter einer anderen Gesellschaft ist „deren Aufsichtsrat ein Vorstandsmitglied der Gesellschaft angehört“[960]) gelten nicht in Konzernverhältnissen oder für solche Gesellschaften an denen eine unternehmerische Beteiligung iSd § 189a Z 2 UGB besteht.[961] Dabei wird von einigen in der Lit vertreten, dass solche Fälle idR unproblematisch seien, da die Organverflechtungen vom Gesellschafterwillen getragen wären.[962] Von anderen wird jedoch hervorgehoben, dass auch in Konzernkonstellationen die allg Regelungen zum Insichgeschäft einzuhalten sind und nicht aus einer vom Willen der Gesellschafter getragenen mehrfachen Organmitgliedschaft auf eine generelle Unbedenklichkeit geschlossen werden könne.[963]

Allg findet sich in § 97 AktG die Regelung, dass bei Rechtsgeschäften mit dem Vorstand dem Aufsichtsrat die Vertretung der AG obliegen soll, womit eine Interessenkollision vermieden werden soll.[964] Dabei ist aber umstritten, ob durch diese Bestimmung dem Aufsichtsrat in solchen Fällen ausschließlich die Vertretung der AG zukommen soll oder die Vertretungsmacht des Vorstands dadurch unberührt bleibt und dieser va wenn eine ausreichende Anzahl an nicht von der Interessenkollision betroffenen Vorstandsmitglieder weiterhin vertreten können soll.[965]

Als „unproblematisch“ gesehen werden würde von einigen in der Lit, wenn etwa ein Aufsichtsratsmitglied der SPAC auch gleichzeitig einer der Geschäftsführer oder Vorstandsmitglieder der Zielgesellschaft ist, in dieser Funktion jedoch nur gemeinsam mit einem anderen Geschäftsleiter oder Prokuristen vertretungsbefugt ist. Es wird bei der Beurteilung, ob eine Doppelvertretung vorliegt, nämlich darauf abgestellt welchen Einfluss das Organmitglied auf das Organ ausüben kann. Ein bestimmender Einfluss eines einzigen

[959] Vgl etwa *Kunz/Liemberger* in *Kalss/Frotz/Schörghofer* (Hrsg), Handbuch Vorstand Kap. 15 Rz 109 (Stand 1.12.2016, rdb.at); *Frotz/Schörghofer* in *Kalss/Frotz/Schörghofer* (Hrsg), Handbuch für den Vorstand (2017) 24. Der Vorstand im Konzern Rz 26.

[960] § 86 Abs 2 Z 3 AktG, vgl auch etwa *Frotz/Schörghofer* in *Kalss/Frotz/Schörghofer*, 24. Der Vorstand im Konzern Rz 29; *Knauder/Sima* in *Gratzl/Hausmaninger/Justich* (Hrsg), Handbuch zur Aktiengesellschaft[2] (2016) Organe im Konzern Rz 152; *Eckert/Schopper* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG II[6] § 86 Rz 16 (Stand 1.10.2018, rdb.at); *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 86 Rz 72 (Stand 1.6.2021, rdb.at).

[961] So schon der Gesetzestext des § 86 Abs 2 Z 3 AktG; vgl etwa auch *Frotz/Schörghofer* in *Kalss/Frotz/Schörghofer*, 24. Der Vorstand im Konzern Rz 29; *Eckert/Schopper* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 86 Rz 18.

[962] Siehe etwa *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 71 Rz 10; *Kalss* in *Kalss/Frotz/Schörghofer* (Hrsg), Handbuch für den Vorstand (2017) 12. Leitung der Gesellschaft Rz 140.

[963] So etwa *J. Reich-Rohrwig/Pesendorfer* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 71 Rz 81; *Adensamer/Bertsch* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 71 AktG Rz 9.

[964] Vgl etwa *Adensamer/Bertsch* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 71 AktG Rz 9; *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 71 Rz 3; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 97 Rz 1ff (Stand 1.6.2021, rdb.at); *Eckert/Schopper* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG II[6] § 97 Rz 3ff (Stand 1.10.2018, rdb.at).

[965] Wobei Letzteres der hM entsprechen soll, vgl etwa *Eckert/Schopper* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 97 Rz 5; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 97 Rz 7; *Brogyanyi/Rieder* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka* (Hrsg), AktG Taschenkommentar (2019) § 97 AktG Rz 3.

Mitglieds sei aufgrund der typischerweise eher hohen Zahl von Aufsichtsratsmitgliedern nicht zu befürchten.[966] Dem ist mE in dieser Allgemeinheit nicht zuzustimmen. Die zuvor bereits angesprochenen Normen sind vor dem Hintergrund zu sehen, dass Personen in Fällen des Insichgeschäfts regelmäßig in eine Lage gebracht werden, in denen sie den entgegengesetzten Interessen mehrerer Parteien nicht im gleichen Maße gerecht werden können.[967] In Erinnerung gerufen werden sollte, dass schon eine abstrakte Gefährdung der Gesellschaft ausreichend ist, Insichgeschäfte an sich nur zulässig sind wenn keine Gefahr der Schädigung der Gesellschaft besteht.[968] Auch wenn, wie oben bereits erwähnt, von einigen in der Lit vertreten wird, dass in Konzernkonstellationen anderes gelten soll, ist mE nicht nachvollziehbar, warum in solchen Fällen der Mitgliedschaft ein und derselben Person in mehreren Organen unterschiedlicher Gesellschaften desselben Konzerns etwas anderes gelten soll. Auch wenn freilich die „Organverflechtungen" vom Willen der Gesellschafter getragen sein mögen, kann hier wohl nicht angenommen werden, dass damit bereits vorab, pauschal in sämtliche potentiell künftig abgeschlossenen Rechtsgeschäfte, die ein Insichgeschäft darstellen, eingewilligt wurde.[969] Auch hier werden daher die dargestellten Regelungen zum Vorgehen bei Insichgeschäften zu beachten sein.

Insb wird auch eine Zustimmung der HV eingeholt werden müssen, da beim De-SPAC – als das wesentliche von den Vorstandsmitgliedern der SPAC abzuschließende Rechtsgeschäft – ja nicht schlicht das Vorliegen eines Rechtsgeschäfts, welches der SPAC ausschließlich Vorteile bringt,[970] angenommen werden kann und sehr wohl die (zumindest abstrakte) Gefahr eines Schadens der Gesellschaft besteht. Nach der idealtypischen Ausgestaltung würden diese Probleme insofern mitigiert, als für den De-SPAC ohnehin eine Zustimmung der Aktionäre erforderlich ist.[971] Folgt man der Ansicht, dass eine Vorabzustimmung auch in der Satzung erteilt werden kann, könnte dies auch bei der SPAC vorgesehen werden. Hier ist jedoch Vorsicht geboten und müssten wohl die in der Satzung genannten Insichgeschäfte so klar bestimmt sein, dass die Vorabzustimmung als eine Einwilligung in die mit dem konkreten später abgeschlossenen Geschäft verbundenen Gefahren gesehen werden kann.[972] Aufgrund der dann immer noch bestehenden Unsicherheit bezüglich der Zulässigkeit einer solchen Satzungsbestimmung, ist die Praktikabilität einer solchen Lösung eher fraglich.

---

[966] *Fasching/Stepan*, ecolex 2022, 452 (455).

[967] Siehe etwa *Adensamer/Bertsch* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 71 AktG Rz 9; *Told/Warto* in *Harrer/Neumayr/Told* (Hrsg), IX. Insichgeschäfte und Rechtsgeschäfte mit Leitungsorganmitgliedern, 104.

[968] Vgl etwa *Adensamer/Bertsch* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 71 AktG Rz 9; *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 83; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG^3 § 97 Rz 1.

[969] Im Ergebnis so auch etwa *J. Reich-Rohrwig/Pesendorfer* in *Artmann/Karollus*, AktG II^6 § 71 Rz 81; *Adensamer/Bertsch* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 71 AktG Rz 9.

[970] Abgesehen davon, dass in der Lit betont wird, dass dies nur in Ausnahmefällen denkbar sei (*J. Reich-Rohrwig/Pesendorfer* in *Artmann/Karollus*, AktG II^6 § 71 Rz 76), wird ein solcher bei De-SPACs nicht vorliegen.

[971] Siehe etwa generell zu Umgründungsfällen *Kalss* in *Kalss/Frotz/Schörghofer*, Handbuch für den Vorstand 12. Leitung der Gesellschaft Rz 140. Ob eine solche Zustimmung nach österreichischem Recht zwingend vorgesehen werden kann, ist natürlich eine andere Frage.

[972] Siehe bereits zuvor und vgl etwa auch *Krejci*, Doppelvertretung durch Personalunionen in Konzernvorständen, in *Blocher/Gelter/Pucher* (Hrsg), Festschrift Christian Nowotny (2015) 394 zumindest krit in Bezug auf pauschale Vorabzustimmungen.

Im Übrigen werden die konkreten Umstände des Einzelfalls relevant sein, um zu beurteilen, ob dem Organmitglied ein relevanter beherrschender Einfluss im jew Organ zukommt.[973] So ist sicherlich nicht in jeder Gesellschaft eine „hohe" Zahl an Aufsichtsratsmitgliedern gegeben und auch die Anzahl der SPAC-Vorstandsmitglieder kann unterschiedlich hoch sein. Das österreichische Recht legt dabei nur für den Aufsichtsrat eine Mindestanzahl fest,[974] der Vorstand kann nach § 70 Abs 2 AktG grundsätzlich auch bloß aus einer Person bestehen.[975] Selbiges gilt für die Geschäftsführung bei der GmbH.[976] Selbst bei einer größeren Anzahl von Organmitgliedern ist jedoch mE nicht an sich schon auszuschließen, dass einem der Mitglieder ein beherrschender Einfluss in einem Organ zukommt. Dies wäre im konkreten Gedankenexperiment also eine Person, die sowohl Vorstandsmitglied der SPAC und etwa (einer der) Geschäftsführer der Zielgesellschaft ist.

Auch wenn dann kein Selbstkontrahieren des konkreten Organmitglieds vorliegen würde, könnte sich aber ein Problem der Doppelvertretung durch dessen Organmitgliedschaft in beiden beteiligten Gesellschaften stellen. Umso problematischer wäre dies, wenn es sich etwa um einen Vorstandsvorsitzenden handelt, dessen Stimme bei Stimmengleichheit ausschlaggebend ist oder dem ein Vetorecht bei Vorstandsbeschlüssen zukommt und/oder ein Vorstandsmitglied gleichzeitig alleiniger Geschäftsführer der Zielgesellschaft ist. Der OGH hat bereits ausgesprochen, dass auch schon ein geringerer Grad eines solchen beherrschenden Einflusses ausreicht um die betroffene Person als von einem Stimmverbot umfasst anzusehen, wenn eine von der Interessenkollision unbeeinträchtigte Stimmabgabe nicht zu erwarten ist.[977] Im AktG finden sich in § 125 und § 95a Abs 4 AktG (Geschäfte mit nahestehenden Personen) gesetzliche Regelungen zu Stimmverboten für Aktionäre bzw Aufsichtsratsmitglieder bei Interessenkonflikten. Schon vor Einführung des § 95a Abs 4 AktG wurden jedoch entsprechende Stimmverbote für Aufsichtsratsmitglieder bzw Vorstandsmitglieder in Fällen von Interessenkonflikten anerkannt.[978] Ganz generell haben Organmitglieder bei Ausübung ihrer Funktion die Interessen der Gesellschaft über Eigen- und Drittinteressen zu stellen. Bei

[973] Wobei es etwa bei der Frage des Stimmverbots im Falle von Interessenkollisionen auf eine typisierende, abstrakte Betrachtungsweise ankommen soll; siehe etwa *Rauter* in *Straube/Ratka/Rauter* (Hrsg), WK GmbHG § 30g Rz 128 (Stand 1.9.2021, rdb.at).

[974] Nämlich für die AG gem § 86 Abs 1 AktG drei bis zwanzig (was nur für Kapitalvertreter gilt). Vgl etwa *Eckert/Schopper* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 86 Rz 4; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 86 Rz 6; für die GmbH legt § 30 GmbHG eine Mindestanzahl von drei Mitgliedern fest. Das GmbHG legt aber keine Höchstgrenze fest (eine solche kann freilich im Gesellschaftsvertrag bestimmt werden), vgl etwa *Straube/Rauter* in *Straube/Ratka/Rauter* (Hrsg), WK GmbHG § 30 Rz 7ff (Stand 20.10.2020, rdb.at).

[975] Es liegt aber im pflichtgebundenen Ermessen des Aufsichtsrats die für die Verhältnisse der Gesellschaft adäquate Anzahl zu bestellen. Vgl etwa *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 70 AktG Rz 25; *J. Reich-Rohrwig* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 70 Rz 120.

[976] § 15 Abs 1 GmbHG. Vgl etwa *Ratka* in *Straube/Ratka/Rauter* (Hrsg), WK GmbHG § 15 Rz 20 (Stand 1.8.2020, rdb.at). Freilich sehen sondergesetzliche Verpflichtungen teils die Bestellung von zumindest zwei Geschäftsführern vor, vgl etwa *Ratka* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 15 Rz 20.

[977] Allerdings betreffend §125 AktG welcher die Stimmrechtsausübung von Aktionären bei Interessenkonflikten betrifft, vgl etwa OGH 31.7.2015, 6 Ob 196/14p, GesRZ 2015, 326.

[978] Siehe etwa *Heinrich*, Stimmverbote in Aufsichtsrat und Vorstand, GesRZ 2020, 13 (13).

Tätigkeiten außerhalb der Gesellschaft unterliegen sie der allg Treuepflicht.[979] Ein Stimmverbot soll dabei vorliegen, wenn die ausschließliche Orientierung am Gesellschaftsinteresse typischerweise nicht mehr erwartet werden kann,[980] was bei Insichgeschäften jedenfalls vorliegt.[981] Dabei soll ein solcher Stimmrechtausschluss auch gelten, wenn eine Person gleichzeitig dem Aufsichtsrat einer und dem Vertretungsorgan der anderen Gesellschaft angehört, da es sich hierbei um eine gravierende Interessenkollision und einen typischen Fall der Pflichtenkollision handle, bei dem die ausschließliche Verfolgung des Gesellschaftsinteresse nicht mehr erwartet werden kann.[982] Daher sollen nach der wohl überwiegenden Meinung in der Lit auch in solchen Fällen Stimmverbote greifen, in denen eine Person etwa Aufsichtsratsmitglied einer Gesellschaft und gleichzeitig an einer anderen Gesellschaft „maßgeblich beteiligt" ist (dh va als Mehrheits- oder Alleingesellschafter) oder dort eine Funktion, die ihr Einfluss auf die Gesellschaft erlaubt, wie etwa als Vorstandsmitglied, ausübt.[983]

Bei einer SPAC-Transaktion kann es durchaus auch zu Problemen der Doppelvertretung kommen, insb weil auch Konstellationen praktisch vorkommen können, in denen ein Vorstandsmitglied der SPAC auch (möglicherweise auch alleinvertretungsbefugter) Geschäftsleiter der Zielgesellschaft ist, was wesentlich daran liegt, dass bei der SPAC – wie bereits erwähnt – die Reputation der Geschäftsleiter ganz wesentlich ist, um diese als attraktive Investitionsmöglichkeit für Investoren darzustellen. Aus diesem Grund werden die Vorstandsmitglieder häufig nicht nur ein großes Maß an Erfahrung in früheren Leitungspositionen mitbringen, sondern oft auch – was in der Praxis ja ganz generell oft vorkommt – neben ihrer Position in der SPAC auch bei anderen Gesellschaften Leitungsfunktionen innehaben. In solchen Fällen kann ein Interessenkonflikt vorliegen. Folge eines solchen könnte natürlich sein, dass ein De-SPAC durchgeführt wird, der für die Aktionäre aufgrund der konkreten Zielgesellschaft oder der Ausgestaltung der Transaktion (Preis, Finanzierung etc) unvorteilhaft sein kann. Dies bedeutet aber auch noch nicht zwangsläufig einen Schaden für die Gesellschaft (ersatzpflichtig kann ein Vorstandsmitglied freilich immer nur sein, wenn es auch einen Schaden gibt).

---

[979] Vgl etwa *Heinrich*, GesRZ 2020, 13 (14); *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 103ff; *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 84 Rz 5; *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 84 AktG Rz 43.

[980] *Heinrich*, GesRZ 2020, 13 (19) zitiert BGH 10. 2. 1977, II ZR 81/76, BGHZ 68, 107; vgl auch etwa *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 84 AktG Rz 63.

[981] *Heinrich*, GesRZ 2020, 13 (19) mit Verweis auf *K. Schmidt*, Gesellschaftsrecht[4], 608 f; *Krebs*, Interessenkonflikte bei Aufsichtsratsmandaten in der Aktiengesellschaft (2002) 136; *Seibt*, Interessenkonflikte, 1375.

[982] So etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 92 Rz 88 (Stand 1.6.2021, rdb.at); *Heinrich*, GesRZ 2020, 13 (20), auch mit Verweis auf die Mat zu § 95a Abs 4; nach letzterer ist dies jedoch zumindest in der deutschen Lit umstritten.

[983] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 92 Rz 88; *Eckert/Schopper* in *Artmann/Karollus*, AktG[6] § 92 Rz 27; *Brogyányi/Rieder* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, AktG § 92 Rz 48; *Rauter*, WK GmbHG § 30g Rz 128; *Told/Warto* in *Harrer/Neumayr/Told* (Hrsg), IX. Insichgeschäfte und Rechtsgeschäfte mit Leitungsorganmitgliedern, 104.

Hervorgehoben sei auch noch, dass (i) wenn es sich beim De-SPAC um eine Verschmelzung handelt, ohnehin bereits gesetzlich eine Beschlussfassung der Gesellschafter erforderlich ist[984] und (ii) eine der typischen SPAC-Charakteristika ja die Zustimmungskompetenz der Investoren zum De-SPAC ist.[985] Jedenfalls hätten die Geschäftsleiter aber einen Interessenkonflikt, wie bereits erwähnt, von sich aus offenzulegen und nach der oben erwähnten Meinung würden sie (etwa bei mehrfacher Organmitgliedschaft) einem Stimmverbot bei Beschlussfassungen im Organ unterliegen.

Neben den soeben thematisierten Konstellationen formeller Insichgeschäfte, sind bei SPACs auch Fälle materieller Insichgeschäfte denkbar. Dies soll in der Folge iZm dem finanziellen Anreizsystem, wie es bei SPACs typischerweise besteht, diskutiert werden. Nach der jüngeren Rsp sind jedenfalls auch materielle Insichgeschäfte verboten.[986] Dies soll sowohl für GmbHs als auch AGs gelten. [987]

4.5.1.6.2 Probleme iZm dem finanziellen Anreizsystem

In den USA (wo die meisten SPAC-Transaktionen zu beobachten sind) finden sich bereits mehrere praktische Bsp, in denen Behörden das Vorliegen von Interessenkonflikten bejahten. So verhängte zB die Securities and Exchange Commission im Mai 2023 eine Geldstrafe von USD 1,4 Mio über einen Investmentberater dessen Angestellte für das Unternehmen in zwei separate SPACs investierten, während dieselben Mitarbeiter gleichzeitig auch Kundengelder in die SPACs investierten, was nach Ansicht der SEC einen offenlegungspflichtigen Interessenkonflikt darstellte.[988] Das Bsp zeigt auch, dass sich Haftungsprobleme iZm SPACs nicht nur für die Geschäftsführung der SPAC selbst ergeben können.

Ein durchaus prominenteres Bsp war iZm Digital World Acquisition Corporation zu beobachten, einer SPAC, die eine Verschmelzung mit der Trump Media & Technology Group („TMTG“) angekündigt hatte, bei der ein Mitglied der Geschäftsleitung, sowie zwei Investoren wegen angeblichen Insidergeschäften angeklagt wurden. Diese hatten zT kurz nach der Ankündigung der geplanten Verschmelzung und den in Folge dessen starken Steigerungen des Börsenkurses, ihre Anteile an der SPAC gewinnbringend verkauft. Der Vorwurf lautete dabei, dass der Geschäftsleiter den beiden Investoren gezielt kurz vor Ankündigung der geplanten Verschmelzung Informationen darüber zukommen hatte lassen und diese dazu ermutigt hatte *warrants* zu kaufen, die kurz nach der tatsächlichen Ankündigung stark im Preis stiegen.[989] Der

---

[984] Vgl etwa *J.Reich-Rohrwig/Pesendorfer* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 71 Rz 82.
[985] Siehe dazu schon in der Einleitung und zur Zulässigkeit in Kapitel 4.1.5.
[986] Vgl ausführlich *Burtscher*, ÖBA 2019, 901, auch mit Vergleich zur BGH-Rsp; *U. Torggler*, Interessenkonflikte, insb bei „materiellen Insichgeschäften“, ecolex 2009, 920. Siehe auch RIS-Justiz RS0058177.
[987] *U. Torggler*, ecolex 2009, 920.
[988] *A&O Shearman*, Investment Adviser Fined $1.4 Million For Failure To Disclose SPAC Conflicts https://www.lit-wc.shearman.com/Investment-Adviser-Fined-1-Point-4-Million-For-Failure-To-Disclose-SPAC-Conflicts (abgefragt 25.06.2023).
[989] Siehe *Aliaj/Vandevelde*, Three men charged with insider trading related to Trump media Spac https://www.ft.com/content/98408a49-9d58-40cc-be97-67ac5220a127 (abgefragt 02.07.2023); *Jiménez*, Trump's SPAC soars in stock market before merger with Truth Social https://english.elpais.com/economy-and-business/2024-02-16/trumps-spac-soars-in-stock-market-before-merger-with-truth-social.html# (abgefragt

Börsengang der TMTG selbst ist auch ein ansehnliches Bsp für Rechtsstreitigkeiten zwischen Mitgesellschaftern und Vorstandsmitgliedern vor und nach dem De-SPAC.[990]

Außerdem finden sich mehrere Bsp für fehlerhafte oder unvollständige Informationsdarstellungen von SPAC-*sponsors* gegenüber Investoren.[991]

Diese Praxisbeispiele zeigen die reale Problematik von Interessenskonflikten iZm SPACs, welche in der Folge unter Berücksichtigung des finanziellen Anreizsystems für Vorstandsmitglieder analysiert werden soll.

4.5.1.6.2.1 Allg zur Gewährung von Aktien und Optionsrechten

Es ist augenscheinlich, dass die Vorstandsmitglieder bei der typischen Ausgestaltung einer SPAC stark daran interessiert sind eine Zielgesellschaft zu identifizieren und einen De-SPAC durchzuführen, der sich positiv auf den Aktienkurs der SPAC auswirkt. Dies liegt an dem bereits dargestellten Anreizsystem, wonach die Geschäftsleiter meist kein Gehalt beziehen, jedoch *sponsor warrants* erhalten, also, zusätzlich zu den ihnen bereits bei der Gründung gewährten Aktien, Optionen mit denen sie (zusätzliche) Aktien an der SPAC nach dem De-SPAC erwerben können.[992] Dieses Problem von Interessenskonflikten aufgrund finanzieller Anreize ist bei SPACs ähnlich gelagert wie bei Management Buy-Outs.[993]

19.02.2024); *Aliaj/Miller*, Trump media company co-founders allege 'stock grab' in lawsuit https://www.ft.com/content/41486d7a-72f4-4f29-a0e0-73ed7cfa1221 (abgefragt 03.03.2024); zum Hintergrund siehe auch *Alexander*, Trump's SPAC Is Screwing His Own Supporters While Enriching Wall Street Elites https://www.forbes.com/sites/danalexander/2021/10/28/trumps-spac-is-screwing-his-own-supporters-while-enriching-wall-street-elites/ (abgefragt 19.02.2024). Die TMTG wurde im März 2024 durch eine Verschmelzung mit der SPAC Digital World Acquisition Corp an die Börse (Nasdaq) gebracht. Siehe etwa *Gara/Aliaj/Stacey/McDougall*, Donald Trump has $4.6bn stake in social media group after market debut https://www.ft.com/content/99f713a5-71fa-4a28-b1ee-5b6f8998887e (abgefragt 02.04.2024); *Sherman*, Trump poised for billions as stock market deal passes https://www.bbc.com/news/business-68609007 (abgefragt 02.04.2024). Nach diesem vielbeachteten IPO im Zuge dessen die TMTG mit über USD 10 Mrd bewertet wurde, sorgte die Veröffentlichung von eher ernüchternden Umsatzzahlen für einen Kurseinbruch der Aktien derselben und befeuerte Spekulationen einer „Überbewertung" (wobei freilich der Aktienkurs auch nach Veröffentlichung der Umsatzzahlen mit über USD 48 pro Aktie für einige Beobachter erstaunlich hoch war). Siehe etwa *Gara/Aliaj*, Donald Trump's $10bn media group sinks 21% after disclosing widening losses https://www.ft.com/content/3518b416-bdb0-49c3-9231-37d84d837933 (abgefragt 03.04.2024); *Malik*, Trump Media shares plummet 21% days after debut https://www.reuters.com/markets/us/trumps-media-company-falls-after-raising-going-concern-doubts-2024-04-01/ (abgefragt 03.04.2024); *Sample*, Trump Media's Stock Has Nothing to Do With Its Business https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2024-04-06/-djt-trump-media-s-price-is-about-donald-trump-not-tmtg (abgefragt 06.04.2024).

[990] Siehe etwa *Feeley*, Trump Sues Truth Social Company Co-Founders to Zero Them Out https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-04-02/trump-sues-co-founders-of-truth-social-media-company-over-shares (abgefragt 03.04.2024); *Pequeño*, Trump Media Demands 'Faithless' Co-Founders Give Up 8.6% Stake, New Lawsuit Says https://www.forbes.com/sites/antoniopequenoiv/2024/04/02/trump-media-demands-faithless-co-founders-give-up-86-stake-in-new-lawsuit/ (abgefragt 03.04.2024).

[991] Siehe zuletzt etwa *Perera*, SPAC Inks $4.75M Deal To End Merger Misrepresentation Suit https://www.law360.com/amp/articles/2349434 (abgefragt 06.06.2025).

[992] Siehe bereits oben.

[993] Siehe dazu *Foglar-Deinhardstein/Hartig* in *Kalss/Frotz/Schörghofer* (Hrsg), Handbuch für den Vorstand (2017) 32. Der Vorstand beim Management Buy-Out (MBO) Rz 8.

Ganz generell können erfolgsabhängige Prämien zu Interessenkonflikten führen.[994] Es wird vertreten, dass Bonuszahlungen, sofern sie nicht im Unternehmensinteresse gewährt werden, sondern bloße „Anerkennungsprämien" darstellen, unzulässig sind.[995] Reine Bonuszahlungen sind freilich auch bei SPACs denkbar. Dass Erfolgsboni iZm mit der Durchführung von Share Deals zulässig sind, wurde vom OGH bereits ausgesprochen.[996]

Interessanter sind allerdings die bereits erwähnten typisch gewährten Optionsrechte. Die den Vorstandsmitgliedern gewährten Optionen werden zumeist als sog „*naked warrants*" qualifiziert, also verbriefte selbständige Optionsrechte auf zusätzlich zu schaffende Aktien der Gesellschaft, die nicht mit einer Schuldverschreibung verbunden sind.[997] Dies ermöglicht ein Bezugsrecht von Aktien über dem Emissions- aber unter dem Aktienkurs. Die Zulässigkeit von *naked warrants* ist in der Lit umstritten, es fehlt eine ausdrückliche gesetzliche Regelung oder gesicherte Rsp.[998]

Neben der sogleich noch zu erörternden möglichen Haftung wegen eines unmittelbaren eigenwirtschaftlichen Interesses, ist daher bereits – quasi als vorgelagertes Problem – zu klären ob *naked warrants* nach österreichischem Recht überhaupt zulässig sind. Wie bereits in Kapitel 4.3.2 gezeigt, ist dies aber jedenfalls für eine Ausgabe an die in § 159 Abs 2 Z 3 AktG genannten Personen – und damit insb für Vorstandsmitglieder – zu bejahen.

Allg werden die Ausgabe von Aktien und Aktienoptionsprogramme in der Lit als Möglichkeit gesehen einen Gleichklang der Interessen von Vorstand und Gesellschaft herzustellen.[999] Haben Vorstandsmitglieder selbst eine Beteiligung an der Gesellschaft („*skin in the game*") bzw die Option eine solche zu erwerben, sind sie nach dieser Überlegung auch motivierter auf den wirtschaftlichen Erfolg der Gesellschaft hinzuwirken.[1000] Dabei wird aber auch zurecht auf das

---

[994] Vgl etwa *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 84 AktG Rz 84; *J. Reich-Rohrwig/Zimmermann* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG II[6] § 78 Rz 53 (Stand 1.10.2018, rdb.at). Sonderregelungen bestehen für erfolgsabhängige Vergütung im BWG, siehe etwa *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 78 Rz 12 (Stand 1.6.2021, rdb.at). Börsenotierte Gesellschaften habe einen Bericht über die Vergütungspolitik zu erstellen. Siehe etwa *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 78a Rz 3ff (Stand 1.6.2021, rdb.at).

[995] *Koch-Schulte*, Management in M&A-Transaktionen, BB 2020, 1131 (1135) unter Verweis auf die „Mannesmann-Entscheidung", BGH, 21.12.2005 - 3 StR 470/04, NJW 2006, 522. Siehe auch etwa *J. Reich-Rohrwig/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 78 Rz 63ff.

[996] OGH 26.07.2016, 9 Ob A 69/16m.

[997] Vgl ausführlich etwa *Joser*, NZG 2022, 991.

[998] Vgl etwa *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 174 Rz 15; *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 174 Rz 12; *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 159 Rz 13; *Stepan*, ZFR 2022, 583 (583). Siehe auch ausführlich Kapitel 4.3.2.

[999] *J. Reich-Rohrwig/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 78 Rz 52; *Herzer/Strobl* in *Gratzl/Hausmaninger/Justich* (Hrsg), Handbuch zur Aktiengesellschaft[2] (2016) Bestellung und Anstellung des Vorstands Rz 51; *Roither*, Stock Options - Mitarbeiteraktienoptionen im Bilanz- und Steuerrecht, 6. Ausführlich zu diesem sog Principal-Agent-Problem siehe etwa *Garen*, Executive Compensation and Principal-Agent Theory, Journal of Political Economy 1994, 1175.

[1000] Nach der sog *Enhanced Monitoring Hypothesis* sind die Vorstandsmitglieder dann motivierter die Aktionärsinteressen (auch langfristig) zu verfolgen. Vgl etwa *Tan*, Skin in the Game: Does Outside Directors' Equity-based Compensation Induce or Mitigate Stock Price Crash Risk? https://corpgov.law.harvard.edu/2025/04/22/skin-in-the-game-does-outside-directors-equity-based-compensation-induce-or-mitigate-stock-price-crash-risk/ (abgefragt 01.05.2025).

Problem hingewiesen, dass Vorstandsmitglieder damit zu einer übertriebenen Fokussierung auf den Aktienkurs unter Vernachlässigung anderer, langfristiger Ziele veranlasst werden können.[1001] Damit ist auch schon das wesentliche Problem, das mit einer Aktien- und Aktienoptionsgewährung an Vorstandsmitglieder einhergehen kann, angesprochen: das Interesse des Vorstandsmitglieds liegt va an einer (kurzfristigen) Steigerung des Aktienkurses und kann sich daher diametral vom Interesse der Aktionäre am langfristigen Erfolg der AG, unterscheiden. Der naheliegendste und praktisch häufigste Weg dem entgegenzuwirken, ist die Vereinbarung von sog Wartefristen, dh der Bezug von Aktien ist erst nach einer gewissen Zeit möglich und/oder Haltefristen, also *Lock-Up* Perioden, während derer eine Veräußerung von Aktien nicht zulässig ist.[1002] Gerade Letzteres wird auch bei SPACs typischerweise vereinbart.

Hervorzuheben ist, dass in der Praxis generell häufig das Bezugsrecht an das Erreichen bestimmter Erfolgszahlen geknüpft wird.[1003] Dies ist auch bei SPACs möglich, scheint jedoch nicht der typischen Ausgestaltung zu entsprechen. Auch damit kann jedoch versucht werden, einen möglichen Gleichklang der Interessen von Vorstandsmitglied und AG zu erreichen. Um einem möglichen Missverständnis vorzubeugen: bei der Verhandlung der eigenen Vergütung und damit auch der Gewährung von Aktien und Aktienoptionen darf das (künftige) Vorstandsmitglied ausschließlich seine eigenen Interessen verfolgen.[1004]

Das wesentliche Risiko des Interessenkonflikts ergibt sich bei SPACs für Vorstandsmitglieder iZm dem De-SPAC. Konkret ist denkbar, dass die den SPAC-Vorstandsmitgliedern gewährten Aktien und Aktienoptionen diese zu einem Abschluss eines De-SPACs, welcher zwar zu einer kurzfristigen Aktienkurssteigerung führt, aber nicht im langfristigen Interesse der Gesellschaft liegt, motiviert. Dies kann aber freilich schon durch die typisch vereinbarte *Lock-Up* Verpflichtung abgeschwächt werden. Damit ist den Vorstandsmitgliedern eine Veräußerung ihrer Aktien im zeitlichen Nahebereich des De-SPAC nicht möglich. Nun könnte man aber meinen, damit wäre noch nicht das Problem des Anreizes einer Orientierung am Börsenkurs gelöst, was wohl auch stimmt. Allerdings wird damit sehr wohl das Problem, nur an einen kurzfristigen „Erfolg" der Gesellschaft zu denken, gelöst.

Ansonsten scheint dieses „Anreizproblem" aber keinesfalls als ein nur den SPACs immanentes. So sind Beteiligungssysteme, Aktienoptionen und Boni iZm Transaktionen für Vorstandsmitglieder doch durchaus häufig und werden als zusätzlicher Motivationsanreiz für überdurchschnittliche Performance des Vorstandsmitglieds eingesetzt.[1005] Die

---

[1001] *J. Reich-Rohrwig/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 78 Rz 53; *Mitterecker* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka* (Hrsg), AktG Taschenkommentar (2019) § 78 AktG Rz 42.

[1002] *J. Reich-Rohrwig/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 78 Rz 53; 57f; *Mitterecker* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 78 AktG Rz 45.

[1003] Vgl etwa *Herzer/Strobl* in *Gratzl/Hausmaninger/Justich* (Hrsg), Handbuch zur Aktiengesellschaft[2] (2016) Bestellung und Anstellung des Vorstands Rz 51.

[1004] *Mitterecker* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 78 AktG Rz 54; *J. Reich-Rohrwig/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 78 Rz 43; *Eckert/Schopper/Madari* in *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 78 Rz 15 (Stand 1.7.2021, rdb.at).

[1005] *Teichmann/Falker*, Ausgewählte Compliance-Risiken bei Anreizsystemen aus der Perspektive des Aufsichtsrats, Aufsichtsrataktuell 2020 H 1, 18; *Roither*, Stock Options - Mitarbeiteraktienoptionen im Bilanz- und Steuerrecht, 9f.

Vorstandsmitglieder der SPAC werden sich an die allg Sorgfaltspflichten und die Vorgaben der BJR halten müssen. Bei kumulativer Erfüllung der Kriterien der BJR, scheidet eine Haftung des Vorstandsmitglieds auch bei einem in der Folge aufgrund dessen Verhaltens eintretenden Schadens aus.[1006] Gerade das Erfordernis sich nicht von sachfremden Interessen leiten zu lassen ist iZm möglichen Interessenkonflikten aufgrund finanzieller Anreize problematisch. Wie gezeigt versteht der OGH diese Begrifflichkeit weit.[1007] Jedenfalls müssen die sachfremden Interessen auch kausal für die Entscheidung des Geschäftsleiters sein[1008] (wobei noch erwähnt sei, dass in der Lit vereinzelt vertreten wird, ein abstraktes Vorliegen von Interessenkonflikten sei bereits ausreichend; wobei dann zumindest eine höhere Erheblichkeitsschwelle gelten soll).[1009]

Nach der hM müsste das SPAC-Vorstandsmitglied also vom sachfremden Interesse der eigenen Gewinnaussichten, aufgrund steigenden Aktienkurses, bei der Verhandlung und dem Abschluss der De-SPAC Transaktion geleitet sein und auf die Vertragsanbahnung gestaltend einwirken, oder sich beim Vertragsabschluss selbst von einem solchen sachfremden Interesse leiten lassen. Sind dann die übrigen Haftungsvoraussetzungen gegeben, kann ein Vorstandsmitglied gegenüber der Gesellschaft schadenersatzpflichtig werden. Werden jedoch die Voraussetzungen der BJR eingehalten und lässt sich das Vorstandsmitglied bei der Vertragsanbahnung nicht von sachfremden Interessen leiten – oder nimmt auf das Zustandekommen der Transaktion überhaupt keinen Einfluss – haftet es selbst dann nicht, wenn sich eine unternehmerische Entscheidung *ex-post* als fehlerhaft erweist und zu einem Schaden der Gesellschaft führt.[1010] Dies ist jedoch stets nach den Umständen des Einzelfalls zu beurteilen.

In der Lit werden neben den bereits im Vorkapitel beschriebenen formellen Insichgeschäften materielle Insichgeschäfte vereinzelt als solche diskutiert, bei denen ein Organmitglied an der Vertragspartnerin der von ihm vertretenen Gesellschaft mittelbar beteiligt ist.[1011] „Materielle" Insichgeschäfte können aber auch in anderen Fällen vorliegen. Mehrere Bsp finden sich in der OGH-Jud im Kindschaftsrecht.[1012] Von der Lit wird zT eine analoge Anwendung aber auch für andere Fälle bejaht.[1013] Die Frage, ob „materielle" Insichgeschäfte auch in Fällen, bei denen das Organmitglied nicht (mittelbar) an einer der Gesellschaften beteiligt ist, vorkommen

[1006] Siehe dazu bereits ausführlich oben.
[1007] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 82; OGH 6 Ob 160/15w ecolex 2016, 695; OGH 23.2.2016, 6 Ob 160/15w, GesRZ 2016, 293; OGH 23.2.2016, 6 Ob 160/15w, PSR 2016/23; OGH 23.5.2016, 6 Ob 160/15w, GES 2016, 158.
[1008] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 82; *J. Reich-Rohrwig/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG[6] § 84 Rz 196 und auch *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 84 Rz 24.
[1009] *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 82 verweist auf *Schima*, Reform des Untreuetatbestands und Business Judgment Rule im Aktien- und GmbH-Recht, GesRZ 2015, 286 (291); *Winner* in *Kalss/Frotz/Schörghofer*, Handbuch Vorstand Rz 41/16.
[1010] Siehe oben und etwa *Joser*, NZG 2022, 991 (993).
[1011] OGH 27.04.2017, 2 Ob 52/16k; *U. Torggler*, ecolex 2009, 920 mit Verweis auf OGH 12.04.2000, 4 Ob 71/00w.
[1012] RIS-Justiz RS0058177; vgl auch RIS-Justiz RS0113487.
[1013] OGH 27.4.2017, 2 Ob 52/16k = GesRZ 2017, 333 (*Torggler*).

können, ist aber insofern eher vernachlässigbar, als eine Beteiligung der Vorstandsmitglieder an der SPAC doch typisch ist.

Ganz grundsätzlich haben Geschäftsführer und Vorstandsmitglieder in Fällen einer Interessenkollision diese von sich aus offenzulegen.[1014] Nach dem OGH ist aber auch eine Interessenkollision noch nicht ausreichend, um die Organmitglieder von jeglicher Mitwirkung am Willensbildungsprozess des Organs auszuschließen.[1015]

Für die Folgen des Abschlusses von „materiellen" Insichgeschäften sollen nach einer Meinung in der Lit die Regeln des Missbrauchs der Vertretungsmacht zur Anwendung kommen. Ein so abgeschlossenes Geschäft würde demnach nicht wirksam zustande kommen, Dritte können vom Vertreter Schadenersatz (Vertrauensschaden) verlangen.[1016] Dies scheint aber nicht der OGH-Rsp zu entsprechen.[1017] Dies ist insofern etwas paradox, als „formelle" Insichgeschäfte schwebend unwirksam sind.[1018] Es sollte aber, einigen in der Lit folgend, wohl auch für materielle Insichgeschäfte nichts anderes gelten können.[1019]

4.5.1.6.3 Außenhaftung in Sonderfällen (erhebliche eigenwirtschaftliche Interessen und Inanspruchnahme von persönlichem Vertrauen)

Bei sorgfaltswidrigem Verhalten haften die Vorstandsmitglieder grundsätzlich gegenüber der Gesellschaft, da idR auch nur bei dieser direkt ein Schaden eintritt. Zwischen Vorstand und Aktionären besteht kein direktes Vertragsverhältnis, das eine Haftung des Vorstands begründen würde. § 84 AktG ist auch kein Schutzgesetz zugunsten der Aktionäre.[1020] Außerdem sollen grundsätzlich auch nicht einzelne Gläubiger oder Gesellschafter anders behandelt, dh gegenüber anderen in Bezug auf Schadenersatz bevorzugt oder benachteiligt werden, weshalb vom allg Prinzip der „Haftungskanalisierung" nur in besonderen Fällen abgewichen werden kann.[1021] Eine Ersatzpflicht kommt jedoch in Betracht, wenn gegenüber einem Aktionär ein Recht auf Einhaltung eines bestimmten Verhaltens des Vorstands vereinbart wurde. Dabei ist jedoch ein restriktiver Umgang einzuhalten.[1022] Die Aktionäre werden durch das sorgfaltswidrige Verhalten der Vorstandsmitglieder allenfalls mittelbar (in ihren Vermögensrechten) geschädigt.[1023] Auch werden, bei Ersatz eines Schadens und Leistung des

---

[1014] Vgl etwa OGH 6 Ob 35/19v, ZFS 2019, 46 (*Karollus*); *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 106; *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 251; *Adensamer* in *Napokoi/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, AktG § 84 Rz 38; *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 84 Rz 11.

[1015] OGH 6 Ob 35/19v, ZFS 2019, 46 (55).

[1016] *Burtscher*, ÖBA 2019, 901.

[1017] Ebd.

[1018] Siehe bereits zuvor.

[1019] OGH 6 Ob 35/19v, ZFS 2019, 46 (57).

[1020] Vgl etwa *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 84 AktG Rz 85; *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 14, 534; *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 84 Rz 23.

[1021] Vgl etwa *Berghuber*, GES 2024, 224 (225).

[1022] *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 84 AktG Rz 87.

[1023] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 528; *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 84 Rz 23.

Geschäftsleiters in das Gesellschaftsvermögen, deren Interessen ohnehin mittelbar gewahrt. Eine direkte Haftung gegenüber Aktionären (und Gläubigern) kommt daher nur ausnahmsweise in Betracht.[1024] Nicht ersatzfähig ist ein sog Reflexschaden, dh die Minderung des Aktienwerts (Aktienkurses), welcher auf eine Handlung des Vorstandsmitglieds zurückzuführen ist.[1025]

Wenn also etwa der Aktienkurs der SPAC in Folge des Börsengangs zu irgendeinem Zeitpunkt sinkt, was insb im zeitlichen Nahebereich des De-SPAC häufig der Fall sein kann, und die Aktien daher an Wert verlieren, besteht grundsätzlich kein Ersatzanspruch für die Aktionäre. Diese können daher nur für über diesen Wertverlust hinausgehende Schäden Ersatz verlangen.[1026] Auch die Argumentation, die Vorstandsmitglieder hätten die Einlage der Aktionäre durch sorgfaltswidriges Verhalten verwirtschaftet, wäre daher nicht zielführend.[1027] Führt man sich die Situation des De-SPAC vor Augen, müsste man außerdem argumentieren, dass das sorgfaltswidrige Verhalten in der Identifizierung einer ungeeigneten Zielgesellschaft liegt. Dies würde wohl häufig schwerfallen, schon weil, der Vorstand kaum eine finanziell angeschlagene Zielgesellschaft für den De-SPAC identifizieren wird. Ein solcher vorgeschlagener De-SPAC würde nämlich kaum die nötigen Zustimmungsquoren der Aktionäre erreichen.

Eine direkte Haftung Aktionären gegenüber besteht jedoch bei (i) schuldhafter Verletzung absolut geschützter Rechte, (ii) bei schuldhafter Verletzung von Schutzgesetzen (§ 1311 ABGB), wenn sittenwidriges oder vorsätzlich deliktisches Verhalten (§ 1295 ABGB) bloße Vermögensschäden herbeiführt, oder (iii) wenn fahrlässig gesellschaftsfremde Sondervorteile gewährt werden.[1028] Insb auch bei listiger Irreführung ist eine Eigenhaftung des Vorstandsmitglieds möglich.[1029] Eine Ersatzpflicht besteht insb in Fällen, in denen ein Geschäftsleiter solche ihn treffenden Verhaltenspflichten verletzt, die (zumindest auch) Schäden Dritter verhindern wollen und ein solcher Schaden tatsächlich eintritt. ZB haften nach § 64 Abs 1 GmbHG bei unrichtigen Anmeldungen zum Firmenbuch betreffend Einforderungen des ausständigen Stammkapitals einer Gesellschaft die Geschäftsführer den Gläubigern auf den

---

[1024] Vgl etwa *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 84 AktG Rz 84; *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 538.

[1025] RIS-Justiz RS0023933; *Eckert/Schopper/Madari* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 84 Rz 71; *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 84 Rz 35; *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 530 verweist zur AG auf: OGH 24. 4. 2003, 3 Ob 288/02b ecolex 2004/18 (*Völkl*); OGH 22.12.1994, 2 Ob 591/94 RdW 1995, 132 (*C. Nowotny*); RIS-Justiz RS0117571. Siehe auch *Adensamer in Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 84 AktG Rz 84; *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 387.

[1026] *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 530 mit Verweis auf OGH 22. 12. 1994, 2 Ob 591/94 RdW 1995, 132 (*C. Nowotny*); OGH 24.4.2003, 3 Ob 288/02b ecolex 2004/18 *(Völkl)* = GesRZ 2003, 329; RIS-Justiz RS0117571.

[1027] *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 538 mit Verweis auf OGH 20.11.1991, 1 Ob 617/91 JBl 1992, 444 (*Ostheim*).

[1028] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 535; *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 84 AktG Rz 88; *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 395.

[1029] Vgl etwa OGH 28.02.2018, 6 Ob 244/17a.

Schaden, den diese im Vertrauen auf den Firmenbuchstand erleiden.[1030] Eine Haftung der Vorstandsmitglieder kann freilich (freiwillig) vertraglich übernommen worden sein (zB Bürgschaft).[1031] Auch eine Haftung aufgrund der Grundsätze der *culpa in contrahendo* kommt bei Vorliegen der Voraussetzungen in Betracht.[1032] Dies soll aufgrund der potentiellen Relevanz für SPAC-Vorstandsmitglieder kurz diskutiert werden.

Gewissermaßen als Spezialfälle der *culpa in contrahendo* Haftung ist, nach der (sowohl BGH als auch OGH) Rsp, eine direkte Haftung Gläubigern gegenüber auch etwa bei einem erheblichen unmittelbarem eigenwirtschaftlichem Interesse[1033] des Vorstandsmitglieds am Zustandekommen des Vertrags oder, wenn das Vorstandsmitglied in „besonderem Maße persönliches Vertrauen" bei den Vertragsverhandlungen in Anspruch genommen hat, möglich.[1034] Eine Haftung würde gegenüber dem Vertragspartner – also beim De-SPAC der Zielgesellschaft – in Frage kommen.[1035]

Das eigenwirtschaftliche Interesse wird aber nur bei einem solchen persönlichen und erheblichen Interesse eines Vorstandsmitglieds am Vertragsabschluss, das über das generelle, auf das wirtschaftliche Wohl der Gesellschaft gerichtete, Interesse hinausgeht, vorliegen können. Außerdem muss das Vorstandsmitglied Einfluss auf die Vertragsverhandlungen nehmen.[1036] Das typische Interesse am Bestehenbleiben einer Gesellschaft seitens des Vorstandsmitglieds ist dabei nicht ausreichend.[1037] Das Vorstandsmitglied muss nach einigen in der Lit quasi aus wirtschaftlicher Sicht in eigener Sache verhandeln müssen.[1038] Der wirtschaftliche Vorteil, der für das Organmitglied erlangt werden soll, muss sich unmittelbar aus dem Vertragsabschluss ergeben.[1039]

Dieser Haftungstatbestand wird auf den ersten Blick bei SPAC-Vorstandsmitgliedern relevant sein können. Die wesentlichen Verträge idZ sind jene iZm dem De-SPAC. Dabei ist auch hervorzuheben, dass die Vorstandsmitglieder der SPAC regelmäßig ein erhebliches finanzielles Eigeninteresse am Zustandekommen des (insb Verschmelzungs)Vertrags und der Durchführung der De-SPAC Transaktion haben werden. Damit ist zumindest die

---

[1030] Vgl etwa *Hörlsberger* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 25 GmbHG Rz 31; *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 542; *Koppensteiner*, Zur Außenhaftung von Geschäftsführern und Vorständen, GES 2015, 379 (380).

[1031] Vgl etwa *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 545ff.

[1032] Vgl etwa *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 84 AktG Rz 89; *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 571.

[1033] Die Rsp spricht zT auch von einem „ausgeprägten eigenen wirtschaftlichen Interesse am Zustandekommen des Vertrags", nur um dasselbe zu meinen. Siehe etwa OGH 24.11.2010, 9 Ob 5/10s; *A. Reich-Rohrwig*, Aufklärungspflichten vor Vertragsabschluss (2015), 637.

[1034] RIS-Justiz RS0019726; zuletzt OGH 28.02.2018, 6 Ob 244/17a; *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 84 AktG Rz 89; *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 697; *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 223.

[1035] RIS-Justiz RS0019726 [T8].

[1036] *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 697.

[1037] RIS-Justiz RS0019726 [T3].

[1038] *A. Reich-Rohrwig*, Aufklärungspflichten vor Vertragsabschluss (2015) 638 verweist auf *J. Kindl* in *Erman* (Hrsg), BGB[13] (2011) § 311 Rz 50.

[1039] *A. Reich-Rohrwig*, Aufklärungspflichten vor Vertragsabschluss (2015) 638.

Grundvoraussetzung für eine Eigenhaftung idS, nämlich, dass der Vertragsabschluss auch dem Vorstandsmitglied einen wirtschaftlichen Vorteil bringt,[1040] konkret erfüllt. Der OGH betont jedoch, dass eine Eigenhaftung des Vorstandsmitglieds der seltene Ausnahmefall bleiben muss.[1041]

Spezifisch für SPACs muss zunächst hervorgehoben werden, dass das finanzielle Interesse der SPAC-Vorstandsmitglieder typischerweise aufgrund der eigenen (Minderheits)Beteiligung derselben sowie zusätzlicher Optionsrechte besteht. Nach dem OGH ist selbst bei einer Minderheitsbeteiligung des Organmitglieds noch kein erhebliches eigenwirtschaftliches Interesse gegeben.[1042] Auch ein bloßer Entgeltanspruch des Vorstandsmitglieds im Innenverhältnis reicht laut OGH nicht aus, sondern es muss das eigenwirtschaftliche Interesse im Verhältnis zum Vertragspartner bestehen.[1043] Auch für die Beurteilung wann ein solcher direkter aus dem Vertrag entspringender eigener Vorteil für ein Vorstandsmitglied vorliegt, muss ein strenger Maßstab bei der Beurteilung der Haftungsfrage angelegt werden.[1044] So wird auch vertreten, dass wenn der Vertrag in einem wirtschaftlichen Erfolg der Gesellschaft resultiert und bloß dadurch beim Vorstandsmitglied ein Vorteil eintritt, keine Eigenhaftung vorliegen soll.[1045] Umgelegt auf die SPAC würde dies bedeuten, dass wenn etwa eine Verschmelzung mit einer Zielgesellschaft zu einem finanziellen Erfolg der SPAC und/oder Kurssteigerung der börsenotierten Aktien führt und dadurch die Aktien eines Vorstandsmitglieds mehr wert sind und/oder es eine (höhere) Dividende ausgeschüttet bekommt, noch kein direktes Eigeninteresse des Vorstandsmitglieds im geforderten Ausmaß vorliegt. Dies auch, weil der Vorteil dann schließlich nicht gegenüber dem Vertragspartner, sondern gegenüber der eigenen Gesellschaft besteht. Außerdem würde der Vorteil des Vorstandsmitglieds dann nicht direkt aus dem Abschluss der Transaktionsdokumentation, sondern erst als Folge der Verschmelzung und konkret der wirtschaftlichen Tätigkeit der Gesellschaft resultieren. Denkt man an die Kurssteigerung der Aktien, kann diese freilich schon direkt nach Ankündigung der Aufnahme von Vertragsverhandlungen, aber auch als direkte Folge des Abschlusses eines Verschmelzungsvertrags eintreten. Hervorgehoben sei, dass meist nicht mit Sicherheit nachgewiesen werden kann, worauf eine Kurssteigerung zurückzuführen ist. Außerdem und ganz wesentlich besteht für Vorstandsmitglieder der SPAC eine Lock-Up Periode.[1046] Sie können daher ihre Aktien im näheren zeitlichen Zusammenhang mit dem De-SPAC noch nicht veräußern und werden schon deswegen keinen Gewinn, ergo Vorteil, ziehen können.

[1040] Ebd.
[1041] RIS-Justiz RS0019726 [T1].
[1042] RIS-Justiz RS0019726 [T3].
[1043] RIS-Justiz RS0019726 [T4].
[1044] *A. Reich-Rohrwig*, Aufklärungspflichten vor Vertragsabschluss (2015) 639.
[1045] Ebd.
[1046] Siehe bereits im einleitenden Kapitel 1.3.

Vereinzelt wird in der Lit vertreten, eine Beteiligung solle geradezu den Paradefall eines erheblichen Eigeninteresses darstellen,[1047] während andere eine Ableitung des Eigeninteresses aus einer Gesellschafterstellung ablehnen.[1048] Nachdem der OGH stets das Vorliegen eines erheblichen Eigeninteresses bei Minderheitsbeteiligungen abgelehnt hatte, verneinte er dies auch bereits selbst im Fall eines Alleingesellschafters.[1049] Dabei kann das Eigeninteresse nämlich kein unmittelbares sein, profitiert das Vorstandsmitglied doch erst indirekt durch den wirtschaftlichen Erfolg der Gesellschaft. Dies scheint auch der jüngeren deutschen Jud und Lit zu entsprechen.[1050] Bei SPACs wird den Vorstandsmitgliedern praktisch ohnehin nie die Alleinaktionärsstellung zukommen, sondern stets nur eine Minderheitsbeteiligung. Es ist daher zu konstatieren, dass zwar ein finanzieller Anreiz für SPAC-Vorstandsmitglieder an der Durchführung eines De-SPACs besteht, dies jedoch nicht als erhebliches eigenwirtschaftliches Interesse zu qualifizieren ist und nicht zu einer direkten Außenhaftung von Vorstandsmitgliedern führen wird.

Der zweite erwähnte Sonderfall einer direkten Haftung, nämlich dass in Vertragsverhandlungen besonderes persönliches Vertrauen durch ein Vorstandsmitglied in Anspruch genommen wird,[1051] ist bei SPACs ebenfalls denkbar. Die konkreten Vertragsverhandlungen würden sich va auf die Transaktionsdokumentation iZm dem De-SPAC beziehen.

Die dogmatische Begründung der Haftung eines Geschäftsleiters aus *culpa in contrahendo* mit einem besonderen faktischen Vertrauensverhältnis wird zwar von einigen in der Lit abgelehnt, jedoch auch von diesen ablehnenden Meinungen das Ergebnis, nämlich eine direkte Haftung von Geschäftsleitern, bejaht.[1052]

Nach der OGH Jud ist ein solch „besonderes persönliches Vertrauen“ nicht schon bei jenem Vertrauen, das jedermann seinem Vertrags- oder Verhandlungspartner entgegenbringt, gegeben. Andernfalls würde eine jahrelange persönliche Betreuung durch einen bestimmten (bloßen) Arbeitnehmer auch zu dessen persönlicher Haftung führen.[1053] Auch idZ wird nämlich in der Jud und vom OGH vertreten, dass eine Außenhaftung des Mitglieds des Leitungsorgans die Ausnahme sein soll. Der OGH folgt der deutschen Rsp und Lit, wenn er für die Beurteilung des Vorliegens eines besonderen persönlichen Vertrauens auf Kriterien wie die persönliche Zuverlässigkeit der relevanten Person, das Vorliegen einer Zahlungszusage und die konkreten

---

[1047] *A. Reich-Rohrwig*, Aufklärungspflichten vor Vertragsabschluss (2015) 640 verweist ua auf *Dellinger*, Quo vadis Kridahaftung, ecolex 1990, 341 (344); *Dellinger*, Vorstands- und Geschäftsführerhaftung im Insolvenzfall (1991) 158 ff.

[1048] *A. Reich-Rohrwig*, Aufklärungspflichten vor Vertragsabschluss (2015) 639 verweist auf *Karollus*, Neues zur Konkursverschleppungshaftung und zur Haftung aus culpa in contrahendo, ÖBA 1995, 7 (16 FN 82).

[1049] *A. Reich-Rohrwig*, Aufklärungspflichten vor Vertragsabschluss (2015) 640 verweist auf OGH 3 Ob 75/06k, ÖBA 2007, 816 (krit *Eckert*).

[1050] *A. Reich-Rohrwig*, Aufklärungspflichten vor Vertragsabschluss (2015) 640 verweist auf *Dellinger*, Quo vadis Kridahaftung, ecolex 1990, 341 (344); vgl BGH 23.10.1985, ZR 210/84 = NJW 1984, 586 = NJW-RR 1986, 257 (Ls.) = ZIP 1986, 26 = MDR 1986, 312 = WM 1985, 1526 = BB 1986, 1042 = BB 1986, 1045.

[1051] RIS-Justiz RS0019726.

[1052] Ausführlich *A. Reich-Rohrwig*, Aufklärungspflichten vor Vertragsabschluss (2015) 642f mit Verweis auf *Welser*, Vertretung ohne Vollmacht (1970), 102; *Reischauer* in *Rummel*, ABGB I^3 Vor §§ 918 – 933 Rz 15e.

[1053] RIS-Justiz RS0019726 [T18].

Einflussmöglichkeiten auf die Verhandlungen, abstellt. Insb einer Zahlungszusage des Organmitglieds wird vom OGH besondere Bedeutung bei dieser Beurteilung zugemessen.[1054] Auch das Werben mit besonderen „Verbindungen"/Kontakten eines Organmitglieds kommt hier in Betracht.[1055]

Immer muss aber tatsächlich Einfluss auf die Vertragsverhandlungen genommen worden sein.[1056] Es muss nach einer Meinung in der Lit, die OGH-Rsp konkretisierend, das Vorstandsmitglied in besonderem Maße in den Verhandlungen in den Vordergrund getreten sein, nämlich mit seiner Person als Bezugspunkt und nicht bloß mit der vertretenen Gesellschaft als Vertragspartner geworben worden sein.[1057] Dem ist jedenfalls insoweit zuzupflichten, als sich in (va den älteren) OGH-Entscheidungen zu diesen Fällen die bereits oben erwähnten beiden Tatbestandsmerkmale finden, nämlich, dass (i) in besonderem Maß persönliches Vertrauen in Anspruch genommen wurde und (ii) die Verhandlungen dadurch beeinflusst wurden. Diese Voraussetzungen müssen daher kumulativ vorliegen. Daraus folgt, dass ein Vorstandsmitglied sich gestaltend in Vertragsverhandlungen eingebracht haben muss und nicht nur solche Handlungen setzt, die auch jeder andere Erfüllungsgehilfe der Gesellschaft gesetzt hätte. Keinesfalls kann es dabei ausreichen, dass das Vorstandsmitglied bloß seine vertraglichen Pflichten gegenüber der Gesellschaft erfüllt und mit dem potentiellen Vertragspartner wie jedes „herkömmliche" Vorstandsmitglied verhandelt. Wenn aber das Vorstandsmitglied im Vorfeld des Vertragsabschlusses mit seiner eigenen Person in einem Ausmaß wirbt, dass er iSd OGH Rsp besonderes Vertrauen in Anspruch nimmt, kann eine Eigenhaftung vorliegen, da er nun nicht mehr in einer bloßen Vertreterfunktion auftritt.[1058]

Wohl etwas übertrieben scheint es, wenn diesbezüglich vereinzelt auf einen „missionarischen Eifer" des Vorstandsmitglieds abgestellt wird.[1059] Neben den bereits vom OGH explizit (und oben) genannten Bsp, wird aber insb die Situation denkbar sein, dass ein Vorstandsmitglied gegenüber dem potentiellen Vertragspartner auf seine besondere Sachkunde[1060] oder besondere Vorerfahrung verweist oder einen besonderen Aufwand betreibt. Gerade dies scheint bei SPACs insofern praktisch denkbar, als die SPAC-Vorstandsmitglieder und Gründer häufig über ein hohes Maß an Vorerfahrung, Reputation und Marktbekanntheit verfügen.[1061]

Auch, wenn die Frage, ob ein SPAC-Vorstandsmitglied aufgrund dieses Haftungstatbestands unmittelbar ersatzpflichtig werden kann, hier nur einer abstrakten Beurteilung zugänglich ist, scheinen solche Fälle, in denen ein SPAC-Vorstandsmitglied aus der Rolle eines bloßen

[1054] OGH 4.10.1989, 3 Ob 519/89= RIS-Justiz RS0019726 [T1]. In dieser Entscheidung wurde eine Haftung eines Geschäftsführers iW mit der Abgabe einer Zahlungszusage argumentiert.
[1055] OGH 05.04.2013, 8 Ob 66/12g; *A. Reich-Rohrwig*, Aufklärungspflichten vor Vertragsabschluss (2015) 646.
[1056] OGH 30.08.2016, 8 Ob 62/16z, EvBl 2017, 326.
[1057] *A. Reich-Rohrwig*, Aufklärungspflichten vor Vertragsabschluss (2015) 644.
[1058] Zutreffend *A. Reich-Rohrwig*, Aufklärungspflichten vor Vertragsabschluss (2015) 645f.
[1059] *A. Reich-Rohrwig*, Aufklärungspflichten vor Vertragsabschluss (2015) 646 verweist auf OGH 15.07.1997, 1 Ob 182/97i und 21.02.2008, 6 Ob 249/07x (jew zur Haftung von Anlageberatern, in letzterer Entscheidung wird auch von Anpreisung mit „religiösem Eifer" gesprochen).
[1060] *A. Reich-Rohrwig*, Aufklärungspflichten vor Vertragsabschluss (2015) 646 verweist auf *Dellinger*, Quo vadis Kridahaftung, ecolex 1990, 341 (344).
[1061] Siehe bereits in der Einleitung.

Vertreters der SPAC insofern heraustritt, als er mit seiner Person in einem Ausmaß von gewisser Erheblichkeit für den Erfolg der Vertragsverhandlungen wirbt, daher durchaus denkbar und wahrscheinlich. Dies auch, wenn noch einmal betont sei, dass, nach dem OGH, die Eigenhaftung des Vorstandsmitglieds der seltene Ausnahmefall bleiben muss.[1062] Auch ein besonderes Ausmaß an zusätzlichem Einsatz, wie das Anbieten von Informations- oder Schulungsveranstaltungen kann relevant sein.[1063] Fälle eines bestehenden Verwandschaftsverhältnisses[1064] sind freilich auch denkbar, stellen jedoch keine Besonderheit für SPACs dar.

A. Reich-Rohrwig vertritt, dass neben der Eigenständigkeit im Vorfeld des Vertragsabschlusses (kumulativ) auch eine eigene Interessensverfolgung des Vorstandsmitglieds erforderlich ist, also wenn ein Gehilfe (Vorstandsmitglied) nur im Interesse der Gesellschaft handelt, eine Eigenhaftung nicht in Frage kommt. ME ist aus der OGH Jud das Erfordernis des zusätzlichen Vorliegens eines wirtschaftlichen Eigeninteresses bei jenen Fällen, wo eine Haftung aufgrund Inanspruchnahme besonderen persönlichen Vertrauens, nicht ersichtlich.[1065] Würde man dies verlangen, würden mE zwei unterschiedliche Haftungstatbestände vermischt. Der stRsp folgend und aus zweckmäßiger Übertragung theoretischer Überlegungen in die Praxis, wird es daher für eine Eigenhaftung ausreichend sein, wenn ein SPAC-Vorstandsmitglied in der Vertragsanbahnung besonderes Vertrauen in Anspruch nimmt und sich gestalterisch in diese einbringt.

4.5.1.7 Vertragliche Modifizierung des Sorgfaltsstandards

Ganz generell ergibt sich bei der SPAC die Besonderheit, dass der Gesellschaftszweck von der Gründung der Gesellschaft an bereits klar in der Durchführung eines De-SPAC liegt. Damit könnte man sich fragen, ob die Geschäftsleiter der SPAC einen bestimmten Erfolg, nämlich die Identifizierung einer attraktiven Zielgesellschaft und den anschließenden De-SPAC mit dieser schulden.

Nach dem allg Sorgfaltsmaßstab trifft die Geschäftsführer bzw Vorstandsmitglieder keine Erfolgshaftung (diese hat die Gesellschaft zu tragen),[1066] sondern lediglich eine größen-,

[1062] Zum Vertrauenstatbestand. RIS-Justiz RS0019726 [T1].
[1063] Vgl *A. Reich-Rohrwig*, Aufklärungspflichten vor Vertragsabschluss (2015) 646 mit Verweis auf OGH 17.12.1997, 7 Ob 293/97g.
[1064] Siehe dazu etwa OGH 14.7.1999, 7 Ob 166/99h.
[1065] Wie dies wohl auch *A. Reich-Rohrwig*, Aufklärungspflichten vor Vertragsabschluss (2015) 647 verweist auf RIS-Justiz RS0019726; OGH 4 Ob 170/11w; 6 Ob 249/07x; 5 Ob 120/03p; 1 Ob 688/83; 1 Ob 617/78 zu erkennen scheint.
[1066] Vgl etwa RIS-Justiz RS0059528; RIS-Justiz RS0049459; OGH 22.10.2003, 3 Ob 287/02f; *Feltl*, GmbHG § 25 Rz E2 (Stand 1.2.2022, rdb.at); *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 61; für die AG vgl etwa *Adensamer* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 84 AktG Rz 4, 20, 77; *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 15, 104; *Eckert/Schopper/Madari* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 84 Rz 2, 46; *Adensamer/Sternig/Wöss* in *Adensamer/Mitterecker* (Hrsg), Gesellschafterstreit (2021) Rz 9/6; *Knauder/Sima* in *Gratzl/Hausmaninger/Justich* (Hrsg), Organe im Konzern Rz 112.

branchen- und situationsadäquate Bemühenspflicht.[1067] Es kann angedacht werden, ob nicht etwas anderes – nämlich, dass konkret sehr wohl ein bestimmter Erfolg den Aktionären gegenüber geschuldet wird – vertraglich vereinbart werden kann. IdZ ist zunächst hervorzuheben, dass nach der OGH-Rsp § 25 GmbHG jedenfalls zwingendes Recht darstellt und die „Diligenzpflicht" von Geschäftsführern im Gesellschaftsvertrag allenfalls verschärft, wohl aber nicht jedoch herabgesetzt werden kann.[1068]

An dieser Stelle würde aber ohnehin nur eine solche „Verschärfung", also konkret die Vereinbarung einer Erfolgshaftung interessieren. Hier wird zT in der Lit vertreten, dass eine Haftungsverschärfung iSe Erfolgshaftung nicht zulässig sein soll, da eine solche negative Auswirkungen auf die Risikobereitschaft und Handlungsfähigkeit der Leitungsorgane haben würde.[1069] Sehr wohl soll aber auch nach diesen Stimmen die Festlegung von Einzelpflichten bzw eine Erweiterung und damit Konkretisierung des Pflichtenumfangs der Leitungsorgane in Satzung (Gesellschaftsvertrag bei der GmbH) oder Anstellungsvertrag möglich sein.[1070] Die deutsche Lit setzt sich mit dieser Frage in größerem Maße auseinander als die österreichische. Dort finden sich jedoch auch Meinungen, die keine Ergänzungen von Pflichten im Anstellungsvertrag oder der Satzung zulassen wollen, sondern lediglich Konkretisierungen für möglich und sinnvoll halten.[1071] Folgt man diesen Stimmen wäre die wirksame Vereinbarung – etwa in der Satzung einer SPAC (AG) – der Zusicherung eines Erfolgs, konkret der Durchführung eines De-SPAC, mit der daran anknüpfenden Folge, dass bei Nichterreichung die Leitungsorgane der Gesellschaft gegenüber ersatzpflichtig werden würden, unzulässig.[1072] Dies erscheint in der Begründung mE auch schlüssig, va wenn man sich vor Augen führt, dass das Eingehen wirtschaftlicher Risiken für die Geschäftsleitung wesentlich ist, grundsätzlich die Kapitalgesellschaft das unternehmerische Risiko tragen soll und auch die BJR vor dem

---

[1067] Vgl etwa OGH 23.02.2016, 6 Ob160/15w; RIS-Justiz RS0118177; *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 111f; *Feltl*, GmbHG § 25 Rz E105 (Stand 1.2.2022, rdb.at).

[1068] Vgl RIS-Justiz RS0059670 und etwa *Feltl*, GmbHG § 25 Rz E2 (Stand 1.2.2022, rdb.at); *Hörlsberger* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 25 GmbHG Rz 5; *S.-F.Kraus/U.Torggler* in *U. Torggler*, GmbHG § 25 Rz 36; *Walbert* in *Walbert*, Haftung von leitenden Angestellten und Geschäftsführern Rz 2.8 (Stand 1.1.2020, rdb.at); aA aber *Feltl/Told* in *Gruber/Harrer* (Hrsg), GmbHG[2] (2018) § 25 Rz 20; nach *Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG[3] § 25 Rz 25 soll auch eine Herabsetzung des Sorgfaltsmaßstabs im Gesellschaftsvertrag möglich sein, jedenfalls bis zur Grenzen der groben Fahrlässigkeit.

[1069] So etwa *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 15, 17; mit Verweis auf *Hölters* in *Hölters*, AktG[3] § 93 Rz 12; *Fleischer* in *Spindler/Stilz* (Hrsg), Aktiengesetz[3] (2015) § 93 Rz 5; *Spindler* in *Goette/Habersack/Kalss*, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz AktG[4] (2016) § 93 Rz 28.

[1070] *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 17 mit Verweis auf *Spindler* in MüKo AktG[4] § 93 Rz 27; *Fleischer* in *Spindler/Stilz*, AktG[3] § 93 Rz 5; abweichend *Hölters* in *Hölters*, AktG[3] (2022) § 93 Rz 13, wobei Letzterer keine Ergänzungen, sondern lediglich Konkretisierungen zulasse.

[1071] So *Hölters* in *Hölters*, AktG[3] § 93 Rz 13 verweist ua auf BGH 05.06.1975 - II ZR 156/73, BGHZ 64, 325 (328) = NJW 1993, 2307; siehe auch *Spindler* in MüKo AktG[4] § 93 Rz 27, nach dem bei einer Verschärfung der Pflichten aus Vorsicht der Vorstandsmitglieder potentiell risikoreiche Entscheidungen unterlassen und Geschäftschancen nicht wahrgenommen werden würden.

[1072] So in Österreich etwa auch *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 17.

Hintergrund zu sehen ist, dass der Ermessenspielraum des Geschäftsleiters nicht einschränkend eingeengt werden soll.[1073]

Interessant ist jedoch, dass nach der Rsp (einer schon älteren Entscheidung des OGH aus den 1950er Jahren) „eine Verschärfung der Diligenzpflicht des Geschäftsführers wirksam vereinbart werden" kann.[1074] Unklar bleibt wie „Verschärfung" hier zu verstehen ist und ob somit auch nach der Rsp eine Erfolgshaftung wirksam vereinbart werden könnte. In Bezug auf die Auskunftspflichten der Geschäftsführer nach § 24a GmbHG wird etwa (auch vom OGH) vertreten, dass eine vertragliche Verschärfung nur insoweit möglich sein soll, als diese nicht unverhältnismäßig ist.[1075] Wünschenswert wäre eine solche Vereinbarung freilich ohnehin allenfalls nur aus Sicht der Aktionäre, natürlich nicht für die Geschäftsleiter.

Da bei der SPAC im Normalfall die Gründer mit den Vorstandsmitgliedern ident sind, werden sich diese mE erwartbar praktisch davor hüten in den Gesellschaftsvertrag Bestimmungen zu einer Haftungsverschärfung aufzunehmen. Gleichzeitig könnte eine solche Haftungsverschärfung freilich aus Sicht der (zukünftigen) Aktionäre gewünscht sein bzw erwartet werden. Es sprechen jedoch gute Gründung dafür, eine dahingehende Vereinbarung als nach österreichischem Recht unzulässig zu qualifizieren.

4.5.1.8 BJR als „Safe Harbor" für Entscheidungen iZm De-SPAC?

Wie bereits erwähnt, bietet die BJR einen Safe Harbor für Geschäftsleiter, die bei Erfüllung der im Kapitel 4.2.3.1.2 dargestellten Voraussetzungen nicht haften, auch wenn sich eine Entscheidung als nachträglich fehlerhaft und zum Schaden der Gesellschaft herausstellt. Für die Vorstandsmitglieder der SPAC gelten hier dieselben Voraussetzungen wie für jene „herkömmlicher" Gesellschaften. Generell ist erneut zu betonen, dass sich die konkreten Anforderungen an den Geschäftsleiter und die Beurteilung der Einhaltung der Sorgfaltspflicht immer nach den Umständen des Einzelfalls richten.[1076] Auch deshalb ist eine abschließende Beurteilung der Frage wann ein Geschäftsleiter haftet, wohl nie allg möglich („*hard cases make bad law*"[1077]).

[1073] Vgl etwa dazu auch sehr treffend *Umfahrer*, GmbH[7] Rz 4.122 (Stand 1.6.2021, rdb.at).
[1074] RIS-Justiz RS0059670 und OGH 17.06.1959, 5 Ob 202/59.
[1075] Vgl *Enzinger* in *Straube/Ratka/Rauter* (Hrsg), WK GmbHG § 24a Rz 12 (Stand 1.11.2018, rdb.at) mit Verweis auf OGH wbl 1987, 34 (*Wilhelm*).
[1076] Siehe etwa *J. Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG II[6] § 84 Rz 115.
[1077] Vgl etwa *Brugger*, Ende des Special Purpose Vehicle (SPV) durch 6 Ob 48/12w?, NZ 2013, 208 (210). Als allg aus Großbritannien stammendes Rechtsprinzip bereits seit langer Zeit anerkannt (bereits auf Rsp aus dem 19. Jahrhundert zurückzuführen). Siehe etwa *Shahshahani*, Hard Cases Make Bad Law? A Theoretical Investigation, https://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2150&context=faculty_scholarship (abgefragt 02.04.2025).

4.5.1.9 Exkurs: (Außen)Haftung von Gesellschaftern: Existenzvernichtungshaftung und Differenzhaftung

Seit einigen Jahren wird in der österreichischen Lit in Anlehnung an BGH-Rsp der Begriff „Existenzvernichtungshaftung" (oder auch „existenzvernichtender Eingriff") diskutiert. Darunter sollen solche betriebsfremden Eingriffe in das Vermögen einer Gesellschaft fallen, durch die die Gesellschaft in eine Position gebracht wird, dass sie ihre Verbindlichkeiten nicht mehr bedienen kann und ultimativ Insolvenz anmelden muss (der eine Insolvenzlage herbeiführt oder eine bereits bestehende verschlimmert). Dieser Fall des Haftungsdurchgriffs muss vor Gesichtspunkten des Gläubigerschutzes gesehen werden. Darunter fallen jedoch nur Eingriffe von Gesellschaftern (auch wenn es nicht erforderlich ist, dass diese daraus einen Vorteil erlangen muss eine objektive Pflichtverletzung vorliegen).[1078] Bloße unternehmerische Fehleinschätzungen sollen jedoch nicht unter die Fälle des existenzvernichtenden Eingriffs fallen.[1079] Möglich ist nach hA ein existenzvernichtender Eingriff auch, wenn eine Gesellschaft bereits zahlungsunfähig ist, die Krise in der sich die Gesellschaft befindet durch einen solchen jedoch noch verschlimmert.[1080] Nach einer jüngeren Entscheidung des BGH, sei auch die Verwirklichung eines existenzvernichtenden Eingriffs nicht nur durch eine Schädigung im Aktivvermögen der Gesellschaft möglich, sondern auch durch eine Vermehrung von Schulden – im Zuge einer Verschmelzung, da dadurch ebenfalls den Gläubigern der ihnen dienende Haftungsfonds entzogen wird.[1081]

Bei SPACs könnte sich – zumindest theoretisch – die Frage nach einer möglichen Haftung aufgrund eines existenzvernichtenden Eingriffs in Österreich analog zu Deutschland, genauso wie bei „herkömmlichen" Gesellschaften, durch Handlungen von Gesellschaftern stellen. Der OGH hat in einer jüngeren Entscheidung ausdrücklich von einer Stellungnahme zu einer möglichen Anwendbarkeit der vom BGH[1082] entwickelten Rechtsfigur in Österreich abgesehen.[1083] Dies wurde interessanterweise damit begründet, dass der BGH von der früher hA, wonach die Gläubiger einer Gesellschaft und nicht die Gesellschaft selbst die Gläubiger von Ansprüchen eines Durchgriffssachverhalts seien (und damit Außenhaftung), in seiner neueren Rsp abging. Danach sei nämlich Gläubiger eines

---

[1078] *Artmann/Karollus* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG I[6] § 48 Rz 20 (Stand 1.5.2018, rdb.at); *Wimmer*, Differenz- und Existenzvernichtungshaftung bei Sanierungsfusionen im GmbH-Recht, GesRZ 2019, 143 (150); vgl auch *Krist*, Die Existenzvernichtungshaftung bei der GmbH (2020) 2.

[1079] Siehe etwa *Aicher/S.-F. Kraus/Spendel* in *Straube/Ratka/Rauter* (Hrsg), WK GmbHG § 61 Rz 66 (Stand 1.12.2022, rdb.at) mit Verweis auf BGH 16. 7. 2007, II ZR 3/04 BGHZ 173, 246 (259); *Krist*, Die Existenzvernichtungshaftung bei der GmbH (2020) 3ff.

[1080] Vgl etwa *Koppensteiner*, JBl 2008, 749 (756).

[1081] Dazu und generell zur Entwicklung der BGH-Jud siehe etwa *Aicher/S.-F. Kraus/Spendel* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 61 Rz 66; *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 48 Rz 18 (Stand 1.6.2021, rdb.at).

[1082] Vgl etwa für einen Fall iZm einer Sanierungsfusion zwischen Schwesterngesellschaften siehe etwa *Wimmer*, GesRZ 2019, 143 (143f).

[1083] OGH 28.03.2018, 6 Ob 41/18z; vgl *Aicher/S.-F. Kraus/Spendel* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 61 Rz 67.

Existenzvernichtungshaftungsanspruchs die Gesellschaft selbst (daher Innenhaftung).[1084] Der OGH lässt daher interessanterweise zwar eine Anwendbarkeit der Existenzvernichtungshaftung nach den Grundsätzen des BGH offen, scheidet dann aber das Vorliegen eines Anspruchs des Klägers aus und argumentiert dies damit, dass es sich nach der BGH-Rsp um eine Innenhaftung handelt (und wendet die BGH-Rsp[1085] damit auch zur Lösung des eigenen Sachverhalts an). In der selben Entscheidung sprach der OGH außerdem aus, dass, sofern erlittene Nachteile aus den Regelungen über das Verbot der Einlagenrückgewähr und konkret den Rückforderungsanspruch des § 83 GmbHG ersetzt werden können, Ansprüche aufgrund einer Existenzvernichtungshaftung ohnehin ausscheiden würden.[1086]

Da der OGH also nicht ausdrücklich Stellung bezogen hat und die Meinungen in der Lit zu einer möglichen analogen Anwendung sehr uneinheitlich sind,[1087] besteht hier noch etwas praktische Unsicherheit und bleibt eine abschließende Klärung des OGH abzuwarten. Die Frage nach der Existenzvernichtungshaftung wird sich jedoch praktisch ohnehin mE kaum iZm De-SPACs stellen. Sanierungsfusionen, als Verschmelzungen mit sanierungsbedürftigen Zielgesellschaften, werden von SPACs praktisch nicht durchgeführt und von den SPAC Geschäftsleitern auch regelmäßig schon nicht in Erwägung gezogen werden, da solche Sanierungsfusionen wohl mit ziemlicher Sicherheit nicht die erforderliche Zustimmung der *investors* erfahren würden.[1088] Würden von einer SPAC Schulden aufgenommen, in einem Ausmaß, das einer „Existenzgefährdung" oder „-vernichtung" idS gleichkommen würde, stellte sich hingegen nach der BGH-Judikaturlinie sehr wohl die Frage einer möglichen Anwendung der deutschen Rechtsfigur in Österreich. In vielen Fällen würde ein solcher „Eingriff" jedoch wohl auch eine gläubigerschädigende Handlung nach den entsprechenden StGB-Tatbeständen darstellen und damit etwa auf Grund der §§ 159 StGB, 1311 ABGB ein Anspruch von Gläubigern (also nach außen) bestehen kann (was beim Vorliegen einer Haftung aufgrund eines

---

[1084] OGH 6 Ob 41/18z NZ 2018, 305 (305); siehe zur „Judikaturwende" des BGH auch etwa *Koppensteiner*, Neues zur "Existenzvernichtungshaftung", JBl 2008, 749 (755); *Aicher/S.-F. Kraus/Spendel* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 61 Rz 66; *Krist*, Die Existenzvernichtungshaftung bei der GmbH (2020) 9ff.

[1085] Siehe etwa ausführlich *Krist*, Die Existenzvernichtungshaftung bei der GmbH (2020) 20ff.

[1086] OGH 6 Ob 41/18z NZ 2018, 305 (305).

[1087] Siehe etwa dagegen *Artmann/Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 48 Rz 20 verweist auf *Winkler/Gruber* in *Gruber/Harrer* (Hrsg), GmbHG § 61 Rz 89; in diese Richtung auch *Aicher/Kraus* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 61 Rz 67; siehe auch *S.-F. Kraus/U. Torggler* in *U. Torggler*, GmbHG § 61 Rz 23 und *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 48 Rz 20; mit der Argumentation, dass sämtliche Fälle im Gegensatz zur Situation in Deutschland mit den geltenden gesetzlichen Bestimmungen gelöst werden können *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 48 Rz 20 und *Artmann/Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG[6] § 48 Rz 21. Dabei sei jedoch betont, dass das österreichische Einlagenrückgewährverbot im Vergleich zu den deutschen Kapitalerhaltungsregeln deutlich strenger ist und keine Schutzlücken wie in Deutschland bestehen und einige der deutschen Sachverhalte in Österreich auch über § 159 StGB (grob fahrlässige Beeinträchtigung von Gläubigerinteressen) und § 1311 ABGB gelöst werden könnten, siehe *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 48 Rz 20 und *Artmann/Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG[6] § 48 Rz 21; *Aicher/S.-F. Kraus/Spendel* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 61 Rz 68 verweist ua auf *Koppensteiner* in *Harrer/Portmann/Zäch* (Hrsg), Festschrift für Heinrich Honsell zum 60. Geburtstag (2002) 607 (620 f); *Artmann* in *Kalss/Rüffler*, GmbH-Konzernrecht 87 (93 ff); *Schopper/Strasser*, Konturen einer Existenzvernichtungshaftung in Österreich, GesRZ 2005, 176 (184); *Koppensteiner*, Zur Haftung der Gesellschafter bei Zahlungsunfähigkeit der GmbH, JBl 2006, 681 (682); *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler* (Hrsg), GmbH-Gesetz[3] (2007) § 61 Rz 37b; *Haberer*, Anm zu BGH II ZR 104/07, GES 2008, 317; vgl auch *Wimmer*, GesRZ 2019, 143 (149). Für eine Anwendung der Existenzvernichtungshaftung etwa *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 422.

[1088] Siehe dazu noch näher unter Kapitel 4.5.2.3.

existenzvernichtenden Eingriffs dann auch, je nach Meinung zu Innen- bzw Außenhaftung bei einem solchen, zu einem Nebeneinander der Ansprüche von Gläubigern und solchen der Gesellschaft führen kann).[1089] Bei solchen Fällen, die (auch) einen Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr bedeuten, scheint der OGH eine gewisse Sympathie für eine bloße Subsidiarität eines Anspruchs aufgrund eines existenzvernichtenden Eingriffs gegenüber dem Rückersatzanspruchs des § 83 GmbHG zu sehen (auch wenn freilich die analoge Anwendung einer Haftung aufgrund existenzvernichtenden Eingriffs vom OGH freilich ausdrücklich offen gelassen wurde).[1090] Sofern ein Nachteil bereits über den § 83 GmbHG ausgeglichen werden kann, stellt sich die Frage einer Anwendbarkeit der Haftung aufgrund existenzvernichtenden Eingriffs bereits gar nicht.[1091] Abschließend sei an dieser Stelle noch gesagt, dass es sich bei der Haftung aufgrund existenzvernichtenden Eingriffs typischerweise um eine bei der GmbH diskutierte Haftung der Gesellschafter handelt.

Ein Sonderfall einer möglichen Haftung iZm einer Verschmelzung, stellt die vom BGH etwa in einer jüngeren Entscheidung[1092] thematisierten Differenzhaftung bei Überbewertungen von iZm Verschmelzungen übertragenem Vermögen dar. Dabei geht es um die Frage, ob Gesellschafter für den Unterschiedsbetrag zwischen dem Wert der Sacheinlage und dem Betrag der im Gegenzug übernommenen Stammeinlage haften. Erreicht der tatsächliche Wert der Sacheinlage nicht den im Gesellschaftsvertrag dafür festgelegten Betrag, liegt eine Überbewertung der Sacheinlage vor. Nach der hM ist auf den objektiven Wert abzustellen.[1093] Sofern sich der objektive Wert nicht ermitteln lässt, soll in Anwendung des Vorsichtsprinzips der jew in Frage kommende niedrigere Wertansatz angenommen werden.[1094] Diese Differenzhaftung ergibt sich für GmbHs bei Gründungen bzw Kapitalerhöhungen aus §§ 10a, 52 Abs 6 GmbHG und wird bei AGs analog (§ 10a GmbHG) angewendet bzw aus dem Grundsatz der Kapitalaufbringung abgeleitet.[1095]

§ 10a GmbHG normiert eine verschuldensunabhängige Haftung der Gesellschafter auf den Betrag um den der (tatsächliche) Wert einer Sacheinlage niedriger als die übernommene Stammeinlage ist. Str scheint, ob der Differenzanspruch bereits aufschiebend bedingt mit dem Abschluss des Gesellschaftsvertrags oder erst mit Eintragung der Gesellschaft entsteht.[1096] Anspruchsgegner sind die zur Leistung einer Sacheinlage verpflichteten Gesellschafter.[1097] Die

---

[1089] Vgl etwa ausführlich *Koppensteiner*, JBl 2008, 749 (753).
[1090] Siehe bereits oben zur Entscheidung OGH 28.03.2018, 6 Ob 41/18z.
[1091] So auch schon *Koppensteiner*, JBl 2008, 749 (756).
[1092] BGH 06.11.2018, II ZR 199/17 = BGHZ 220, 179 = NJW 2019, 589 = ZIP 2019, 114 = MDR 2019, 171 = DNotZ 2019, 224 = NZI 2019, 289 = WM 2019, 115 = BB 2019, 206 = DB 2019, 120 = NZG 2019, 187.
[1093] Vgl etwa *van Husen* in *Straube/Ratka/Rauter* (Hrsg), WK GmbHG § 10a Rz 22 (Stand 1.9.2021, rdb.at) verweist ua auf *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler* (Hrsg), GmbH-Gesetz[3] (2007) § 10a Rz 4; *Reich-Rohrwig*, GmbH-Recht I[2] Rz 1/728; *Zollner* in *Gruber/Harrer* (Hrsg), GmbHG[2] (2018) § 10a Rz 4 und 5.
[1094] *van Husen*, WK GmbHG § 10a Rz 23 verweist auf *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler* (Hrsg), GmbHG[3] (2007) § 6a Rz 7; anders *Roth/Altmeppen*, GmbHG[5] § 9 Rz 3; *Altmeppen*, GmbHG[10] § 9 Rz 4.
[1095] Siehe etwa *van Husen* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 10a Rz 1/8; *Koppensteiner*, Überbewertung von Vermögen bei der Verschmelzung, wbl 2014, 678 (679).
[1096] Vgl etwa *U. Torggler* in *U.Torggler* (Hrsg), GmbHG § 10a Rz 5 (Stand 1.8.2014, rdb.at); *van Husen* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 10a Rz 53.
[1097] Siehe etwa *van Husen*, WK GmbHG § 10a Rz 65; *Winkler/Winkler* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer* (Hrsg), GmbHG (2017) § 10a GmbHG Rz 7.

Haftung ist nicht von einem Verschulden des Gesellschafters abhängig.[1098] Bei Überbewertung der Sacheinlagen ist jedoch auch eine Haftung der Geschäftsführung möglich (ausdrücklich normiert in § 10 Abs 4 GmbHG für einen Schaden, der durch iZm der Gründung gemachte falsche Angaben verursacht wurde).[1099] Die Einholung eines Sachverständigengutachtens für die Bewertung der Sacheinlagen kann daher wesentlich sein.[1100] Da es auch bei De-SPACs, wenn es sich dabei um Verschmelzungen handelt, zur Ausgabe von neuen Anteilen und einer Kapitalerhöhung kommen kann (was va daran liegen kann, dass das durch die SPAC eingesammelte Kapital nicht ausreicht um die Transaktion zu finanzieren (siehe zu diesem Problem weiter unten Kapitel 4.5.1.10)), soll nachfolgend kurz und überblicksartig der aktuelle Meinungsstand in der Lit und der Rsp zu einer möglichen Anwendung der Differenzhaftung bei Verschmelzungen dargestellt werden.

In einer aktuelleren Entscheidung hatte sich der BGH mit einer „Sanierungsfusion" zwischen Schwesterngesellschaften zu befassen und dabei ausgesprochen, dass eine verschuldensunabhängige Differenzhaftung der Gesellschafter nur im Fall einer Kapitaldeckungszusage der Gesellschafter in Frage komme.[1101] Interessant ist dies deshalb, weil in der österreichischen Lehre einige Stimmen eine Differenzhaftung der Gesellschafter bei Überbewertung des übertragenen Vermögens bei Verschmelzungen auch bei Fehlen einer Kapitaldeckungszusage bejahen möchten. Dies wird zT mit dem Schutzzweck derselben, nämlich dem Schutz der Gläubiger und dem Verbot der unter-pari Emission[1102] begründet.[1103] Nach dem OGH sind bei Kapitalerhöhungen, die aus Gesellschaftsmitteln finanziert werden, aufgrund fehlender Übernahmeerklärung auch keine Differenzhaftungsansprüche angebracht.[1104] Da eine solche Übernahmeerklärung von einzelnen Gesellschaftern und eine damit verbundene Werthaltigkeitszusage auch bei Verschmelzungen fehlt, wird von anderen Stimmen in der Lit daraus abgeleitet, dass bei Verschmelzungen keine Differenzhaftung von Gesellschaftern der übernehmenden Gesellschaft vorkommen kann.[1105]

Der BGH hatte schon in einer früheren als der oben genannten Entscheidung hinsichtlich AGs ausgesprochen, dass die Aktionäre einer im Zuge einer Verschmelzung untergehenden

---

[1098] Vgl etwa *Winkler/Winkler*, § 10a GmbHG Rz 7; *van Husen* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 10a Rz 34; *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG[3] § 10a Rz 6.

[1099] *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler* (Hrsg), GmbH-Gesetz[3] (2007) § 10 Rz 28; *van Husen* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 10a Rz 66.

[1100] Auf ein solches soll sich die Geschäftsführung nach *Koppensteiner/Rüffler* in *Koppensteiner/Rüffler*, § 10 Rz 28 dann auch verlassen dürfen. Nach *van Husen* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 10 Rz 462 (Stand 1.9.2021, rdb.at) solle dies aber allenfalls gelten können, wenn eine entsprechende Unabhängigkeit des Gutachters gegeben sei.

[1101] Siehe etwa BGH 6.11.2018, II ZR 199/17, BB 2019, 206; *Wimmer*, GesRZ 2019, 143 (144f).

[1102] Dieses gilt sowohl bei GmbHs als auch bei AGs. Siehe etwa *Kalss* in *Kalss* (Hrsg), Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 101 GmbHG Rz 14 (Stand 1.7.2021, rdb.at).

[1103] *Wimmer*, GesRZ 2019, 143 (144) verweist ua auf *Koppensteiner*, wbl 2014, 678; *ders* Überbewertung von Vermögen bei der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, wbl 2015, 1 (4 f).

[1104] *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 223 AktG Rz 20 verweist auf OGH 13.10.2010, 3 Ob 86/10h.

[1105] *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 223 AktG Rz 20 verweist ua auf *Drobnik/Mayer*, Differenzhaftung bei Verschmelzung und nomineller Kapitalerhöhung, RdW 2019, 445, 445; *Warto* in *Harrer/Rüffler/Schima* (Hrsg), Festschrift für Hans-Georg Koppensteiner zum 80. Geburtstag (2016) 367.

Gesellschaft nicht haften, wenn das übertragene Vermögen (wie sich nach Eintragung herausstellt) nicht werthaltig war und daher der bei der übernehmenden Gesellschaft durchgeführten Kapitalerhöhung kein Vermögen gegenüberstand.[1106] Dies dürfte auch der in Österreich überwiegenden Meinung entsprechen, die zwar eine mögliche Differenzhaftung bei der Gründung der Gesellschaft und bei der Kapitalerhöhung bejaht, jedoch bei der Verschmelzung ablehnt[1107] (wobei auch eine Ungleichbehandlung zwischen GmbHs und AGs argumentiert wird, wonach eine Differenzhaftung bei Verschmelzungen für GmbHs, abgeleitet aus §§ 10a und 52 Abs 6 GmbHG bejaht, jedoch für AGs verneint wird).[1108] Dies scheint in Einklang mit der Jud zu stehen.[1109] Begründet kann eine solche Ablehnung der Differenzhaftung – im Ergebnis nachvollziehbar – damit werden, dass, wenn es iZm der Verschmelzung zu einer Kapitalerhöhung der übernehmenden Gesellschaft kommt, das Vermögen von der übertragenden Gesellschaft und nicht von den Gesellschaftern stammt. Letztere sind nicht Parteien des Verschmelzungsvertrags. In Bezug auf die Sacheinlage wird von den Gesellschaftern (der übertragenden Gesellschaft) keine persönliche Leistungspflicht übernommen. Auch können die Gesellschafter meist die Werthaltigkeit des im Zuge der Verschmelzung übertragenen Vermögens nicht mit Sicherheit überprüfen.[1110] Unabhängig davon ob Gesellschafter für oder gegen eine Verschmelzung gestimmt haben, erscheint es daher überzeugender, Gesellschafter nicht auf den Unterschiedsbetrag des Werts der Sacheinlage und der übernommenen Stammeinlage haften zu lassen. In der Begründung ist mE der Jud und jenen Lit-Meinungen zu folgen und erscheint auch eine differenzierte Behandlung von GmbHs und AGs (der BGH-Jud entsprechend) wohl nicht angebracht. Dies va, da die Differenzhaftung ja bereits in Bezug auf Gründung von Gesellschaften bei der AG analog aus dem GmbH-Recht hergeleitet wird. Eine Deckungszusage in Höhe der übernommenen Stammeinlage, wie bei der Gründung einer Gesellschaft (§ 10a GmbHG), geben die Gesellschafter bei der Verschmelzung nicht ab und diese trifft selbst auch keine persönliche Leistungspflicht.

Damit ist der Sachverhalt bei Verschmelzungen wohl unterschiedlich gelagert und eine Differenzhaftung im Falle von Verschmelzungen abzulehnen. Eine solche Differenzhaftung käme daher bei nach österreichischem Recht gegründeten SPACs nicht in Frage.

4.5.1.10 Haftung iZm Einlagenrückgewähr

Neben dem bereits in den vorigen Kapiteln Gesagten zur Haftung und Ersatzpflicht der Vorstandsmitglieder und dem allg Sorgfaltsmaßstab ist noch kurz auf die Folgen des im

[1106] Siehe etwa mit einer kritischen Würdigung *Koppensteiner*, wbl 2014, 678 (678).
[1107] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Caramanica* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 223 Rz 13 (Stand 1.7.2021, rdb.at).
[1108] Vgl etwa *Koppensteiner*, wbl 2014, 678 (679).
[1109] BGH 06.11.2018, II ZR 199/17 = BGHZ 220, 179 = NJW 2019, 589 = ZIP 2019, 114 = MDR 2019, 171 = DNotZ 2019, 224 = NZI 2019, 289 = WM 2019, 115 = BB 2019, 206 = DB 2019, 120 = NZG 2019, 187; OGH 13.10.2010, 3 Ob 86/10h.
[1110] Vgl BGH II ZR 199/17 BB 2019, 206 (206); *Eckert/Schopper/Caramanica* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 223 Rz 13.

Rahmen der typischen SPAC-Transaktion potentiell sehr relevanten Tatbestands der Einlagenrückgewähr einzugehen.

In der Lit wird diskutiert, inwiefern bei Verletzung des Einlagenrückgewährverbots eine Heilung des in Frage stehenden Rechtsgeschäfts möglich ist. Dabei unterscheidet sich die Heilung insofern von Ausgleichsmaßnahmen, als erstere einen bereits erfolgten Verstoß *ex post* sanieren will.[1111]

Nach einigen in der Lit ist eine Heilung prinzipiell möglich, da § 82 GmbHG bzw § 52 AktG die Gläubiger schützen will und in erster Linie auf die Wiederherstellung der Vermögenslage bei der Gesellschaft wie vor Vornahme der gegen das Einlagenrückgewährverbot verstoßenden Leistung gerichtet sei.[1112] Sofern ein anfechtbarer oder nichtiger Gewinnverwendungsbeschluss etwa nachträglich durch erneute, regelkonforme Beschlussfassung oder Heilung von Nichtigkeit nach §§ 200, 202 AktG, geheilt werde, könne nach dieser Ansicht auch eine zeitlich vorgelagert (auf Grundlage des anfechtbaren oder nichtigen Beschlusses) erfolgte und ursprünglich unzulässige Gewinnausschüttung nachträglich zulässig werden.[1113] Die Sanierung der ursprünglich unzulässigen Leistung solle auch durch nachträgliche Leistung eines Gesellschafterzuschusses möglich sein. Es soll auch zulässig sein, ein ursprünglich zu unangemessenen Bedingungen abgeschlossenes Geschäft, erneut zwischen Gesellschaft und Vertragspartner zu angemessenen Bedingungen abzuschließen. In einem solchen Fall könne von einer Rückabwicklung abgesehen werden, da sämtliche bei der Gesellschaft aufgetretenen Nachteile ausgeglichen werden würden und damit der Nichtigkeitsgrund entfalle. Dieser Nachteilsausgleich müsse aber auch ein angemessenes Nutzungsentgelt, Zinsen und Ersatz aller sonstigen Nachteile umfassen. Auch das in § 83 Abs 4 GmbHG normierte Verbot des Verzichts auf einen Rückersatzanspruch[1114] stehe einer solchen Vereinbarung zur Sanierung eines Geschäfts, mit dem gegen das Einlagenrückgewährverbot verstoßen wurde, nicht entgegen.[1115] Str ist schließlich auch noch, ob nur eine Vereinbarung zwischen mehreren Vertragspartnern zu so einer Heilung führen kann oder ob die Gesellschaft auch einseitig eine solche Heilung herbeiführen und – allenfalls einseitig – durchsetzen kann (mit nun angemessenen Bedingungen). Nach einigen in der Lit sei dies auch zu bejahen, wenn ein Interesse der Gesellschaft an einer Heilung des Geschäfts besteht.[1116]

[1111] *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 168.

[1112] Vgl etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 168; *Schopper*, Heilung von Verstößen gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr, ecolex 2019, 736 (737ff).

[1113] Vgl etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 168; krit aber auch *Schopper*, ecolex 2019, 736 (744). Siehe auch etwa *Diregger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 202 Rz 35ff (Stand 1.6.2021, rdb.at).

[1114] Wobei dieses Verbot gegenüber Dritten nicht gelten soll, siehe etwa *Köppl* in *U.Torggler*, GmbHG § 83 Rz 18; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 83 GmbHG Rz 19.

[1115] *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 168; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 83 GmbHG Rz 19; vgl auch etwa *Schopper*, ecolex 2019, 736 (740).

[1116] *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 168 verweist zu letzterer Frage auf *Karollus* in *Leitner*, Handbuch verdeckte Gewinnausschüttung[2], 1 (77); *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 121 f; aA *Koppensteiner* in *Hainz/Krejci* (Hrsg), Festschrift für Johannes Reich-Rohrwig zum 60. Geburtstag (2014) 117 (127 ff).

In einer aktuellen Entscheidung des OLG Innsbruck aus 2023 findet sich, unter Verweis auf Rsp des OGH, die Aussage, dass eine nachträgliche Heilung verbotener Einlagenrückgewähr zwar möglich sei, aber das an sich nichtige Geschäft nicht schon etwa mit nachträglichem Wegfall des Nichtigkeitsgrunds heile. Für eine solche Heilung müssten vielmehr sämtliche mit dem Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr verbundenen negativen Rechtsfolgen wegfallen. Eine Heilung sei etwa durch nachträgliche Widmung eines Anspruchs auf Gewinnausschüttung auf den konkreten ursprünglich unzulässigen Vermögenstransfer oder durch Aufrechnung durch die Gesellschaft (bei unbestrittener, fälliger und vollwertiger Gesellschafterforderung), aber auch durch Leistung eines Gesellschafterzuschusses oder nachträglicher entsprechender Anpassung der unangemessenen Bedingungen des Rechtsgeschäfts und gleichzeitiger Beseitigung aller nachteiligen Folgen für die Gesellschaft grundsätzlich möglich.[1117] Auch in den OGH-Entscheidungen OGH 18.02.2021, 6 Ob 207/20i und OGH 28.03.2018, 6 Ob 128/17t war bereits zuvor klargestellt worden, dass eine Heilung durch Aufrechnung möglich sein kann (wobei in ersterer Entscheidung auch ausgesprochen wurde, dass dies nicht gelten kann, wenn eine Forderung auf ausschüttungsfähigen Bilanzgewinn aufgrund der absoluten Nichtigkeit des Geschäfts niemals wirksam entstanden ist).[1118] Insgesamt ist damit nach der Rsp in gewissen Fällen eine Heilung möglich.

In der Lit wird die Meinung vertreten, dass die Ausgleichsmaßnahmen, welche bei Umgründungsfällen mit kapitalentsperrendem Effekt als allg zulässig zur Vermeidung eines Verstoßes gegen das Einlagenrückgewährverbot gesehen werden,[1119] auch bei (anderen) Rechtsgeschäften möglich sein sollen. Dies wird damit begründet, dass es einen Wertungswiderspruch darstellen würde, wenn solche begleitenden Gläubigerschutzmaßnahmen nur bei Umgründungen und nicht allgemein möglich sein sollen, weil der Zweck immer der Gläubigerschutz.[1120] Eine Ausgleichsmaßnahme muss dabei wohl nicht sofort erfolgen, es wird aber ein mehr oder weniger enger zeitlicher Zusammenhang gegeben sein müssen.[1121] Dies würde für SPACs bedeuten, dass die für den Ausgleich eines kapitalentsperrenden Effekts zulässig sind, auch generell für die Vermeidung von Verstößen gegen das Einlagenrückgewährverbot zulässig sein könnten.[1122]

Adressaten des Verbots der Einlagenrückgewähr sind nicht nur aktuelle, sondern auch ehemalige und zukünftige Gesellschafter, sofern die Leistung aufgrund der ehemaligen bzw

[1117] OLG Innsbruck 3 R 26/23g, wbl 2023/184; so iW auch *Obradović*, Verbot der Einlagenrückgewähr: Vermögensschutz vs Liquiditätsschutz und Gläubigerschutzmaßnahmen, GesRZ 2024, 150.
[1118] Vgl etwa OGH 18.2.2021, 6 Ob 207/20i, GES 2021, 90; OGH 6 Ob 207/20i, RWZ 2021, 186 (187); siehe auch etwa *Schopper*, ecolex 2019, 736 (741).
[1119] Siehe im Detail noch unten Kapitel 4.5.2.2.
[1120] *Obradović*, GesRZ 2024, 150.
[1121] Vgl etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 101; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka* (Hrsg), AktG Taschenkommentar (2019) § 52 AktG Rz 56; *Aburumieh/Foglar-Deinhardstein*, Internationale Umstrukturierungen Einlagenrückgewähr, Firmenbuchverfahren, Kapitalentsperrung, GesRZ 2010, 328.
[1122] Vgl etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 82 GmbHG Rz 101. Siehe dazu auch noch näher unter Kapitel 4.5.2.

zukünftigen Gesellschafterposition geleistet wird.[1123] Relevant ist dies va in den noch zu erörternden Situationen von Darlehensgewährungen oder Sicherheitenbestellungen iZm Anteilserwerben.[1124] Dritte sind keine primären Adressaten des Verbots der Einlagenrückgewähr. Jedoch sind schon Konstellationen denkbar, bei denen Dritte an einer Transaktion beteiligt sind, die gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr verstößt. Denkbar sind zum einen schon Fälle der Kollusion oder Mitwirkung in grober Fahrlässigkeit, bei denen der gesellschaftsfremde Dritte solidarisch mit den Geschäftsleitern für einen entstandenen Schaden haftet.[1125]

Ein Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr kann auch vorliegen, wenn ein gesellschaftsfremder Dritter auf Rechnung/im Namen der Gesellschaft einen Vermögenstransfer zugunsten eines Gesellschafters tätigt, oder wenn etwa die Gesellschaft eine Leistung an einen solchen gesellschaftsfremden Dritten erbringt, die jedoch wirtschaftlich einem ihrer Gesellschafter zukommen soll, oder wenn zB Verbindlichkeiten eines Gesellschafters einem gesellschaftsfremden Dritten gegenüber durch die Gesellschaft beglichen werden.[1126] Bei beteiligungsmäßiger Verflechtung von Unternehmen, wie im Konzern (zB Schwestergesellschaften) sind auch Fälle denkbar, in denen ein Gesellschafter einen Vermögenstransfer veranlasst oder ein solcher Vermögenstransfer ihn zumindest mittelbar (wirtschaftlich) begünstigt. Solche Umgehungen des § 82 GmbHG (§ 52 AktG) durch „Zwischenschaltung" einer anderen Gesellschaft, sind ebenfalls unzulässig.[1127] Gerade am Erfordernis der Veranlassung wird es regelmäßig nicht mangeln, insb bei einem Mehrheits- oder Alleingesellschafter. Erfasst sollen jedenfalls Gesellschaften mit zumindest mittelbar gleicher Gesellschafterstruktur sein, möglicherweise auch – zumindest im Ausmaß der Beteiligung des jew Gesellschafters an der die Leistung empfangende Gesellschaft – jegliche Leistung an eine Gesellschaft an der derselbe Gesellschafter mittelbar oder unmittelbar beteiligt ist. [1128] Immer wird die konkrete Leistung jedoch entweder zu einem wirtschaftlichen Vorteil des (mittelbaren/unmittelbaren) jew Gesellschafters führen müssen oder auf dessen Veranlassung erfolgt sein.[1129] Für SPACs kann dies dann relevant sein, wenn ein De-SPAC eine konzerninterne Verschmelzung darstellt. Ein Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr würde dann vorliegen, wenn die SPAC und die Zielgesellschaft Schwesterngesellschaftern sind, und die Verschmelzung (De-SPAC) auf Veranlassung oder zum wirtschaftlichen Vorteil des gemeinsamen Gesellschafters erfolgt. Dabei sind nach einigen

---

[1123] *J. Reich-Rohrwig* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 25 Rz 371 verweist auf OGH 6 Ob 18/20w ecolex 2020, 617 (617); OGH 6 Ob 29/11z ecolex 2012, 989 (989).

[1124] Dazu näher unten im Kapitel 4.4.

[1125] *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 82 GmbHG Rz 73, 76.

[1126] Vgl *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 82 GmbHG Rz 69.

[1127] *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 82 GmbHG Rz 71 mit Verweis ua auf *Köppl* in *U. Torggler*, GmbHG § 82 Rz 16; vgl OGH 20.01.2000, 6 Ob 288/99t; 22.10.2003, 3 Ob 287/02f; 05.08.2009, 9 Ob 25/08d (9 Ob 26/08a); 29.09.2010, 7 Ob 35/10p; 14.09.2011, 6 Ob 29/11z; 16.11.2012, 6 Ob 153/12m.

[1128] *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 82 GmbHG Rz 71.

[1129] Vgl etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 82 GmbHG Rz 71; *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG^3 § 52 Rz 47ff; *Artmann* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG I^6 § 52 Rz 31 (Stand 1.5.2018, rdb.at); vgl aber auch *Eckert/Schopper/Madari* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON$^{1.00}$ § 52 Rz 11 (Stand 1.7.2021, rdb.at).

in der Lit nicht nur solche Gesellschaften mit (mittel- oder unmittelbar) identischen Aktionären erfasst, sondern kann auch eine Beteiligung an den Schwesterngesellschaften, die nicht in identem Maß ausgestaltet ist, ausreichend sein. Dann liegt jedoch die Einlagenrückgewähr lediglich im Ausmaß der Beteiligungsquote des gemeinsamen Gesellschafters an beiden Gesellschaften vor.[1130] Ein Vorteil für die gemeinsame Gesellschafterin wird dabei nach einigen in der Lit widerleglich vermutet.[1131] Eine solche konzerninterne Verschmelzung von Schwesterngesellschaften stellt nach den bisher zu beobachtenden De-SPAC Transaktionen eindeutig nicht den Regelfall dar. Denkmöglich scheinen solche Konstellationen aber allemal.

Zu den Haftungsfolgen bei einem Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr normiert § 83 Abs 1 GmbHG zunächst eine Pflicht der Gesellschafter, die eine unzulässige Leistung empfangen haben, zum Rückersatz der Gesellschaft gegenüber. Der Anwendungsbereich geht dabei über Geschäfte, mit denen gegen das Einlagenrückgewährverbot verstoßen wurde, hinaus. Erfasst sind Vermögenstransfers, die entweder entgegen zwingendem Gesetzesrecht, oder einer privatautonomen Vereinbarung der Gesellschafter erfolgen.[1132] Es handelt sich um einen Ersatzanspruch der Gesellschaft gegen den Gesellschafter in dessen Vermögenssphäre die unzulässige Leistung geflossen ist (bzw zumindest dessen Gesamtrechtsnachfolger).[1133] In Fällen, in denen Gesellschafter kein Verschulden trifft, können diesen Regressansprüche gegen die Geschäftsleiter der Gesellschaft zustehen. Sonst geht die hM von einer zwischen diesen aufzuteilenden (§§ 1301 ff ABGB) Solidarhaftung zwischen Gesellschaftern und Geschäftsleitern aus.[1134] Auch wenn ein Anspruch gegen gesellschaftsfremde Dritte nur bei Kollusion und grober Fahrlässigkeit in Frage kommt, können doch Ansprüche gegen den jew Gesellschafter aufgrund Verstoßes gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr bestehen.[1135]

Der Rückersatzanspruch des § 83 Abs 1 GmbHG richtet sich in erster Linie auf Naturalrestitution, wenn dies nicht möglich ist auf Wertersatz, wobei der tatsächliche Wertverlust des Vermögens der Gesellschaft relevant ist. Bei offener Einlagenrückgewähr soll

---

[1130] Vgl etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 52 AktG Rz 32; *Auer* in *Gruber/Harrer* (Hrsg), GmbHG[2] (2018) § 82 Rz 31; *Milchrahm* in *Straube/Ratka/Rauter* (Hrsg), WK GmbHG § 115 Rz 181 (Stand 1.12.2017, rdb.at). Nach einigen in der Lit ist jedoch idZ eine höhere Beteiligungsquote des gemeinsamen Gesellschafters an der leistenden Gesellschaft als an der empfangenden Gesellschaft erforderlich. So etwa *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG[3] § 82 Rz 18; *Köppl* in *U. Torggler*, GmbHG § 82 Rz 16; vgl *Eckert/Schopper/Madari* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 52 Rz 11; aA etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 52 AktG Rz 32.

[1131] *Eckert/Schopper/Madari* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 52 Rz 11; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 52 AktG Rz 32 mit Verweis ua auf *Bauer/Zehetne*r in *Straube/Ratka/Rauter*, GmbHG § 82 Rz 85; *Hörlsberger* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, GmbHG[2] (2024) § 115 GmbHG Rz 21; jedoch aA *Köppl* in *U. Torggler*, GmbHG § 82 Rz 16; *Haberer* in *Haberer/Krejci*, Konzernrecht Rz 11.149.

[1132] *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 83 GmbHG Rz 7.

[1133] *Artmann* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG I[6] § 56 Rz 8 (Stand 1.5.2018, rdb.at); *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 83 GmbHG Rz 9.

[1134] *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 83 GmbHG Rz 9 verweist auf *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG[3] § 83 Rz 6; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 83 Rz 68; aA *Auer* in *Gruber/Harrer* (Hrsg), GmbHG[2] (2018) § 83 Rz 21.

[1135] *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 73.

die empfangene Leistung zurückgestellt werden (hM).[1136] Bei verdeckten Verstößen ist der Umfang der Nichtigkeit für das Ausmaß des Rückersatzanspruchs entscheidend (dh bei Gesamtnichtigkeit Rückabwicklung der Leistung zur Gänze, bei Teilnichtigkeit Ausgleich im Ausmaß der mangelnden Angemessenheit).[1137] Dabei wird auch vertreten, dass auf den Rückersatz die grundsätzlich geltenden Kapitalaufbringungs- und Sacheinlagevorschriften nicht anzuwenden sind. Dh der Rückersatzanspruch muss nach dieser Meinung nicht durch eine Leistung an die Gesellschaft in einer Form, dass die Erhaltene Leistung danach in der freien Verfügung der Geschäftsleiter stünde, erfüllt werden.[1138] Der Rückersatzanspruch nach § 83 Abs 1 GmbHG ist grundsätzlich verschuldensunabhängig.[1139] Im AktG findet sich eine dem § 83 Abs 1 GmbHG entsprechende Bestimmung in § 56 Abs 1 AktG. Wesentlicher Unterschied ist, dass im Gegensatz zu letzterer Bestimmung, das GmbHG keine Außenhaftung des Gesellschafters (gegenüber Gesellschaftsgläubigern) vorsieht. Sehr wohl kann jedoch eine Außenhaftung Gläubigern gegenüber bei sittenwidriger oder strafrechtswidriger Schädigung vorliegen. Auch gegenüber seinen Mitgesellschaftern haftet der die schädigende Leistung empfangende Gesellschafter nicht (sondern nur der Gesellschaft gegenüber).[1140] § 82 Abs 2 GmbHG bestimmt eine Ausfallshaftung der Mitgesellschafter eines solchen die Leistung empfangenden Gesellschafters, wenn im Zuge der Leistung, welche eine verbotene Einlagenrückgewähr darstellt, das Stammkapital der Gesellschaft verringert wurde und kein Ersatz vom primär ersatzpflichtigen Gesellschafter erlangt werden kann. Diese Haftung ist verschuldensunabhängig und besteht im Ausmaß der Minderung des Stammkapitals. Sie trifft die Mitgesellschafter entsprechend ihrer Beteiligungsquoten an der Gesellschaft.[1141]

Die Geschäftsführer einer GmbH haften über § 83 Abs 2 iVm § 25 Abs 1, Abs 3 Z 1 GmbHG bei verschuldeten Verstößen (im Gegensatz zur verschuldensunabhängigen Haftung der Gesellschafter[1142]) gegen das Einlagenrückgewährverbot. Es gilt dabei der allg Sorgfaltsstandard des § 25 GmbHG.[1143] Eine Haftung kann auch bestehen, wenn kein Rückersatzanspruch der Gesellschaft gegen einen gutgläubigen Empfänger einer Leistung (Gesellschafter) besteht. Auch die mangelnde Geltendmachung eines bestehenden

[1136] Vgl etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 83 Rz 30; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 83 GmbHG Rz 12; *Köppl* in *U. Torggler*, GmbHG § 83 Rz 12.
[1137] *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 56 Rz 14; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 83 GmbHG Rz 12 verweist auf *Karollus* in *Leitner*, Handbuch verdeckte Gewinnausschüttung[2], 1 (80); *Auer* in *Gruber/Harrer*, GmbHG § 83 Rz 17; *Zoidl*, Die Rückerstattungsansprüche bei verbotener Einlagenrückgewähr, GesRZ 2014, 87 (88); aA *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG[3] § 83 Rz 8.
[1138] *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 83 GmbHG Rz 12.
[1139] *Eckert/Schopper/Madari* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 56 Rz 17 (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 56 Rz 16; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 83 GmbHG Rz 15f.
[1140] *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 83 GmbHG Rz 25.
[1141] Vgl etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 83 GmbHG Rz 26; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 83 Rz 60ff; *Köppl* in *U. Torggler*, GmbHG § 83 Rz 19; *Huemer*, Scheingeschäfte im Gesellschaftsrecht, GRAU 2021, 100 (104).
[1142] Vgl etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 83 Rz 58; *Köppl* in *U. Torggler*, GmbHG § 83 Rz 8.
[1143] Vgl etwa *Köppl* in *U. Torggler*, GmbHG § 83 Rz 8.

Rückersatzanspruchs kann die Haftung eines Geschäftsführers begründen.[1144] Die Haftung der Geschäftsführer kann auch durch die mangelnde Geltendmachung der Rückgewähransprüche der GmbH aufgrund der verbotenen Leistung begründet werden.[1145] Die Geschäftsführer haften solidarisch untereinander und zusammen mit den Gesellschaftern der Gesellschaft.[1146] Für die Geltendmachung der Rückforderungsansprüche der Gesellschaft gegen die Geschäftsführer bedarf es eines Beschlusses der Gesellschafter gem § 35 Abs 1 Z 6 GmbHG. Die Gesellschafter gegen die sich der Rückforderungsanspruch dabei (primär) richtet unterliegen einem Stimmverbot bei einer solchen Beschlussfassung.[1147] Da das Verbot der Einlagenrückgewähr nach einigen in der Lit kein Schutzgesetz zugunsten Dritter ist,[1148] haften die Organmitglieder einer Gesellschaft grundsätzlich nicht den Gläubigern der Gesellschaft gegenüber. Bei sittenwidriger oder strafrechtlicher Schädigung von Gläubigern, kann jedoch eine Außenhaftung bei Vorliegen der Voraussetzungen bestehen.[1149] Keine Haftung (weil kein Schaden) besteht, wenn die Nichtigkeit eines Geschäfts einem außenstehenden Dritten gegenüber aufgrund von Kollusion oder grober Fahrlässigkeit entgegengehalten werden kann. Wenn in Anspruch genommene Gesellschafter Regressansprüche gegen die Geschäftsführer haben, besteht die Möglichkeit der Entlastung der Geschäftsführer in Bezug auf solche Regressansprüche durch Gesellschafterbeschluss.[1150]

Zwischen dem Rückforderungsanspruch des § 83 GmbHG und Bereicherungs-, Vindikations- und deliktischen Ansprüchen besteht nach der Rsp und der wohl hM in der Lit Anspruchsgrundlagenkonkurrenz, sie können nebeneinander bestehen.[1151] Nach einigen in der Lit ist jedoch der Rückforderungsanspruch des § 83 GmbHG als *lex specialis* im Vergleich zu Kondiktions- und Vindikationsansprüchen zu qualifizieren.[1152] Fraglich ist dabei etwa, ob trotz

---

[1144] Vgl etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 83 Rz 43; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 83 GmbHG Rz 32.

[1145] *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 83 GmbHG Rz 32; *Ch. Nowotny* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, GesR, Rz 4/432.

[1146] Vgl etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 83 Rz 58; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 83 GmbHG Rz 32.

[1147] Vgl etwa *Bauer/Zehetner*, WK GmbHG § 83 Rz 51; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 83 GmbHG Rz 32.

[1148] Aber str, vgl *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG FN 30; *Bauer/Zehetner*, WK GmbHG § 83 Rz 24; *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG[3] § 83 Rz 4; *Köppl* in *U. Torggler*, GmbHG § 82 Rz 6.

[1149] Vgl etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 83 GmbHG Rz 34; *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG[3] § 83 Rz 4; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 83.

[1150] Vgl etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 83 Rz 24; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 83 GmbHG Rz 35.

[1151] RIS-Justiz RS0128167; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 83 Rz 36; *Köppl* in *U. Torggler*, GmbHG § 83; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 83 GmbHG Rz 37.

[1152] So etwa *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG[3] § 83 Rz 9; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 83 Rz 34; *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG[3] § 83 Rz 9; *Artmann* in *Jabornegg/Strasser* (Hrsg), AktG[5] (2011) § 52 Rz 73; *Napokoj*, Rückzahlungsansprüche der Aktiengesellschaft gegen Aktionäre aus dem Verbot der Einlagenrückgewähr, GES 2007, 70 (71 f); *Koppensteiner*, Zur Bedeutung der Verjährung nach § 83 Abs 5 GmbHG, § 56 Abs 4 AktG, GesRZ 2008, 75; siehe auch *Koppensteiner/Rüffler*, Die Bestellung von Sicherheiten durch eine Kapitalgesellschaft für Verbindlichkeiten ihrer Gesellschafter GesRZ 1999, 86 (89).

der Nichtigkeitssanktion eines gegen die Einlagenrückgewähr verstoßenden Geschäfts ein Bereicherungsanspruch eines echten Dritten folgen kann. Dabei wird von einigen auf den Verbotszweck abgestellt und soll etwa kein Bereicherungsanspruch eines Kreditgebers auf Rückzahlung der Kreditsumme bei einem wegen Verstoß gegen das Einlagenrückgewährverbot verstoßenden Kreditvertrag zustehen. Ein Bereicherungsanspruch könne jedoch bei einer tatsächlich bei der Gesellschaft verbliebenen Vermögensbereicherung bestehen.[1153] Schließlich ist noch darauf hinzuweisen, dass der Rückforderungsanspruch des § 83 GmbHG eine verschuldensunabhängige Ersatzpflicht des Gesellschafters zur Folge hat.[1154] Im Gegensatz dazu ist eine schuldhafte Verursachung eine der Voraussetzungen eines (allg) Schadenersatzanspruchs. Außerdem können strafrechtliche Tatbestände, wie insb Untreue nach § 153 StGB, erfüllt sein.[1155]

Bei der aktienrechtlichen Bestimmung des § 52 AktG gibt es keine subsidiäre Haftung der Mitaktionäre des die verbotswidrige Leistung empfangenden Aktionärs.[1156] Außerdem unterscheidet diese sich grundlegend von der des GmbHG als hier eine ausdrückliche Ersatzpflicht gegenüber den Gläubigern der AG angeordnet ist. Aktiv legitimiert sind alle Gläubiger der Gesellschaft. Nicht relevant ist dabei, wann sie diese Gläubigerstellung erlangt haben.[1157] Auch wenn in § 52 AktG bzw § 56 AktG keine ausdrückliche Ersatzpflicht gegenüber der AG normiert ist, wird eine solche vom Gesetzgeber wohl vorausgesetzt und von der hM jedenfalls in Analogie zum GmbH-Recht, sowie aus einem Umkehrschluss des § 56 Abs 3 AktG, welche eine Rückforderung von gutgläubig bezogenen Dividenden der Gesellschaft ausdrücklich ausschließt, angenommen.[1158]

Für die SPAC-Vorstandsmitglieder kann ein Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr daher zu unterschiedlichen Haftungsfolgen führen, die jew unterschiedliche Voraussetzungen haben, aber nebeneinander bestehen können.

Bei der SPAC wird ein Verstoß gegen das Einlagenrückgewährverbot va iZm dem De-SPAC in Frage kommen (siehe dazu sogleich).

[1153] *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 83 GmbHG Rz 42.
[1154] Siehe schon oben.
[1155] *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 83 GmbHG Rz 44; vgl auch etwa *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 52 FN 1088.
[1156] *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 56 Rz 11; *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*[2] § 56 Rz 20; *Jaufer*, Das Unternehmen in der Krise[4] (2022) 306.
[1157] *Eckert/Schopper/Madari* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 56 Rz 13; vgl auch etwa *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 52 Rz 2 zum Schutzzweck.
[1158] Vgl etwa *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 52 Rz 72; *Lanschützer/Neuner* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka* (Hrsg), AktG Taschenkommentar (2019) § 56 AktG Rz 5.

4.5.2 Problemstellungen iZm Anteilserwerb (De-SPAC)

4.5.2.1 Fremdfinanzierung bei Erwerb der Zielgesellschaft

4.5.2.1.1 Problem

Die Form der Finanzierung einer Gesellschaft ist eine der wesentlichen Fragen, mit denen sich Gesellschafter und Geschäftsführung zu befassen haben. Im Lebenszyklus einer jeden Gesellschaft wird sich in unterschiedlichen Phasen die Frage nach der Art der Deckung von (zusätzlichem) Finanzierungsbedarf stellen. Dies gilt auch für die Finanzierung von Unternehmenserwerben oder Umgründungen. Neben Eigen- und Fremdkapital kommen dabei auch hybride Finanzierungsformen, zB Genussrechte, Mezzaninkapital oder stille Gesellschaften in Frage. Weiters ist auch eine Begebung von Fremdkapital, das aufgrund der vertraglichen Ausgestaltung später in Eigenkapital umgewandelt werden kann (oder muss), möglich (siehe zu Wandelanleihen ausführlich in Kapitel 4.3.2).[1159] Praktisch häufig ist die Finanzierung durch Gesellschafterzuschüsse.[1160] Innerhalb von Konzernen gibt es verschiedene spezifische Finanzierungsvarianten (wie zB Cash-Pooling[1161]), wobei hier jedoch besonders auf das Verbot der Einlagenrückgewähr zu achten ist.[1162]

Wie bereits dargestellt, ist einziger Unternehmenszweck der SPAC die Identifizierung einer und Verschmelzung mit einer geeigneten Zielgesellschaft. Für die Durchführung der Transaktion und Finanzierung derselben nimmt die SPAC zunächst Eigenkapital von den Aktionären ein. Oftmals sind diese Eigenkapitalmittel aber nicht ausreichend für die Finanzierung des Erwerbs der (Beteiligung an der) Zielgesellschaft. Außerdem kommen bei der SPAC auch „hybride" Finanzierungsinstrumente, wie diverse (Wandel-)Schuldverschreibungen (va auch bei der Aufnahme zusätzlicher finanzieller Mittel für die Finanzierung des De-SPACs von PIPE-Investoren[1163]), praktisch vor.[1164] Dabei sind fremdfinanzierte Akquisitionen in der Praxis nicht nur häufig, sondern machen Fremdmittel teils auch verhältnismäßig hohe Anteile der Finanzierung insgesamt aus, typischerweise insb bei sog Leveraged- oder Management Buyouts.[1165] Der Einsatz von sog Akquisitionsvehikeln, also reinen Zweckgesellschaften, die für den Erwerb einer Zielgesellschaft gegründet werden, ist häufig zu beobachten.[1166] Der Einsatz von Akquisitionsvehikeln kann unterschiedliche Gründe haben, die einen solchen im Gegensatz zum Erwerb durch die „dahinterstehende"

[1159] *Artmann*, Unternehmensfinanzierung – gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen, in *Artmann/Rüffler/Torggler* (Hrsg), GVÖ Band 10: Unternehmensfinanzierung, 17; vgl *Steinhart*, Kapitalerhaltung und fremdfinanzierte Unternehmensübernahmen (2009); *Krenn* in *Kwas/Krenn* (Hrsg), Einstieg für Unternehmensgründer & Unternehmensentwickler (2018) Finanzierung, 194ff für eine Übersicht inkl Vor- und Nachteilen.

[1160] *Artmann*, in *Artmann/Rüffler/Torggler* (Hrsg), 24.

[1161] Siehe für eine gute Kurzdarstellung *Kreuzer*, Cash-Pooling, CFOaktuell 2020, 239.

[1162] *Artmann*, in *Artmann/Rüffler/Torggler* (Hrsg), 27.

[1163] Siehe dazu bereits in der Einleitung.

[1164] *Buttars-Redeen/Weidinger*, Besonderheiten in Rechnungslegung und Prüfung bei SPAC-Transaktionen, BB 2021, 1963 (1964).

[1165] *J. Reich-Rohrwig*, Verschmelzung von SPAC mit Target - zulässig oder unzulässig?, ecolex 2022, 628 (628).

[1166] Vgl umfassend zur OGH Jud zu SPVs etwa *Brugger*, NZ 2013, 208.

Gesellschaft vorteilhaft erscheinen lassen, ist jedoch zumeist (häufig aus steuerlicher Sicht) bevorzugt.[1167]

4.5.2.1.2 Vorbemerkung: Allg zur Einlagenrückgewähr

Bei De-SPACs können sich für SPACs *prima vista* Probleme iZm einem möglichen Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr ergeben.

Die Grundregel des § 82 GmbHG verbietet prinzipiell jede Leistung durch die Gesellschaft an deren Gesellschafter, die keine Gewinnausschüttung darstellt. Zulässig sind allg jedoch auch zumindest Leistungen an Gesellschafter, solange sie einem Fremdvergleich standhalten und bei gesetzlich vorgesehenen Ausnahmefällen, wie Einziehung, Liquidation, effektive Kapitalherabsetzung. Geschützt ist das ganze Vermögen der GmbH, weshalb der Begriff (verbotene) „Einlagenrückgewähr" nur einen Teilbereich des Kapitalerhaltungsrechts und § 82 GmbHG darstellt.[1168] Der Normzweck ist dabei va die Erhaltung des Stammkapitals, das den Gläubigern als dauerhafter „Grundstock der Gesellschaft" und Haftungsfonds zum Zugriff erhalten bleiben soll. Das Gesellschaftsvermögen darf daher nicht durch ungebührliche Leistungen an Gesellschafter geschmälert werden.[1169] Die Stammeinlagen selbst dürfen – außer wenn explizit gesetzlich erlaubt – nicht zurückgezahlt werden.[1170] Die dem § 82 GmbHG entsprechende Bestimmung für AGs findet sich in § 52 AktG. Die sich aus den Bestimmungen ergebenden Pflichten sind dabei nach hM iW ident.[1171] Erfasst vom Verbot der Einlagenrückgewähr ist auch bei AGs das gesamte Vermögen der AG, inkl stiller Reserven und bilanzieller Rücklagen sowie eines allfälligen Gewinnvortrags.[1172] Bei AGs und GmbHs besteht ein absolut geltendes Verbot von Zinsen auf geleistete Einlagen, selbst wenn dies in den Statuten vorgesehen wäre. Dadurch würde nämlich der Grundsatz der Erhaltung des Stammkapitals der Gesellschaft als Haftungsfonds für die Gläubiger konterkariert werden.[1173]

[1167] Vgl etwa *Gall/Kainberger*, Aktuelle Fragen der Transaktionsstrukturierung im Lichte der Judikatur des OGH zur Einlagenrückgewähr, GesRZ 2014, 217 (217).

[1168] Vgl etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 2; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 7.

[1169] Vgl etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 6; *Köppl* in *U. Torggler*, GmbHG § 82 Rz 1; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 4.

[1170] So bereits § 82 Abs 1 GmbHG und vgl etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 9; *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 10. Solche Fälle finden sich in §§ 54, 57, 90 Abs 3 GmbHG.

[1171] Vgl etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 15; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 25; *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 10.

[1172] *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 15; *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG[3] § 82 Rz 1; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 24 verweist ua auf OGH 22.10.2003, 3 Ob 287/02f, RWZ 2004/11, 38 (*Wenger*).

[1173] Siehe ausführlich *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 61; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 16; 39; *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG[3] § 82 Rz 3; vgl auch RIS-Justiz RS0060084.

Verstöße gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr können in unterschiedlichen Formen auftreten. Dabei kann man va zwischen offenen und verdeckten Verstößen unterscheiden.[1174]

In der Praxis kommen häufig verdeckte Verstöße vor, wenn der unzulässige Vermögenstransfer durch ein Drittgeschäft verschleiert werden soll.[1175] Darunter fallen sämtliche Leistungen, Zuwendungen und Vergünstigungen.[1176] Vermögenstransfers zwischen Gesellschaft und Gesellschafter sind jedoch nicht stets unzulässig, sondern nur dann, wenn sie in einer Form erfolgen, die den Gesellschafter im Vergleich zu Dritten besser behandeln würde. Dabei wird im Rahmen eines Drittvergleichs (Fremdvergleichs) evaluiert, ob das Geschäft überhaupt und, wenn ja in derselben Form auch mit einem gesellschaftsfremden Dritten abgeschlossen worden wäre.[1177] Vorliegen müssen (i) die betriebliche Veranlassung und (ii) die objektive Angemessenheit. Betriebliche Veranlassung liegt vor, wenn das Geschäft an sich auch mit einem gesellschaftsfremden Dritten geschlossen worden wäre.[1178] Führt der so angestellte Fremdvergleich zum Schluss, dass ein objektives Missverhältnis zwischen Leistung und Gegenleistung vorliegt, muss noch nicht unbedingt eine verbotene Einlagenrückgewähr vorliegen. Bei einer solchen Inäquivalenz wird ein verbotswidriges Handeln zwar vermutet, kann jedoch widerlegt werden.[1179] Eine solche Widerlegung kommt nach dem OGH in Betracht, wenn besondere im Interesse der Gesellschaft liegende betriebliche Gründe gegeben sind, die dazu führen, dass das konkrete Geschäft sehr wohl auch mit einem Dritten abgeschlossen worden wäre.[1180] Dh ein Geschäft, das einen Verlust für die Gesellschaft zur Folge hat, kann durch sonst bestehende Vorteile betrieblich gerechtfertigt und damit zulässig sein.[1181] Abzustellen ist auf einen sorgfältig handelnden Geschäftsleiter - iSd § 25 Abs 1 und Abs 1a

[1174] Vgl etwa *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 1a; *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 52 Rz 7.

[1175] *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 80 verweist auf OGH 20.01.2000, 6 Ob 288/99t; 22.10.2003, 3 Ob 287/02f, RWZ 2004/11, 38 *(Wenger)*; 29.09.2010, 7 Ob 35/10p, ZFR 2011/38, 82 *(Auer)* = GesRZ 2011, 110 *(Karollus)* = RWZ 2010/89, 363 *(Wenger);* vgl auch etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 59ff.

[1176] Vgl etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 80; *Köppl* in *U. Torggler*, GmbHG § 82 Rz 8; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein* (Hrsg), Verdeckte Gewinnausschüttung (2019) III. Verbotener Vermögenstransfer Rz 1/99; *Aburumieh*, Das Up-stream-Darlehen ist tot - hoch lebe das Up-stream-Darlehen!, ecolex 2020, 1073 (1073); siehe aber auch für Kritik in der Lit *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 52 Rz 43.

[1177] Vgl etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 2; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 87 verweist ua auf OGH-Rsp in OGH 13.09.2012, 6 Ob 110/12p; 16.11.2012, 6 Ob 153/12m; 04.03.2013, 8 Ob 20/13v; 20.3.2013, 6 Ob 48/12w.

[1178] Vgl etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 87; ausführlich zu Fallprüfungsschemata siehe etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 61/1.

[1179] Vgl etwa *Köppl* in *U. Torggler*, GmbHG § 82 Rz 19 verweist auf 6 Ob 271/05d ÖBA 2006, 293 (*Karollus*)*; Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 61/1.

[1180] RIS-Justiz RS0120438 [T2]; *Foglar-Deinhardstein Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 92 *Köppl* in *U. Torggler*, GmbHG § 82 Rz 20; *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG[3], § 82 Rz 16; *Aburumieh*, ecolex 2020, 1073 (1074).

[1181] Vgl etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 61/1; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 92.

GmbHG - und zu fragen, ob dieser das spezifische Geschäft, aus *ex-ante* Sicht, zu den selben Bedingungen mit einem Dritten eingegangen wäre.[1182]

4.5.2.1.3 Hintergrund (Schranken)

Problematisch kann ein hoher Grad an Fremdfinanzierung in der übernehmenden Gesellschaft infolge der Durchführung der Transaktion sein.[1183] Dabei hatte sich der OGH bereits in mehreren Entscheidungen mit Konstellationen zu befassen, in denen eine Zweckgesellschaft zum Erwerb von Anteilen an einer Zielgesellschaft gegründet wurde, diese Zweckgesellschaft Fremdkapital aufnimmt und dieses entweder selbst für den Anteilserwerb verwendet oder in denen die Zielgesellschaft selbst Fremdkapital aufnimmt und dieses an die Zweckgesellschaft für den Anteilserwerb weiterleitet. [1184] Fremdkapital wird dabei insb aufgrund steuerlichen Erwägungen und der damit verbundenen „Hebelwirkung" (*Leverage-Effekt*) eingesetzt.[1185]

Dies ist insofern für SPACs interessant, als die SPAC gewissermaßen genau so eine Zweckgesellschaft, die für den Anteilserwerb einer Zielgesellschaft gegründet ist und die SPAC natürlich auch – je nach dem konkreten Einzelfall – mehr oder weniger stark fremdfinanziert sein kann.

Vor dem Hintergrund der österreichischen Bestimmungen zur Kapitalerhaltung ist bei Transaktionen selbstständiger Gesellschaften zu beachten, dass es unzulässig wäre, die Zielgesellschaft die Finanzierung ihres „eigenen" Erwerbs tragen zu lassen. Bereits § 66a S 1 AktG besagt „Ein Rechtsgeschäft, das die Gewährung eines Vorschusses oder eines Darlehens oder die Leistung einer Sicherheit durch die Gesellschaft an einen anderen zum Zweck des Erwerbs von Aktien dieser Gesellschaft oder eines Mutterunternehmens (§ 189a Z 6 UGB) zum Gegenstand hat, [ist] unzulässig." Diese Bestimmung stellt einen Sonderfall des Verbots der Einlagenrückgewähr dar,[1186] und soll die finanzielle Unterstützung des Anteilserwerbs durch die AG selbst (und auch iVm § 66 AktG durch Tochterunternehmen oder durch Treuhänder der AG oder von Tochterunternehmen) verbieten.[1187]

Erfasst ist auch schon nach dem Wortlaut der Bestimmung der Erwerb von Aktien der Muttergesellschaft der AG (wobei es sich dabei wiederum um eine AG handeln muss).[1188] Daher sind jedenfalls drei verschiedene Geschäftsarten von diesem Finanzierungsverbot umfasst: Vorschüsse (dh eine Leistung, die durch die Gesellschaft vor deren Fälligkeit aufgrund

---

[1182] Vgl etwa RIS-Justiz RS0105540; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 61/1; *Foglar-Deinhardstein Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 92 verweist auf OGH 01.12.2005, 6 Ob 271/05d; 22.12.2016, 6 Ob 232/16k.

[1183] Siehe näher sogleich und etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 124ff.

[1184] *Karollus*, Debt Push Down bei der Akquisitionsfinanzierung, Verbot der Einlagenrückgewähr und Finanzierungsverbot, ecolex 2022, 868.

[1185] Vgl etwa ausführlich *Steinhart*, Kapitalerhaltung (2009).

[1186] Siehe etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 66a Rz 4 (Stand 1.6.2021, rdb.at).

[1187] Vgl etwa *Karollus* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG I[6] § 66a Rz 2 (Stand 1.5.2018, rdb.at); *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 66a Rz 6.

[1188] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 66a Rz 6; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 66a Rz 2, 7.

einer Verbindlichkeit geleistet wird), Darlehen (weit zu verstehen, nicht nur Darlehens- oder Kreditverträge, sondern auch etwa Stundungen) und Sicherheitsleistungen (also etwa eine Hypothek oder Bürgschaft, die die Gesellschaft zur Besicherung eines durch den Aktienerwerber aufgenommenen Kredits gewährt). Dabei ist diese Aufzählung der Geschäftsarten aber nicht abschließend, sonstige Finanzierungshilfen sind ebenfalls vom Verbot umfasst.[1189] Wesentlich ist dabei eine zumindest abstrakte Gefährdung des Vermögens der Gesellschaft.[1190]

Umfasst sind nicht nur Geschäfte mit dem Anteilserwerber selbst, sondern auch mit Dritten, wenn die Finanzierungshilfe zumindest wirtschaftlich dem Anteilserwerber zukommt.[1191] § 66a S 2 und 3 AktG schaffen eine Ausnahme, die die Zulässigkeit der Finanzierung von Mitarbeiter-Kapitalbeteiligungsmodellen durch die AG sicherstellen soll.[1192] Danach ist die Finanzierung des Erwerbs eigener Aktien für Zwecke des Erwerbs von Aktien bzw -optionen für Arbeitnehmer der AG oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens, unter der Voraussetzung, dass die AG, bei einem hypothetischen Erwerb von Aktien durch die Gesellschaft selbst, den Abzug vom Nennkapital und die Bildung der Rücklage gem § 229 Abs 1a UGB aus dem freien Vermögen bilden könnte, zulässig (das Nettoaktivvermögen darf das Grundkapital und eine gesetzlich oder nach der Satzung gebundene Rücklage nicht unterschreiten, vgl § 65 Abs 2 S 2 AktG).[1193] Eine solche Finanzierung ist aber nur für eine Gewährung an Arbeitnehmer (auch leitenden Angestellten), nicht aber Organmitglieder zulässig, wie dies jüngst auch der OGH klarstellte.[1194]

Im Gegensatz zum Einlagenrückgewährverbot ist es für einen Verstoß gegen § 66a AktG irrelevant, ob der Leistungsaustausch angemessen/fremdüblich ist.[1195] Dabei kommt bei Erfüllung beider Verbotstatbestände den Folgen des Einlagenrückgewährverbots der Vorrang zu.[1196] Es entspricht der stRsp des OGH, dass gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr auch verstoßen wird, wenn eine Zielgesellschaft nicht nur fremde Verbindlichkeiten sichert, sondern selbst als Kreditnehmer auftritt und dadurch dem Erwerber die finanziellen Mittel für den Erwerb der Anteile zur Verfügung stellt.[1197] Wird gegen das Verbot des § 66a S 1 AktG verstoßen, berührt dies grundsätzlich nicht die Wirksamkeit des Verpflichtungs- oder

[1189] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 66a Rz 4; *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 66a Rz 11; vgl iZm Sicherheitsleistungen auch die stRsp des OGH, etwa RIS-Justiz RS0105534 und RS0105538.
[1190] *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 66a Rz 4.
[1191] Vgl etwa *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 66a Rz 11; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 66a Rz 17; wesentlich bei Umgründungsmaßnahmen, siehe etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka* (Hrsg), AktG Taschenkommentar (2019) § 66a AktG Rz 6.
[1192] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 66a Rz 12; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 66a Rz 18/1.
[1193] Vgl etwa *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 66a Rz 18/2; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 66a Rz 12f; *Foglar-Deinhardstein*, § 66a AktG Rz 8.
[1194] In OGH 21.02.2024, 6 Ob 42/23d. Vgl OGH 21.02.2024, 6 Ob 42/23d, ecolex 2024, 603.
[1195] *Steinhart*, Kapitalerhaltung (2009); *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 66a Rz 22.
[1196] *Steinhart*, Kapitalerhaltung (2009).
[1197] RIS-Justiz RS0105540.

Verfügungsgeschäfts (daher keine Nichtigkeit).[1198] Eine Nichtigkeit kommt jedoch dann in Betracht, wenn durch das Geschäft gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr verstoßen wird.[1199] Sehr wohl möglich sind Schadenersatzansprüche der AG gegen die Organmitglieder, wenn der Gesellschaft ein Schaden entsteht (nach den allg Regelungen des § 84 AktG für den Vorstand und § 99 AktG für den Aufsichtsrat).[1200] Freilich kann eine nach dem Verbotstatbestand des § 66a AktG verbotene Finanzierungsleistung auch den Tatbestand der verbotenen Einlagenrückgewähr erfüllen, was für die Rechtsfolgen wesentlich sein kann.[1201] Im GmbHG gibt es keine dem § 66a AktG entsprechende Bestimmung. Auch eine analoge Anwendung wird teils abgelehnt, zT mit der Begründung, dass das wesentlich weiter gehende Einlagenrückgewährverbot (insb iZm Anteilserwerben) auch für GmbHs gelte, daher die praktischen Auswirkungen einer mangelnden Parallelbestimmung des § 66a AktG gering seien.[1202] Ob eine analoge Anwendung für GmbHs möglich sein soll, ist jedoch umstritten und soweit ersichtlich noch nicht höchstrichterlich geklärt.[1203]

Nach einigen Stimmen in der Lit soll aus der Jud des OGH zu Umgründungen folgen, dass sowohl die übertragende Gesellschaft als auch die übernehmende Gesellschaft nicht überschuldet sein dürfen und auch das Nennkapital von übernehmender Gesellschaft nicht niedriger als jenes der übertragenden Gesellschaft sein darf.[1204] Auf den kapitalherabsetzenden Effekt wird weiter unten detaillierter eingegangen.[1205]

Um wieder auf den hier interessierenden praktischen Aspekt zurückzukommen, ist bei konzerninternen Verschmelzungen wohl klar, dass, sofern ein Kredit von einer Muttergesellschaft aufgenommen wurde und die Rückzahlung desselben an einen Dritten (Kreditinstitut) von der Muttergesellschaft wirtschaftlich getragen wird, sich kein Problem stellen wird. Dabei würde es sich um einen in der Praxis auch oft vorkommenden Fall eines fremdfinanzierten Erwerbs handeln. Wenn jedoch die Tochtergesellschaft wirtschaftlich die Finanzierung des Anteilserwerbs, etwa durch Rückzahlung eines Kredits oder Bestellung von Sicherheiten, tragen soll, wird dies meist unzulässig sein (so die stRsp[1206]).

[1198] Schon nach Abs 4 der Bestimmung. Vgl etwa *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 66a Rz 19; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 66a Rz 15; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 66a AktG Rz 9.

[1199] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 66a Rz 17; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 66a Rz 22; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 66a AktG Rz 11.

[1200] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 66a Rz 16; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 66a Rz 21; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 66a AktG Rz 10.

[1201] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 66a Rz 17; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 66a Rz 22; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 66a AktG Rz 11.

[1202] Vgl etwa *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 66a Rz 10; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 66a Rz 3; auch *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG[3] § 82 Rz 17a.

[1203] *Karollus*, ecolex 2022, 868 (873).

[1204] *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 134 verweist auf OGH 11.11.1999, 6 Ob 4/99b; OGH 26.06.2003, 6 Ob 70/03t; OGH 26.08.2004, 6 Ob 165/04i.

[1205] Im Gegensatz zu *Bauer/Zehetner* wollen *Jabornegg/Strasser* (Hrsg), AktG[5] (2011) § 244 Rz 13 einen solchen nicht in jedem Fall als Verstoß gegen die Einlagenrückgewähr verstehen, sondern darin nur ein Indiz für Schädigung von Gläubigern sehen. Siehe *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 134.

[1206] RIS-Justiz RS0105540, vgl etwa die vielzitierte *Fehringer-Entscheidung* 25.06.1996, 4 Ob 2078/96h; OGH 15.12.2014, 6 Ob 14/14y, ecolex 2015/50; RIS-Justiz RS0105534; RIS-Justiz RS0105538.

Dabei kann auch diskutiert werden, ob schon die Kreditaufnahme oder erst die wirtschaftliche „Weiterleitung" des Kredits gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr verstößt.[1207] Werden Tochter- und Muttergesellschaft nämlich verschmolzen, werden deren Vermögensmassen vereinigt und sind sie insofern als eine Einheit zu verstehen. IdS ist auch die „Weiterleitung" des Kredits zu verstehen.[1208] Der OGH vermeinte in einer in der Lit sehr kritisch bewerteten Entscheidung, dass bereits in der Aufnahme des Kredits (bzw dessen Rückzahlung) zur Anteilsfinanzierung das konkret unzulässige und gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr verstoßende Rechtsgeschäft gesehen wurde.[1209] In einer kurz später folgenden Entscheidung wurde vom OGH in einer ähnlichen Konstellation die Zulässigkeit einer Kreditaufnahme zum Zweck der Finanzierung des Anteilserwerbs und der Rückzahlung eines ebensolchen Kredits klargestellt.[1210] Auch in der Lit scheint die hM davon auszugehen, dass es nur um die Rückzahlung als nach dem Einlagenrückgewährverbot widersprechendes Geschäft gehen kann.[1211] Sehr wohl zulässig ist es aber nach dem OGH, wenn die Kreditaufnahme durch die Erwerbsgesellschaft erfolgt und die Rückzahlung desselben mit an die Erwerbsgesellschaft ausgeschütteten Gewinnen der Zielgesellschaft (Tochtergesellschaft) erfolgt.[1212] Dennoch geht der OGH immer von einer wirtschaftlichen Betrachtung der gesamthaften Konstruktion iSe Gesamtplans aus.[1213]

Unzulässig wäre es nach der Lit, wenn die Tochtergesellschaft der Muttergesellschaft direkt ein Darlehen gewähren würde, selbst wenn angemessene Zinsen zu zahlen wären. Letzteres wird argumentiert mit der Tatsache, dass ab einer gewissen finanziellen Größenordnung die Darlehensgewährung bzw Sicherheitenbestellung für die Tochtergesellschaft zumindest wesentlich risikoerhöhend oder, je nach den Umständen, gar existenzgefährdend wäre und ein „Klumpenrisiko" darstellen würde.[1214]

[1207] Für letztere Ansicht etwa *Karollus*, 6 Ob 48/12w: Das Ende der bisherigen LBO-/MBO-Finanzierungspraxis?, GeS 2013, 283 (287).
[1208] Ebd.
[1209] Vgl etwa auch *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 80; *Köppl* in *U. Torggler*, GmbHG § 82 Rz 8; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein* (Hrsg), III. Verbotener Vermögenstransfer Rz 1/99; *Aburumieh*, ecolex 2020, 1073 (1073).
[1210] Nämlich OGH 17.07.2013, 3 Ob 50/13 v, siehe *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 136.
[1211] Vgl etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 136.
[1212] Siehe OGH 17.07.2013, 3 Ob 50/13 v; Vgl etwa *Grossmayer*, Einlagenrückgewähr - drei aktuelle Entscheidungen, ecolex 2013, 951 (956); OGH 17.07.2013, 3 Ob 50/13v, ÖBA 2014/1983 (OGH); OGH 17.07.2013, 3 Ob 50/13v, ecolex 2013/383; OGH 3 Ob 50/2013v = GeS 2013, 389; *Fidler*, Beteiligungsfinanzierung, verbotene Einlagenrückgewähr und akzessorische Kreditsicherheiten, ÖBA 2018, 600 (602).
[1213] OGH 29.09.2010, 7 Ob 35/10p, ZFR 2011/38, 82 (*Auer*) = GesRZ 2011, 110 (*Karollus*) = RWZ 2010/89, 363 (*Wenger*); 20.03.2013, 6 Ob 48/12w, ÖBA 2013, 601 (*Wolkerstorfer/Gebetsberger*) = ecolex 2013, 638 (*F. Hörlsberger/Rieder*) = GesRZ 2013, 230 (*Thurnher*); 15.12.2014, 6 Ob 14/14y, NZ 2015, 107 (*Till*) = ecolex 2015, 128 (*Brugger*) = GesRZ 2015, 130 (*Karollus*) = *Reisch/Hampel*, ZIK 2015/100, 91 = *Hermann*, GES 2016, 394 = *Prostor*, ZfRV 2019, 179; 24.11.2015, 1 Ob 28/15x, NZ 2016, 147 (*Auer*) = GesRZ 2016, 219 *(Arlt)* = *Mitterecker*, GES 2016, 150; 22.12.2016, 6 Ob 232/16k, GesRZ 2017, 116 (*Zehetner*) = *Dejaco*, NZ 2019, 81; 25.01.2023, 6 Ob 31/22k; 17.05.2023, 6 Ob 24/23g, ecolex 2023, 850 (*Peissl/Prasser*).
[1214] Vgl etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 105; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 112; *J. Reich-Rohrwig*, ecolex 2022, 628 (628); *Gall/Kainberger*, GesRZ 2014, 217 (217); *Aburumieh*, ecolex 2020, 1073 (1074).

In der Praxis ist auch die Bestellung von Sicherheiten für aufgenommene Kredite, auch iZm der Finanzierung eines Anteilserwerbs, relevant. Auch dabei kann nach der stRp gegen das Einlagenrückgewährverbot verstoßen werden.[1215] Es entspricht der OGH-Rsp[1216], dass die Bestellung von Sicherheiten einer Gesellschaft für Verbindlichkeiten eines Gesellschafters zulässig ist, sofern die Geschäftsführung der Gesellschaft (nach gewissenhafter Prüfung) von der Möglichkeit der Zielgesellschaft die Kreditrückzahlungen wirtschaftlich tragen zu können ausgehen darf und die Bestellung der Sicherheit zu fremdüblichen Bedingungen erfolgt (also einem Drittvergleich standhält). Dafür wird es va darauf ankommen, dass für die Sicherheitenbestellung ein angemessenes Entgelt gewährt wird (wofür es auf den Einzelfall ankommt).[1217] Dabei kann es nach dem OGH[1218] weiters möglich sein, dass eine ausreichende betriebliche Rechtfertigung auch bei Vorliegen einer objektiven Inäquivalenz eine Sicherheitenbestellung dennoch zulässig machen kann. Dabei ist der Beurteilungsmaßstab jener eines gewissenhaft handelnden Geschäftsleiters. Wenn aus Sicht eines solchen, nach kaufmännischen Grundsätzen, die Sicherheitenbestellung auch im konkreten Fall für einen Nichtgesellschafter zu den identen Bedingungen geschlossen worden wäre, ist diese zulässig. Dabei kann es sogar möglich sein, dass überhaupt kein Entgelt geleistet wird.[1219] Jedenfalls unzulässig wäre es jedoch, wenn die Sicherheitenbestellung zu einer Existenzgefährdung der Gesellschaft führen würde.[1220] Jedoch zulässig wäre es nach einigen in der Lit, wenn eine Nachrangigkeit der aus der Sicherheit entstehenden Forderungen nach jenen von sonstigen Gläubigern der Gesellschaft vereinbart wird. Dies wird damit begründet, dass auch Gesellschafter selbst nur einen nachrangigen Anspruch auf Befriedigung aus dem Vermögen der Gesellschaft haben.[1221] Daneben soll es, zumindest nach einigen in der Lit, auch zulässig sein, die erworbenen Anteile als Sicherheit zu bestellen, da es sich dabei nicht um Vermögen der Zielgesellschaft, sondern dann um Vermögen des Erwerbers handeln würde.[1222]

Als auch für SPACs durchaus interessante OGH-Entscheidung sei auf OGH 24.11.2015, 1 Ob 28/15x hingewiesen. Dort wurde auch erneut klargestellt, dass es für die Beurteilung eines möglichen Verstoßes gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr auf die wirtschaftliche Betrachtung der gesamten Konstruktion ankommt.[1223]

Außerdem bedeutet – nach dem OGH und der hM in der Lit – auch für Sicherheitenbestellungen die Bestandsfestigkeit von Verschmelzungen nicht, dass sich durch die Firmenbucheintragung

[1215] RIS-Justiz RS0105534; RIS-Justiz RS0105538; *Karollus*, ecolex 2022, 868 (868).
[1216] *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 129 verweist auf OGH 25.06.1996, 4 Ob 2078/96h.
[1217] Vgl nur RIS-Justiz RS0105534.
[1218] OGH 01.12.2005, 6 Ob 271/05d.
[1219] Vgl etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 110ff; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 129 verweist auf OGH 29.9.2010, 7 Ob 35/10p ÖBA 2011/1694 = GesRZ 2011, 110 (*Karollus*).
[1220] Siehe etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 119; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 108.
[1221] *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 130.
[1222] *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 131 verweist auch auf *Reich-Rohrwig*, Kapitalerhaltung 197.
[1223] Wie auch schon in den Entscheidungen 6 Ob 48/12w und 6 Ob 14/14y hervorgehoben.

der Verschmelzung etwas an der Unwirksamkeit der gegen das Einlagenrückgewährverbot verstoßenden Sicherheitenbestellung ändert. Es bleibt daher bei der Nichtigkeit des Rechtsgeschäfts und allfälligen Ansprüchen nach §§ 83 GmbHG und 56 AktG.[1224] In der Lit wird dazu diskutiert eine bloße Teilunwirksamkeit als Folge anzunehmen, die das „unstimmige" Ergebnis, wonach ein gegen das Einlagenrückgewährverbot verstoßender Vertrag im Verhältnis zu Dritten gesamt-, gegenüber Gesellschaftern allenfalls bloß teilnichtig ist, beseitigen würde. Dies habe auch der OGH in einer vorhergehenden Entscheidung bereits einmal angenommen.[1225] Dabei solle es auf den hypothetischen Willen der Parteien ankommen (hätten diese den Vertrag auch ohne den mit Nichtigkeit behafteten Vertrag abschließen wollen). Die zulässigen Teile des Gesamtkonstrukts blieben folglich aufrecht, wenn ein tatsächlicher oder hypothetischer Parteiwille in diese Richtung gerichtet ist.[1226]

4.5.2.1.4 Fazit Für SPACs

Der OGH sieht allg, was auch in SPAC-Konstellationen relevant sein kann, auch zukünftige Gesellschafter vom Verbot der Einlagenrückgewähr umfasst. So wurde etwa in der *Humanitas*-Entscheidung eine Darlehensgewährung einer Zielgesellschaft an einen künftigen Gesellschafter ohne Vorliegen einer betrieblichen Rechtfertigung, wobei der künftige Gesellschafter diese Mittel zur Finanzierung des Anteilserwerbs verwendete, als wegen Verstoßes gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr unzulässig gesehen. Dabei hatte die Zielgesellschaft selbst extern Gelder aufgenommen um das Darlehen, welches für sie existenzbedrohend war, leisten zu können.[1227]

Nach dem zuvor Gesagten ist für SPACs zusammenzufassen, dass sich beim De-SPAC insb Probleme iZm der Fremdfinanzierung des Anteilserwerbs ergeben können. Insgesamt ist jedoch festzuhalten, dass sich diese Probleme nicht anders darstellen als bei sonstigen Verschmelzungen „normaler" Gesellschaften. Gerade in Bezug auf den Einsatz einer „Akquisitionsgesellschaft" sind Parallelen zu Leveraged- bzw Management Buyouts zu sehen. Bei der SPAC handelt es sich jedoch nicht um eine klassische Akquisitionsgesellschaft, da wie schon ausführlich dargestellt diese im Zeitpunkt des Erwerbs bereits börsennotiert ist und auch bereits in hohem Ausmaß Eigenkapital von (oft einer Vielzahl von) Investoren eingesammelt hat. Dies hat auch zur Folge, dass sich bei vielen SPACs die Probleme, die sich durch bei anderen Transaktionen häufig notwendige Aufnahmen von Bankkrediten hier oft praktisch ohnehin nicht stellen werden. Nicht immer wird es jedoch praktisch möglich sein, ausreichend (Eigen)Kapital ohne die Aufnahme zusätzlicher Fremdmittel zur Verfügung zu haben. Wo nicht ausreichend Mittel durch Einlagenleistungen, Zuschüsse oder sonstige Leistungen von Gesellschaftern eingesammelt werden, können verschiedene Formen der Fremdfinanzierung in Frage kommen. Insb die bei SPACs typischen *warrants*,[1228] aber auch sonstige Optionsscheine kommen hier in Frage. Bei SPACs ist dabei deren bereits erfolgte Börsennotierung von Vorteil.

[1224] OGH 1 Ob 28/15x NZ 2016, 147 (151).
[1225] *Artmann*, Einlagenrückgewähr und Sicherheiten von Gesellschaftern und Dritten, ecolex 2018, 146 (148) verweist auf OGH 29.10.2014, 9 Ob A 68/14m.
[1226] Vgl etwa *Artmann*, ecolex 2018, 146 (148f).
[1227] Siehe etwa OGH 15.12.2014, 6 Ob 14/14y, ecolex 2015, 128.
[1228] Siehe dazu sogleich.

So kann für die Aufnahme von Fremdkapital auch auf den Börsenmarkt zurückgegriffen werden. Daneben bleiben natürlich auch „traditionellere" Formen der Fremdfinanzierung wie Bankkredite, Gesellschafterdarlehen, etc möglich.

ISd Fremdvergleichs würde ein sorgfältig handelnder Geschäftsleiter – nach dem bekannten Maßstab des § 25 GmbHG bzw § 84 AktG – ein Rechtsgeschäft, mit welchem durch eine solche Fremdfinanzierung gegen das Einlagenrückgewährverbot verstoßen wird, nicht abschließen. Der Geschäftsleiter handelt daher sorgfaltswidrig und wird bei Vorliegen der übrigen Voraussetzungen und Eintritt eines Schadens bei der von ihm vertretenen Gesellschaft dieser gegenüber haften. Andere Haftungsfälle sind dabei ebenfalls denkbar. Die Darlehensgewährung kann in solchen Konstellationen gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr verstoßen. Dabei wäre auch eine Darlehensgewährung an einen zukünftigen Gesellschafter unter den oben dargestellten Umständen ein Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr.[1229] Auch ein allfälliges „Konzerninteresse" allein ist nicht ausreichend, um eine Finanzierungsmaßnahme zu rechtfertigen.[1230] Hier könnte man jedoch noch einwenden, dass die Tochtergesellschaft im Gegenzug für die Darlehensübernahme bzw Sicherheitenbestellung zugunsten der Muttergesellschaft einen Vorteil erhält, nämlich die Börsennotierung nach Vollzug der Transaktion. Hier ist aber die Angemessenheit und Fremdüblichkeit zumindest fraglich und wird etwa ab einer gewissen Höhe der Kreditsumme nicht mehr vorliegen. Hierbei wird von *Reich-Rohrwig* mE zutreffend darauf hingewiesen, dass die Börsennotierung auch sonst selbst von der Zielgesellschaft, oft wohl kostengünstiger, erreicht werden könnte und va die Aktionäre und Geschäftsleiter der SPAC regelmäßig daran interessiert sein werden, das Risiko aus dem Kredit auf die Zielgesellschaft zu verlagern. Dies ist nicht wesentlich anders als bei „herkömmlichen" Erwerbern. Ohne die Aufnahme von Fremdmitteln wäre entweder zusätzliches Eigenkapital durch Investoren erforderlich oder die Transaktion wohl nicht finanzierbar. Dass es im Interesse der Aktionäre liegt, das Risiko für die Rückzahlung solcher Fremdmittel aus der SPAC auszulagern, ist offensichtlich.[1231] Insgesamt werden sich auch die Geschäftsleiter einer SPAC an die von der umfassenden OGH-Rsp aufgestellten Grundsätze zu halten haben. ME ergeben sich hier auch iW keine für SPAC spezifische Besonderheiten im Vergleich zu „herkömmlichen" Gesellschaften.

Kommt es im Zuge des De-SPAC zu einer *Up-Stream* Verschmelzung, wird in der Lit zT vertreten, dass für die Frage nach der Zulässigkeit einer solchen Verschmelzung zu prüfen ist, ob dadurch eine Existenzgefährdung der Muttergesellschaft herbeigeführt werden würde. Dabei wird diskutiert, ob es sinnvoll ist zu verlangen, die Tochtergesellschaft vor der Durchführung der Verschmelzung sanieren zu müssen, oder ob es nicht der Muttergesellschaft überlassen sein

[1229] *J. Reich-Rohrwig*, ecolex 2022, 628 (629); auch stRsp: RIS-Justiz RS0105540; OGH 15.12.2014, 6 Ob 14/14y, ecolex 2015, 128.
[1230] Vgl etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 115; *Aburumieh*, ecolex 2020, 1073 (1075).
[1231] *J. Reich-Rohrwig*, ecolex 2022, 628 (629) verweist auf OGH 14.09.2006, 6 Ob 200/06i RdW 2007, 215; 20.03.2013, 6 Ob 48/12w ecolex 2013, 638 (638) (krit *Hörlsberger/Rieder*); 17.07.2013, 3 Ob 50/13v ecolex 2013, 958 (958); 24.11.2015, 1 Ob 28/15x NZ 2016, 147 = GesRZ 2016, 21 f = ÖBA 2016, 462 = ecolex 2017, 215 = wbl 2017, 166 = GES 2017, 147; krit *C. Grossmayer*, ecolex 2013, 953 ff; dazu auch *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 76a ff, 100; *Schörghofer*, ebd., § 224 Rz 15.

soll, die Tochtergesellschaft auch nach der Verschmelzung zu sanieren, da das Ergebnis schließlich das selbe wäre.[1232] Dies kann natürlich auch nur zulässig sein, sofern die Muttergesellschaft selbst ausreichend finanzielle Mittel hat (und die Verschmelzung selbst eben zu keiner Existenzgefährdung führt). Wie bereits erwähnt, hat der OGH die Zulässigkeit solcher Sanierungsfusionen bereits bejaht.[1233] Für SPACs wird sich diese Frage aber praktisch kaum stellen. Wesentlich ist, dass die SPAC selbst kein Vermögen außer dem eingesammelten Kapital von Investoren und allfällige Verbindlichkeiten zB zusätzlich aufgenommene Kredite hat. Zweck der SPAC und wesentliche Aufgabe der Geschäftsführung der SPAC ist die Identifikation einer Zielgesellschaft, die sodann auf die SPAC verschmolzen werden kann (deren Anteile erworben werden können). Vor der Durchführung der De-SPAC Transaktion müssen die Aktionäre zustimmen. Praktisch wird es der Geschäftsführung der SPAC schwerfallen, die Aktionäre von einer Transaktion mit einer überschuldeten Zielgesellschaft zu überzeugen (oder dann, wenn die Transaktion gar zu einer Existenzgefährdung der SPAC führen würde). Eine solche Konstellation wird daher praktisch kaum vorkommen und sich eine Frage der Zulässigkeit solcher Konstellationen daher iZm De-SPACs nicht stellen.

4.5.2.2 De-SPAC als Up-Stream Verschmelzung

4.5.2.2.1 Problem

Ganz generell sind Umgründungen, wie für die gegenständliche Arbeit insb wesentlich Verschmelzungen, praktisch oft im Vorgang oder auch nach Durchführung eines Share oder Asset Deals zu beobachten. So kann es aus verschiedenen Motivationsgrundlagen gewünscht sein, die gesellschaftsrechtliche Struktur einer Gesellschaft umzugestalten. Dies kann aus Gründen der „Vereinfachung" der Struktur innerhalb eines Konzerns, aus Synergiegründen, steuerrechtlichen Erwägungen, oder iZm der Finanzierung einer Transaktion erfolgen.[1234]

Der nachfolgenden Erörterung liegt der Gedanke zugrunde, dass es sich beim De-SPAC praktisch zumeist um eine Verschmelzung der Zielgesellschaft – als übertragende Gesellschaft – auf die SPAC als übernehmende Gesellschaft handelt, nachdem die SPAC in einem vorgelagerten Schritt bereits Anteile am Zielunternehmen erworben hat. Ein solcher Anteilserwerb in einem vorgelagerten Schritt ist dabei natürlich nicht zwingend erforderlich, es kann auch nur bzw direkt eine Verschmelzung (Konzentrationsverschmelzung) durchgeführt werden. Ein vorgelagerter Anteilserwerb kann jedoch aus praktischer Sicht Sinn machen, da nach österreichischem Recht mehrere Erleichterungen der einzuhaltenden Erfordernisse bei solchen Verschmelzungen bestehen, bei denen die übernehmende Gesellschaft bereits zu einem gewissen Anteil an der übertragenden Gesellschaft beteiligt ist,[1235] insb für den Fall, der

[1232] *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 137; so ua *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 103 ff.

[1233] Siehe schon oben und OGH 25.11.2020, 6 Ob 203/20a und etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein* (Hrsg), III. Verbotener Vermögenstransfer Rz 1/163.

[1234] Vgl etwa *Gall*, Gläubigerschutz bei Verschmelzungen, in *Kalss/U. Torggler* (Hrsg), Wiener Unternehmensrechtstag Band 7: Aktuelle Fragen bei M&A, 1.

[1235] Wenn die übernehmende Gesellschaft bereits zumindest 90% der Aktien an der übertragenden Gesellschaft hält, ist gem § 231 AktG eine Zustimmung der HV der übernehmenden Gesellschaft nicht erforderlich, es sei denn

Aufnahme durch den Alleingesellschafter.[1236] Erleichterungen bestehen nicht nur nach dem AktG für rein innerstaatliche Verschmelzungen, sondern auch nach dem EU-UmgrG für grenzüberschreitende Konstellationen.[1237] Denkbar ist also durchaus, dass die SPAC bereits vor der Durchführung der Verschmelzung zur Aufnahme (seien es nun 90% oder 100% der) Anteile an der Zielgesellschaft erwirbt, wodurch letztere zur Tochtergesellschaft der SPAC wird, um von diesen Erleichterungen und einer „vereinfachten" Verschmelzung zu profitieren.[1238] Es kommt dann in der Folge zu einer Verschmelzung zur Aufnahme und liquidationslosen Übertragung des Vermögens der Zielgesellschaft auf die SPAC. In solchen Fällen ist der (eigentliche) De-SPAC, durch den die Zielgesellschaft zu einer börsennotierten Gesellschaft wird, daher eine *Up-Stream* Verschmelzung. Dabei sind die Gläubigerschutzvorschriften des österreichischen Aktien- und GmbH-Rechts einzuhalten.[1239]

4.5.2.2.2 Hintergrund

Bei *Up-Stream* Verschmelzungen stellt sich die Lage zwar auf den ersten Blick insofern vermeintlich unproblematisch dar, als sich das Vermögen der Muttergesellschaft dabei nicht ändert. Anstelle der Beteiligung an der Tochtergesellschaft tritt das Vermögen/treten die Verbindlichkeiten der Tochtergesellschaft, die von der Muttergesellschaft direkt übernommen werden, es kommt also quasi zu einem „Aktivtausch".[1240]

Aktionäre, die zumindest 5% halten verlangen die Einberufung einer HV. Vgl etwa *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 231 AktG Rz 4ff; *Szep* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG III[6] § 231 Rz 7ff (Stand 1.4.2019, rdb.at).

[1236] So sind nach § 232 AktG im Fall, dass sämtliche Aktien der übertragenden Gesellschaft direkt oder indirekt bereits von der übernehmenden Gesellschaft gehalten werden Angaben über den Umtausch der Aktien, die Verschmelzungsberichte, die Zustimmung der HV der übertragenden Gesellschaft, die Prüfung durch einen Verschmelzungsprüfer und die Prüfung und Berichterstattung durch die Aufsichtsräte nicht erforderlich. Vgl etwa im Detail *Kalss* in *Kalss* (Hrsg), Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 232 AktG Rz 3ff (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Szep* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG III[6] § 232 Rz 1ff (Stand 1.4.2019, rdb.at). Die Erleichterungen gelten durch einen Verweis in § 96 Abs 2 GmbHG auch für GmbHs, siehe *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 232 AktG Rz 3.

[1237] So waren etwa schon nach § 5 Abs 3 EU-VerschG keine Angaben zum Umtauschverhältnis im Verschmelzungsplan erforderlich bei *Up-Stream* Verschmelzung auf den Alleingesellschafter. Vgl etwa *Eckert* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 5 EU-VerschG Rz 11 (Stand 1.7.2021, rdb.at). Auch das neue EU-UmgrG sieht einige Erleichterungen vor, zB sind nach § 28 Abs 3 EU-UmgrG zahlreiche Angaben im Verschmelzungsplan nicht erforderlich, wenn die übernehmende Gesellschaft alle Anteile an der übertragenden Gesellschaft hält und keine Anteile an der übernehmenden Gesellschaft gewährt werden. Vgl etwa auch *Rieder* in *Rieder/Potyka* (Hrsg), EU-UmgrG § 28 Rz 22 (Stand 1.8.2023, rdb.at). Sofern diese Voraussetzungen erfüllt sind, ist auch etwa keine Verschmelzungsprüfung nach § 30 EU-UmgrG und keine Prüfung durch den Aufsichtsrat erforderlich. Vgl etwa *Landskron* in *Rieder/Potyka* (Hrsg), EU-UmgrG § 30 Rz 38 (Stand 1.8.2023, rdb.at) und *Landskron* in *Rieder/Potyka* (Hrsg), EU-UmgrG § 31 Rz 20 (Stand 1.8.2023, rdb.at). Jedoch ist auch hier ein Verzicht durch sämtliche Gesellschafter genauso möglich, vgl etwa *Landskron* in *Rieder/Potyka*, EU-UmgrG § 30 Rz 36 und *Landskron* in *Rieder/Potyka*, EU-UmgrG § 31 Rz 17.

[1238] Dabei sei jedoch auch darauf hingewiesen, dass dieselben Erleichterungen auch durch einen Verzicht der Aktionäre zu erreichen wären. Siehe etwa *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 232 AktG Rz 15ff; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 232 Rz 7ff.

[1239] Vgl etwa auch *Fasching/Stepan*, ecolex 2022, 623 (623); *Hell*, BKR 2021, 26 (28).

[1240] Vgl OGH 26.04.2001, 6 Ob 5/01f und etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 136 (Stand 1.12.2017, rdb.at); *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 102; *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 52 Rz 21/6; OGH 20.03.2013, 6 Ob 48/12w, ecolex 2013, 638.

Probleme können sich jedoch bei Überschuldung der Muttergesellschaft ergeben. Die Gläubiger der Tochtergesellschaft würden nämlich in solch einem Fall nach der Verschmelzung – nunmehr als Gläubiger der übernehmenden Gesellschaft – schlechter gestellt sein, da ihnen ein geringerer Haftungsfonds im Vergleich zur Situation vor der Verschmelzung zur Verfügung steht. So ist bei solchen Konstellationen der *Up-Stream*-Verschmelzungen anerkannt, dass das Vermögen der übernehmenden Muttergesellschaft nach der Transaktion – nach dem Abzug des Werts ihrer Beteiligung an der Tochter – einen positiven Verkehrswert haben muss.[1241] Möglich wäre es aber, die Überschuldung der Muttergesellschaft durch Bilanzgewinne oder (ausschüttbare) Rücklagen der Tochtergesellschaft auszugleichen.[1242] Problematisch kann also bei einer hohen Fremdfinanzierung des Erwerbs durch die Muttergesellschaft (SPAC) sein, dass genau diese Zulässigkeitsvoraussetzung fehlen wird.

Es wird jedoch zT auch vertreten, dass das Einlagenrückgewährverbot bei solchen *Up-Stream* Verschmelzungskonstellationen nicht anwendbar sei, da keine „Leistung" einer Gesellschaft an deren Gesellschafter erfolgt.[1243] Nach anderen Literaturmeinungen sind die Regelungen des Einlagenrückgewährverbots analog auf *Up-Stream* Verschmelzungen anzuwenden, da man nicht danach differenzieren können soll, ob das selbe (unzulässige) Ergebnis durch eine *Up-Stream* oder *Down-Stream* Verschmelzung herbeigeführt wurde.[1244] Der OGH hat jedenfalls für *Side-Stream* Verschmelzungen (also zwischen Tochtergesellschaften) explizit klargestellt, dass dort die Gläubigerschutzbestimmungen der §§ 52 AktG und 82 GmbHG gelten sollen, da die Gefahrenlage ident wie bei der Verschmelzungsrichtung *Down-Stream* sei.[1245]

In der vielfach diskutierten *Kneisz*-Entscheidung des OGH stellte dieser klar, dass sämtliche (einzelne) Rückzahlungen des Kredits durch die verschmolzene GmbH gegen das Einlagenrückgewährverbot verstoßen haben und damit nichtig seien. Es sei nicht entscheidend, ob die *Up-Stream* Verschmelzung selbst einen Verstoß gegen das Einlagenrückgewährverbot darstellt (da nach der Verschmelzung Mutter und Tochtergesellschaft eine „Einheit" darstellen würden). Relevant sei, dass die Zielgesellschaft wirtschaftlich die Last der Finanzierung des Erwerbs der Anteile an ihr selbst zu tragen hatte. Es wäre demgegenüber zulässig gewesen, die Finanzierung des Kredits durch entsprechende Gewinnausschüttungen an das SPV als Gesellschafterin zu erreichen. Die Bank habe die bereits gezahlten Kreditraten zurückzuzahlen. Ein bereicherungsrechtlicher Rückforderungsanspruch der kreditgebenden Bank gegen den Kreditnehmer bestehe nicht.[1246] In der Lit wurde die Entscheidung weitgehend sehr kritisch aufgenommen.[1247]

[1241] Siehe etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 136; *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 103f.
[1242] *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 136; *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 102.
[1243] *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 99 ff; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 136; *Koppensteiner/Rüffler* GmbHG[3] § 82 Rz 17 f.
[1244] Dafür ua *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 136; *Mitterecker*, Management-Buy-Out und Verbot der Einlagenrückgewähr, die Zweite, GES 2016, 150 (152 f).
[1245] RIS-Justiz RS0112748.
[1246] Zum Sachverhalt siehe etwa auch *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 136; *Mitterecker*, GES 2016, 150 (150).
[1247] Vgl nur *Grossmayer*, ecolex 2013, 951 (953); *Karollus*, ecolex 2022, 868 (868).

Wesentlich in der diesem Sachverhalt zugrundeliegenden Entscheidung war, dass es sich bei der Muttergesellschaft um ein SPV handelte, eine reine Zweckgesellschaft, welche zur Durchführung der Verschmelzung gegründet wurde. Daher hatte die Muttergesellschaft auch kein (oder kaum) eigenes Vermögen, aber hohe Verbindlichkeiten aufgrund des aufgenommenen Kredits. Nach der bereits oben dargestellten Ansicht, dass aus der Verschmelzung keine überschuldete Gesellschaft resultieren darf, wäre eine Verschmelzung *Up-Stream*, bei der die Tochtergesellschaft nicht über genügend finanzielle Mittel verfügt, um die Verbindlichkeiten der Muttergesellschaft auszugleichen, unzulässig. Nach einigen Meinungen in der Lit wäre daher auch in einer *Up-Stream* Konstellation Nichtigkeit eines solchen Vorgangs in analoger Anwendung des § 82 GmbHG/§ 52 AktG anzunehmen.[1248] Bemerkenswert bleibt in dieser Hinsicht dann lediglich noch die Ansicht des OGH, dass nicht erst die Verschmelzung, sondern bereits in der Aufnahme des Kredits (bzw dessen Rückzahlung) zur Anteilsfinanzierung das konkret unzulässige und gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr verstoßende Rechtsgeschäft gesehen wurde.[1249] In einer kurz später folgenden Entscheidung wurde vom OGH in einer ähnlichen Konstellation die Zulässigkeit einer Kreditaufnahme zum Zweck der Finanzierung des Anteilserwerbs und der Rückzahlung eines ebensolchen Kredits klargestellt.[1250] Auch deshalb ist wohl anzunehmen, dass der eigentliche wesentliche Vorgang die spätere *Up-Stream* Verschmelzung war und die damit einhergehende Belastung der Zielgesellschaft iSe „*debt-push-down*".[1251] Es muss daher der Vorgang iZm der Verschmelzung unzulässig sein, für das Vorliegen eines Verstoßes gegen das Einlagenrückgewährverbot.[1252]

In einer jüngeren OGH-Entscheidung ging es um die Frage der Zulässigkeit einer *Up-Stream* Verschmelzung einer überschuldeten Tochter- auf ihre Muttergesellschaft.[1253] Der Verschmelzungsvorgang wurde dort als zulässig gesehen, da es im Ergebnis der Muttergesellschaft freistehen müsse, ihre Tochter vor oder nach dem Verschmelzungsvorgang zu sanieren, wenn mit der Übernahme von Verbindlichkeiten keine Befreiung von Gesellschaftern der Mutter aus übernommenen Haftungen einhergeht.[1254] Dh, dass nach dem OGH ein Ausgleich des negativen Vermögens der Tochter- durch das positive Vermögen der Muttergesellschaft möglich ist. Jedenfalls muss aber dann die Muttergesellschaft die fälligen Verbindlichkeiten sämtlicher Gläubiger bedienen können und darf selbst durch die Übernahme

[1248] *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 136 verweist an dieser Stelle auf *Grossmayer*, ecolex 2013, 954 f; siehe auch *Mitterecker*, GES 2016, 151 ff.
[1249] Vgl etwa auch *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 80; *Köppl* in *U. Torggler*, GmbHG § 82 Rz 8; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein* (Hrsg), III. Verbotener Vermögenstransfer Rz 1/99; *Aburumieh*, ecolex 2020, 1073 (1073).
[1250] *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 136 verweist auf OGH 17.07.2013, 3 Ob 50/13 v.
[1251] So etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 136.
[1252] *Karollus*, ecolex 2022, 868; *Mitterecker*, GES 2016, 150 (151).
[1253] Vgl etwa OGH 25.11.2020, 6 Ob 203/20a, ecolex 2021, 234.
[1254] Ebd., (235).

des negativen Vermögens der Tochtergesellschaft nicht insolvenzreif werden. [1255] Nach dem OGH darf jedenfalls durch die Verschmelzung kein „insolvenzreifes Gebilde" entstehen.[1256]

Ein solches „insolvenzreifes Gebilde" wird regelmäßig durch den De-SPAC jedoch auch nicht entstehen, da die SPAC selbst ausreichend kapitalisiert ist und die Geschäftsleitung der SPAC sich davor hüten wird, eine stark überschuldete Gesellschaft als Ziel des De-SPAC auszuwählen. Dies schon, um die notwendige Mehrheit der Gesellschafter zu einer Zustimmung zum De-SPAC zu bewegen. Diese Problematik wird sich daher mE bei den meisten SPACs nicht stellen. Ansonsten verdient mE jedoch die Ansicht, dass eine Verschmelzung auf eine überschuldete Gesellschaft zulässig sein muss, sofern die Tochter die Überschuldung der Mutter durch Bilanzgewinne oder ausschüttbare Rücklagen ausgleichen kann,[1257] Zustimmung. Zulässige Gewinnausschüttungen stellen ja schon an sich keinen Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr dar. So sollte eine *Up-Stream* Verschmelzung einer Zielgesellschaft auf ein SPV zulässig sein, sofern in der Zielgesellschaft genügend ausschüttungsfähige Mittel vorhanden sind, um das negative Vermögen der SPV (nach Abzug der Beteiligung der SPV an der Zielgesellschaft) zu kompensieren und, wenn durch die Verschmelzung kein insolvenzreifes Gebilde entsteht (dh nach der Verschmelzung sämtliche Gläubiger der beteiligten Gesellschaften sichergestellt oder befriedigt werden können).[1258]

4.5.2.2.3 Fazit für SPACs

Handelt es sich beim De-SPAC um eine Verschmelzung wäre diese jedenfalls nicht *Down-Stream* (also von der Mutter- auf die Tochtergesellschaft), da Zweck des De-SPAC ja die Erlangung der Börsennotierung der Zielgesellschaft ist. Übernehmende Gesellschaft ist daher stets die SPAC und nicht die Zielgesellschaft (deshalb allenfalls *Up-Stream* Verschmelzungen denkbar). Dabei scheint die Erörterung der Zulässigkeit von *Up-Stream* Verschmelzungen nur auf den ersten Blick insofern eher theoretischer Natur, als ein De-SPAC mit einer überschuldeten Gesellschaft meist nicht die erforderliche Zustimmung der SPAC-Aktionäre finden würde. Die SPAC-Vorstandsmitglieder halten typischerweise nur etwa 20% der SPAC-Aktien und können daher nicht alleine über die Durchführung des De-SPAC entscheiden. Durchaus können aber Fälle vorkommen, in denen eine Finanzierung des Anteilserwerbs durch Fremdkapital erfolgt oder/und Sicherheitenbestellungen erfolgen. Dies schon allein, da aufgrund des sog Leverage-Effekts sich mit höherem Verschuldungsgrad sich auch die Eigenkapitalrentabilität erhöht, solange nur die Gesamtkapitalrentabilität höher als der anwendbare Zinssatz ist.[1259]

[1255] RIS-Justiz RS0133400.
[1256] OGH 25.11.2020, 6 Ob 203/20a; vgl etwa OGH 25.11.2020, 6 Ob 203/20a, ecolex 2021, 234; *Karollus*, ecolex 2022, 868 (872).
[1257] Vgl etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 136; *Karollus*, ecolex 2022, 868 (872).
[1258] Vgl etwa *Karollus*, ecolex 2022, 868 (872) mit Verweis auf OGH 25.11.2020, 6 Ob 203/20a; *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 52 Rz 21/6.
[1259] Dh, wenn die Aufnahme von Fremdkapital niedrigere Kosten verursacht, als die Rendite, die mit dem Einsatz von Fremdkapital erzielt wird, lohnt sich der Einsatz von Fremdkapital. Siehe *Steinhart*, Kapitalerhaltung (2009).

Diskussionswürdig ist die Konstellation *Up-Stream*, sofern dabei die Muttergesellschaft (also konkret die SPAC) überschuldet wäre. Wenn bspw die SPAC den Unternehmenserwerb mit EUR 40 Mio Eigenkapital und EUR 60 Mio Fremdkapital finanziert, führte dies dazu, dass die EUR 60 Mio Fremdkapital (also Verbindlichkeiten) nach der Transaktion in der verschmolzenen Gesellschaft bleiben. Dies würde für die Gläubiger der Zielgesellschaft (Tochter) (wenn diese etwa vorher keine oder geringere Verbindlichkeiten hatte), eine deutliche Schlechterstellung im Vergleich zur Situation vor der Durchführung der Transaktion bedeuten. Eine Gefährdung der Gläubiger liegt daher auch bei der *Up-Stream* Verschmelzung nach solch einem Bsp, wenn nämlich der Vermögenswert der Mutter ohne den Wert ihrer Beteiligung an der Tochter negativ ist, vor. Auch so eine Verschmelzung wäre wohl unzulässig.[1260] Dabei scheint nach der OGH-Rsp eine *Up-Stream* Verschmelzung einer Zielgesellschaft auf ein SPV zulässig, sofern in der Zielgesellschaft genügend ausschüttungsfähige Mittel vorhanden sind, um das negative Vermögen der SPV (nach Abzug der Beteiligung der SPV an der Zielgesellschaft) zu kompensieren und, wenn durch die Verschmelzung kein insolvenzreifes Gebilde entsteht (dh nach der Verschmelzung sämtliche Gläubiger der beteiligten Gesellschaften sichergestellt oder befriedigt werden können).[1261] Hier wird vertreten, dass dies wiederum zulässig sei, sofern die Tochter die Überschuldung der Mutter durch Bilanzgewinne oder ausschüttbare Rücklagen ausgleichen kann,[1262] was mE Zustimmung verdient. Dies, da Gewinnausschüttungen ja schon an sich keinen Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr darstellen.[1263]

Ganz generell sollen jedoch die Grundsätze der Einlagenrückgewähr nach einigen in der Lit nicht auf *Up-Stream* Verschmelzungen angewendet werden, da in solchen Fällen keine Leistungsgewährung an Gesellschafter, sondern lediglich ein Tausch von Aktiva erfolgt.[1264] Nach anderen Autoren sollen jedoch die Regelungen zur Einlagenrückgewähr auch auf *Up-Stream* Verschmelzungen analog angewendet werden, da es keinen Unterschied machen soll, ob nun das vom Einlagenrückgewährverbot umfasste verbotene Ergebnis durch *Down*- oder *Up-Stream* Verschmelzung erfolgt.[1265] Richtig ist, dass das Verbot der Einlagenrückgewähr dem Gläubigerschutz dient und zum Zweck die Erhaltung des Stammkapitals der Gesellschaft

---

[1260] *J. Reich-Rohrwig*, ecolex 2022, 628 (629) verweist ua auf *Kalss*, Verschmelzung, Spaltung, Umwandlung[3] § 224 AktG Rz 97 f; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 136; *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 100, Rz 102; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG[6] § 224 Rz 17; *Eckert/Schopper/Caramanica* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON § 224 Rz 22, 27; *Koppensteiner*, Verschmelzung und Vermögensbindung, wbl 1999, 333.

[1261] Vgl etwa *Karollus*, ecolex 2022, 868 (872); *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 52 Rz 21/6.

[1262] Vgl etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 136; *Karollus*, ecolex 2022, 868 (872).

[1263] So schon § 52 AktG: „Den Aktionären dürfen die Einlagen nicht zurückgewährt werden; sie haben, solange die Gesellschaft besteht, nur Anspruch auf den Bilanzgewinn".

[1264] Nämlich treten statt der Beteiligung an der Tochter direkt die Vermögenswerte der Tochter. Siehe etwa *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 52 Rz 21/6; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 136; *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[2] § 52 Rz 99 ff; *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler* GmbHG[3] § 82 Rz 17 f.

[1265] So *Doralt/Winner* in MünchKomm AktG[4] § 52 Rz 379; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 136 verweist auch auf *Mitterecker*, GES 2016, 150 (152 f); OGH 26.06.2003, 6 Ob 70/03t; OGH 26.08.2004, 6 Ob 165/04i.

als wesentlicher Haftungsfonds für ebendiese sicherstellen soll.[1266] Außerdem wird darin auch ein Schutz der Minderheitsgesellschafter vor Ungleichbehandlung gesehen.[1267] Es ist daher mE insofern auch die von jenen Autoren vertretene Meinung, dass jegliche Leistungen, die diesem Schutzzweck zuwiderlaufen auch vom Verbot der Einlagenrückgewähr (analog) umfasst sein sollen, verständlich. Nachvollziehbarer scheint jedoch die Begründung, dass, da hier keine Übertragung von Verbindlichkeiten von Gesellschafter auf Gesellschaft und auch keine Zuwendungen von Gesellschaft an Gesellschafter erfolgen, auch keine Einlagenrückgewähr vorliegen kann.[1268] Das Einlagenrückgewährverbot umfasst (sämtliche) Vermögensverschiebungen von der Gesellschaft an ihre Gesellschafter.[1269] Da es sich dabei um bloß „organisatorische Veränderungen" innerhalb der Konzernstruktur handelt, kein entgeltlicher Erwerb von Vermögen der Tochtergesellschaft erfolgt, es daher keine Gegenleistung gibt, sondern vielmehr nur der schon bisherige mittelbare Alleineigentümer die Vermögensgegenstände der Tochtergesellschaft in sein unmittelbares Eigentum überführt, sollte es rein logisch auch keinen Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr geben können.[1270]

Unzulässig kann eine *Up-Stream* Verschmelzung aber, dem OGH folgend, etwa sehr wohl sein, wenn die Muttergesellschaft etwa kurz vor Durchführung der Verschmelzung zum Zweck des Anteilserwerbs einen Kredit aufnimmt, da dies wirtschaftlich der Aufnahme des Kredits durch die Tochtergesellschaft entspricht und eine Finanzierung des Erwerbs eigener Anteile darstellen würde.[1271] Dies ist aber, wie dies auch der OGH zutreffend sieht, keine Frage des Einlagenrückgewährverbots aufgrund *Up-Stream* Verschmelzung.[1272]

Selbst wenn man aber zum Schluss käme, dass Fälle der *Up-Stream* Verschmelzung nicht gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr verstoßen könnten, ist damit jedoch noch nicht gesagt, dass solche schrankenlos und auch unter Beteiligung von überschuldeten Gesellschaften zulässig sind. So soll eine solche Verschmelzung nach einigen in der Lit aufgrund der allg Grundsätze des Kapitalgesellschaftsrechts nichtig sein, sofern aus den Bilanzen der Gesellschaften die mangelnde Deckung der Verbindlichkeiten durch das nach der Verschmelzung bei der

[1266] stRsp, vgl RIS-Justiz RS0105518 und FN 1267.
[1267] Vgl etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 3ff; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 8; nach *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG[3] § 82 Rz 3 ist die Gleichbehandlung der Gesellschafter allenfalls Nebenfolge, jedoch der Schutz der Gläubiger der Hauptzweck.
[1268] So etwa *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 99 verweist ua auf *Saurer*, Leveraged Management Buy-Out (1995) 322f; *Koppensteiner*, wbl 1999, 333 (339); *Szep* in *Jabornegg/Strasser* (Hrsg), AktG[4] (2011) § 224 Rz 17; aA *M. Doralt*, Management Buyout (2002) 260 ff; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 136; *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[2] § 224 Rz 60. Vgl auch etwa *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 52 Rz 21/6.
[1269] Vgl etwa *Köppl* in *U. Torggler*, GmbHG § 82 Rz 8 verweist auf RIS-Justiz RS0105518 [T1]; RS0105532; RS0105540 [T3].
[1270] Vgl etwa *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 99 und zum Problem etwa auch *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 52 Rz 21/6. So der Logik nach wohl auch *Hörlsberger* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 115 GmbHG Rz 21.
[1271] Vgl etwa *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 100 und bereits oben zu OGH 20.03.2013, 6 Ob 48/12w; *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[2] § 224 Rz 60.
[1272] Vgl auch *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 136.

übernehmenden Gesellschaft vorhandene Aktivvermögen ersichtlich ist.[1273] In einem solchen Fall sei die Verschmelzung aufgrund der Gefährdung von Gläubigern sittenwidrig, da die Erfüllbarkeit der Sicherheitsleistungsansprüche gefährdet sei (auch wenn im Einzelfall anderes gelten könne).[1274] Nach einigen in der Lit kann insb bei Leveraged Buyouts bzw Management Buyouts eine Umgehung des Einlagenrückgewährverbots angenommen werden, wenn für die Finanzierung des Anteilserwerbs ein Kredit aufgenommen und in zeitlicher Nähe dazu die Transaktion durchgeführt wird.[1275] Danach wäre etwa ein Fall wie jener in der OGH-Entscheidung zu 6 Ob 48/12w unzulässig.[1276] Kritik wird an dieser Ansicht von anderen Autoren ua deswegen geübt, weil das Kapitalerhaltungsrecht keinen Raum für Einzelbetrachtungen biete, sondern hier Vorgänge entweder erlaubt seien oder eben nicht, unabhängig davon ob im konkreten Einzelfall eine Gläubigergefährdung vorliege.[1277] Nach anderen Autoren soll es einen Wertungswiderspruch darstellen, wenn bei unterschiedlichen Verschmelzungsrichtungen, wobei die Wahl der Richtung von der Entscheidung der Muttergesellschaft abhänge, unterschiedliche Schutzniveaus gelten sollen. Auch bei einer Schwesternkonstellation liege eine sittenwidrige Gläubigergefährdung vor und sei die Verschmelzung nichtig, sofern die verschmolzene Gesellschaft überschuldet sei.[1278]

Auch wenn mE der Ansicht zuzustimmen ist, dass eine *Up-Stream* Verschmelzung jedenfalls dann zulässig sein muss, sofern ein Ausgleich des nach Abzug der bestehenden Beteiligung an der Tochtergesellschaft verbleibende negative Vermögen der übernehmenden (Muttergesellschaft) durch ausschüttungsfähigen Gewinn und ungebundene Rücklagen möglich ist,[1279] ergibt sich insgesamt jedoch aus der Tatsache, dass es zu den Fällen der *Up-Stream* im Vergleich zur *Down-Stream* Verschmelzung weniger gesicherte (durch Rsp gefestigte) Grundsätze, sondern vielmehr nur sehr unterschiedliche Literaturmeinungen gibt, erhöhte Unsicherheit für die beteiligten Gesellschaften in solchen Konstellationen.[1280] Diese Unvorhersehbarkeit betreffend der Frage nach der Zulässigkeit der *Up-Stream* Verschmelzung bei hohem Verschuldensgrad der übernehmenden Gesellschaft kann auch für SPACs relevant

[1273] Vgl etwa *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG[3] § 82 Rz 17f; *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 101 und auch *Grossmayer*, ecolex 2013, 951 (954f), der ein Verbot aus „allgemeinen Prinzipien" nämlich konkret Umgehung des Einlagenrückgewährverbots und der sittenwidrigen Gläubigerschädigung ableiten will.

[1274] Siehe *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG[3] § 82 Rz 17f; *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 101 verweist auf *Koppensteiner*, wbl 1999, 333 (339 f); vgl auch etwa *Grossmayer*, ecolex 2013, 951 (954f).

[1275] So etwa *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 100; *Grossmayer*, ecolex 2013, 951 (955).

[1276] Vgl etwa *Grossmayer*, ecolex 2013, 951 (955).

[1277] *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 101 verweist auf *Saurer*, Die verbotene Einlagenrückgewähr beim „Downstream-Merger"Eine Replik zu *Aman*, „Down Stream Fusion", RdW 1996, 155 (156); *M. Doralt*, Management Buyout (2002) 240.

[1278] Vgl etwa *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG[3] § 82 Rz 17f. Wie bereits oben festgehalten, darf auch nach Ansicht des OGH durch die Verschmelzung kein insolvenzreifes Gebilde entstehen.

[1279] Vgl etwa *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 102 verweist auch auf *Koppensteiner*, wbl 1999, 333 (339 f); *G. Nowotny*, Umgründungsrecht wohin? oder Der Hilferuf eines Firmenbuchrichters, ecolex 2000, 116 (118).

[1280] Vgl auch allg *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 99; *Grossmayer*, ecolex 2013, 951 (954).

sein (jedenfalls sofern es sich beim De-SPAC um eine solche *Up-Stream* Verschmelzung handelt).

Eine weitere Frage stellt sich potentiell bei der Bestellung von Sicherheiten. Ganz generell kann auch in einer Sicherheitenbestellung ein Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr liegen.[1281] So wäre etwa eine Verpfändung der Anteile der Zielgesellschaft für einen von der übernehmenden Gesellschaft aufgenommenen Kredit unzulässig. Daran würde nach einigen in der Lit auch eine spätere *Down-Stream* Verschmelzung, durch die die übernehmende Gesellschaft ja selbst zur Schuldnerin würde nichts ändern, sofern das Vermögen der Muttergesellschaft negativ ist.[1282] Die Besicherung der Anteilsfinanzierung durch die Zielgesellschaft ist jedenfalls meist unzulässig, da nicht betrieblich veranlasst.[1283] Wie generell bei der Prüfung eines möglichen Verstoßes gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr müsste die Sicherheitenbestellung einem Fremdvergleich standhalten (also in der konkreten Situation überhaupt und zu den gleichen Bedingungen auch einem Dritten gewährt worden sein können).[1284] Ein objektives Missverhältnis indiziert dabei zumindest verbotswidriges Verhalten.[1285] Freilich gilt dies nur, wenn ein solches Missverhältnis zulasten der Gesellschaft ausfällt.[1286] Eine betriebliche Rechtfertigung kann sich etwa auch aus Synergieeffekten, die durch die Verschmelzung entstehen, ergeben (und eine objektive Inäquivalenz ausgleichen).[1287]

Richtigerweise kann die Erlangung der Börsennotierung durch den De-SPAC für die Zielgesellschaft keine betriebliche Rechtfertigung einer ansonsten objektiv nachteiligen Leistung darstellen, da die Zielgesellschaft diese auch auf andere und wohl kostenschonendere Weise erreichen könnte.[1288] Schließlich müsste die übernehmende Gesellschaft selbst über genügend Bonität verfügen und dürfte durch die Sicherheitenbestellung keine Existenzgefährdung der Zielgesellschaft herbeiführen.[1289] Dabei wird auch oft das Schlagwort „Klumpenrisiko“ vorgebracht, welches Nicht-Banken bei der Gewährung von Krediten bzw Bestellung von Sicherheiten regelmäßig eingehen.[1290] Nach dem OGH darf eine Gesellschaft

---

[1281] Vgl etwa noch einmal RIS-Justiz RS0105534 und RS0105538.

[1282] Vgl *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG[3] § 82 Rz 17a verweisen ua auf *Kalss* in *Kalss*, § 224 AktG Rn 9; *Saurer*, Leveraged Management Buy-Out (1995) 239 ff, *Saurer*, Die verbotene Einlagenrückgewähr beim „Downstream-Merger“Eine Replik zu Aman, „Down Stream Fusion“, RdW 1996, 155 gegen *Aman*, „Down Stream Fusion“, Verbot der Einlagenrückgewähr, Gläubigerschutz und Minderheitenrechte, RdW 1995, 292, *Aman*, Nochmals: Down Stream Fusion - verbotene Einlagenrückgewähr und Gläubigerschutz, RdW 1996, 465; OGH 25.6.1996, 4 Ob 2078/96, JBl 1997, 108 (*Hügel*).

[1283] *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 129.

[1284] Vgl etwa RIS-Justiz RS0105540 [T7; T8]; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 129; *Köppl* in *U. Torggler*, GmbHG § 82 Rz 18.

[1285] Vgl etwa *Köppl* in *U. Torggler*, GmbHG § 82 Rz 19 mit Verweis auf 6 Ob 271/05d ÖBA 2006, 300.

[1286] Vgl etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 89; *Köppl* in *U. Torggler*, GmbHG § 82 Rz 19.

[1287] Vgl etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 129 mit Verweis auf OGH 29.9.2010, 7 Ob 35/10p ÖBA 2011/1694 = GesRZ 2011, 110.

[1288] Siehe etwa auch *Reich-Rohrwig*, Verschmelzung von SPAC mit Target - zulässig oder unzulässig?, ecolex 2022, 628 (630).

[1289] Vgl etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 129; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein* (Hrsg), III. Verbotener Vermögenstransfer Rz 1/138.

[1290] OGH 29.08.2017, 6 Ob 114/17h; vgl etwa auch *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 105; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 112.

nämlich nur ausnahmsweise Darlehen an ihre Gesellschafter begeben, wenn die Leistung mit der Sorgfalt eines ordentlichen Geschäftsleiters vereinbar ist. Dies insb aufgrund der im Gegensatz zu Banken fehlenden Möglichkeit der Risikostreuung.[1291] Auch dies muss bei der Beurteilung der Angemessenheit der Konditionen berücksichtigt werden.[1292] Einer Prüfung eines Fremdvergleichs ist dabei vorgelagert, ob eine Sicherheitenbestellung an einen gesellschaftsfremden Dritten überhaupt erfolgt wäre.[1293]

Nun wären bei einer De-SPAC Konstellation auch Fälle denkbar, in denen die Zielgesellschaft Sicherheiten für von der SPAC aufgenommene Kredite oder Darlehen, die zur Finanzierung des Anteilserwerbs dienen sollen, bestellen soll, oder gar selbst Kredite zu diesem Zweck aufnimmt. Nach der Rsp stellt ein Vorgehen, wonach eine Erwerbsgesellschaft gegründet wird, zur Finanzierung des Anteilserwerbs an einer Zielgesellschaft Kredite aufnimmt, Anteile an einer Zielgesellschaft erwirbt und diese später *Up-Stream* auf sich als aufnehmende Gesellschaft verschmilzt, ohne die Berücksichtigung des Vermögens der Zielgesellschaft die aufgenommenen Fremdmittel aber nicht zurückführen kann, einen Verstoß gegen das Einlagenrückgewährverbot dar.[1294] Nach der Rsp liegt sowohl in einer Sicherheitenbestellung als auch in der Aufnahme eines Kredits durch die Zielgesellschaft, durch welchen dem Erwerber die Mittel zur Finanzierung des Anteilserwerbs zur Verfügung gestellt werden, ein Verstoß gegen das Einlagenrückgewährverbot. Wesentlich ist immer, ob das konkrete Geschäft auch so geschlossen worden wäre, wenn kein Gesellschafter einen Vorteil daraus gezogen hätte.[1295]

Allenfalls str ist, ob bei Anteilsübertragung durch Einzelrechtsnachfolge (also jedenfalls nicht, wenn der De-SPAC eine Verschmelzung ist) auch den Erwerber eine mit dem Anteil verbundene Haftung eines Verstoßes gegen das Einlagenrückgewährverbot treffen soll.[1296] Wohl zutreffend ist dabei die Ansicht, dass einen Erwerber eines Geschäftsanteils nur in Fällen der Kollusion oder zumindest grob fahrlässiger Unkenntnis der Einlagenrückgewähr eine Haftung – neben dem Veräußerer – treffen soll.[1297] Da es sich bei De-SPACs meist um Verschmelzungen handelt, wäre dies jedoch in der Praxis für SPACs weniger relevant. Abgesehen davon würden bei einer Finanzierung des Anteilserwerbs bzw auch bei Besicherung der Finanzierung des Anteilserwerbs (etwa durch Besicherung eines Kredits) durch die

[1291] OGH 29.08.2017, 6 Ob 114/17h.
[1292] Vgl etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 114; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 106.
[1293] RIS-Justiz RS0105540 [T 8]; zuletzt auch OGH 29.08.2017, 6 Ob 114/17h.
[1294] *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 137 mit Verweis auf *Mitterecker*, GES 2016, 157.
[1295] RIS-Justiz RS0105540; *Karollus*, ecolex 2022, 868 (872).
[1296] Vgl etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 78 verweist auf *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG[3] § 83 Rz 6 dagegen; und dafür *Reich-Rohrwig*, Kapitalerhaltung 165 f; und *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 67.
[1297] Vgl etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 67; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 78; und generell zur Haftung gesellschaftsfremder Dritter etwa *Köppl* in *U. Torggler*, GmbHG § 82 Rz 17; RIS-Justiz RS0105536.

Zielgesellschaft in einer Form, die gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr verstößt, ohnehin sowohl Veräußerer als auch Erwerber des Anteils haften.[1298]

Es sei jedoch der Bestandsschutz des § 230 Abs 2 AktG in Erinnerung gerufen, wonach Mängel im Zuge der Verschmelzung deren Wirkungen nach erfolgter Eintragung im Firmenbuch unberührt lassen. Davon sind sämtliche Mängel umfasst (nicht nur etwa des Verschmelzungsbeschlusses, oder -vertrags, sondern auch etwa die Strukturveränderung vorbereitende Beschlüsse, zB verschmelzungsbedingter Kapitalerhöhungsbeschluss).[1299] Wesentlich ist, dass ein solcher Mangel auch in einem Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr liegen kann.[1300] Wird also zur Anteilsfinanzierung ein Kredit aufgenommen oder eine Sicherheit bestellt und dadurch (nach den in den vorigen Kapiteln dargestellten Grundsätzen der OGH-Jud) gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr verstoßen, erfolgt aber dennoch die Eintragung der Verschmelzung, kommt es nicht zur Rückabwicklung der Verschmelzung. Die verbotene Einlagenrückgewähr an sich wird aber nicht geheilt. Dh ein zB gegen das Einlagenrückgewährverbot verstoßender Kreditvertrag kann dennoch nichtig sein und den gegen das Verbot verstoßenden Gesellschafter rückersatzpflichtig machen.[1301] Dabei wird (bei solchen verdeckten Verstößen gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr)[1302] zT, wie bereits erwähnt, vertreten, dass eine Teilunwirksamkeit möglich sei. Wenn nach dem tatsächlichen oder hypothetischen Parteiwillen das Geschäft auch in Bezug auf die nicht gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr verstoßenden Teile geschlossen worden wäre, könne nach dieser Meinung der Vertragsabschluss in diesem Umfang (also der zulässigen Teile) als gültig qualifiziert werden.[1303] Die bereits eingetragene Verschmelzung, also der De-SPAC, würde aber wirksam bestehen bleiben.

Wird gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr verstoßen, ist str, ob dies zu einer absoluten oder bloß geltend zu machenden (relativen) Nichtigkeit[1304] des Rechtsgeschäfts, durch das gegen das Verbot verstoßen wird, führt. Nach der hA und stRsp handelt es sich jedoch um eine absolute Nichtigkeit gem § 879 ABGB.[1305] Dies wird ua damit begründet, dass die Wirkung

---

[1298] Vgl etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 67; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 80 verweist auf *Reich-Rohrwig*, Grundsatzfragen der Kapitalerhaltung bei der AG, GmbH sowie GmbH & Co KG (2004) 200 f.

[1299] Vgl etwa *Schörghofer* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 230 Rz 5 (Stand 1.6.2021, rdb.at); *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 230 AktG Rz 12f.

[1300] Vgl etwa *Schörghofer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 230 Rz 5; *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 230 AktG Rz 14; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 230 Rz 11.

[1301] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 230 AktG Rz 14; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 230 Rz 11; *Grossmayer*, ecolex 2013, 951 (951, 955).

[1302] Während bei offenen Verstößen nach der hM unstr Gesamtnichtigkeit anzunehmen ist. Siehe etwa *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 52 Rz 72; *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 116.

[1303] Vgl etwa *Artmann*, Einlagenrückgewähr und Sicherheiten von Gesellschaftern und Dritten, ecolex 2018, 146 (148f); *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 117.

[1304] So zumindest noch *Arnold*, Verdeckte Gewinnausschüttung im Handelsrecht, GesRZ 1985, 86 (97); *Krejci*, Zum GmbH-rechtlichen Ausschüttungsverbot, wbl 1993, 269; *Krejci* in *Kramer/Schuhmacher* (Hrsg), Festschrift für Hans-Georg Koppensteiner zum 65. Geburtstag (2001) 115. Siehe *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 73.

[1305] *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 72 verweist ua auf *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, GesR[2], Rz 4/425; *Haberer* in *Haberer/Krejci*, Konzernrecht, Rz 11.205 ff; *Artmann* in

eines Gesetzesverstoßes nach dem Zweck der Verbotsnorm zu beurteilen ist und die absolute Nichtigkeit den weitestreichenden Schutz vor dem Hintergrund des Gläubigerschutzes bieten würde.[1306] Anderes gelte freilich aufgrund besonderer gesetzlicher Anordnung, etwa bei Umgründungen (wie für die gegenständliche Arbeit insb relevant, Verschmelzungen), wo ein Bestandsschutz nach wirksamer Eintragung ins Firmenbuch zum Tragen kommt. Wenn daher im Zuge der Transaktion gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr verstoßen wird, kann es jedenfalls nicht zur Nichtigkeit kommen, sondern kommt allenfalls Wertausgleich in Betracht.[1307] Ein potentieller Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr ist im Allg jedoch auch vom Firmenbuch von Amts wegen zu prüfen und, im Falle eines Verstoßes, die Eintragung zu verweigern.[1308]

In der Lit wird zutreffend hervorgehoben, dass die Folge der Gesamtnichtigkeit auch für die Gesellschaft nachteilig sein kann, wenn diese ein Interesse an der Aufrechterhaltung der nicht gegen das Einlagenrückgewährverbot verstoßenden Teile hat.[1309] So soll es etwa auch widersinnig sein, eine gänzliche Nichtigkeit und eine Rückabwicklungspflicht anzunehmen, wenn etwa nur irrtümlich für die Gesellschaft nachteilige Konditionen vereinbart wurden und es den Parteien schließlich freistehe den Vertrag unter angemessenen Konditionen erneut abzuschließen.[1310] Daneben wird zT auch ein generelles Wahlrecht der Gesellschaft (auch gegen den Willen des Gesellschafters, also einseitig) angenommen.[1311] Nach anderen in der Lit sei auf den hypothetischen Parteiwillen jedenfalls dann abzustellen, wenn sich nach dem Normzweck weder ein Vorrang der Gesamt- noch der Teilnichtigkeit ergebe. Dabei sei dann rein auf objektive Kriterien (wenn ein ordentlicher Geschäftsleiter den Vertrag auch zu drittvergleichsfähigen Bedingungen abgeschlossen hätte, kommt es zur Vertragsanpassung)

Jabornegg/Strasser (Hrsg), AktG[5] (2011) § 52 Rz 72; *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 117; *Reich-Rohrwig*, Kapitalerhaltung 163 ff; *Gellis/Feil*[7] § 82 Rz 4; *Auer* in *Gruber/Harrer*, GmbHG § 82 Rz 63; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, GmbHG § 83 Rz 38; OGH 25.06.1996, 4 Ob 2078/96h.

[1306] *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 75.

[1307] Ebd; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 83 GmbHG Rz 41 verweist auf OGH 24.11.2015, 1 Ob 28/15x – *Kneisz II*, NZ 2016, 147 (*Auer*) = GesRZ 2016, 219 (*Arlt*) = *Mitterecker*, GES 2016, 150; 13.12.2016, 3 Ob 167/16d (zu einer errichtenden Umwandlung); *H. Foglar-Deinhardstein/Hartig* in *Kalss/Frotz/Schörghofer*, Handbuch für den Vorstand, Kap 31 Rz 44. Zum Bestandsschutz nach bereits erfolgter Eintragung siehe aber bereits zuvor und etwa *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 230 Rz 10; *Aburumieh/Adensamer/Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, GmbHG (2017) § 98 GmbHG Rz 30.

[1308] Siehe *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 75 verweist ua auf OGH 15.4.2010, 6 Ob 226/09t.

[1309] Siehe etwa *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG[6] § 52 Rz 72; *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 119.

[1310] *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 119; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 52 AktG Rz 97; *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 168.

[1311] So etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 82 GmbHG Rz 168. Auch nach diesem soll aber dem Aktionär (Gesellschafter) kein solches Wahlrecht zustehen und diesem nicht möglich sein, dass Geschäft gegen den Willen der Gesellschaft durch Leistung des „angemessenen" Preises zu retten. *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 52 AktG Rz 97. Vgl auch *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 77.

abzustellen, subjektive Vorstellungen des Gesellschafters seien nicht entscheidend.[1312] Nach wieder anderen in der Lit sei jedoch ein Abstellen auf den hypothetischen Parteiwillen (wie zT in der Lit vertreten und auch vom OGH in OGH 1.9.2010, 6 Ob 132/10w und OGH 13.9.2012, 6 Ob 110/12p angenommen) entgegen der herrschenden Lehre und auch vorangehender Jud des OGH. Dies, da die beiden OGH-Entscheidungen, in denen dies vertreten wurde, nicht verallgemeinerungsfähig seien und nicht vom Abstellen auf den Verbotszweck der übertretenen Norm zugunsten des hypothetischen Parteiwillens abzugehen sei. Damit sollen jene Rechtsgeschäfte rückabzuwickeln sein, die nicht im Interesse der Gesellschaft sind.[1313] Nach einigen in der Lit soll jedoch insofern eine Mittellösung zwischen Teil- und Gesamtnichtigkeit eingeschlagen werden, als der Gesellschaft die Wahl zukommen soll, das Geschäft entweder rückabzuwickeln oder anzupassen und den erlittenen Nachteil vom jew Gesellschafter ersetzt zu bekommen.[1314] Jedoch wird auch noch vertreten, dass dem jew Gesellschafter stets die Möglichkeit zukommen soll, durch Aufzahlung auf den wahren Wert das jew Rechtsgeschäft retten zu können. Dies wird jedoch wohl zu Recht kritisiert, da es nicht um das Interesse des Gesellschafters geht und das Abstellen auf den wahren Wert praktisch auch zu Schwierigkeiten führen wird, da der „wahre Wert" oft schwer ermittelbar sein wird.[1315]

Für SPACs bedeutet dieser durchaus sehr unterschiedliche Meinungsstand jedenfalls ein gewisses Maß an Unsicherheit was die Rechtsfolgen eines gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr abgeschlossenen Rechtsgeschäfts (etwa Kreditvertrag oder Sicherheitenbestellung iZm dem De-SPAC) betrifft. Stellte man (nach den zitierten OGH-Entscheidungen aus 2010 und 2012) auf den hypothetischen Parteiwillen ab, müsste (ultimativ vom Richter) eruiert werden, ob vernünftige Parteien das gesamte Rechtsgeschäft nicht abgeschlossen hätten, oder es schon, aber nur mit anderem Inhalt abgeschlossen hätten. Dass dies selbst nicht unbedingt zur Voraussehbarkeit der Folgen eines Verstoßes gegen das Einlagenrückgewährverbot beitragen würde, liegt auf der Hand. Stellte man zuvorderst auf den Verbotszweck der übertretenen Norm ab, wie dies der OGH in 6 Ob 195/18x zu tun scheint,[1316] hätte dies eine Rückabwicklung von Geschäften, die nicht dem Interesse der Gesellschaft entsprechen, zur Folge.[1317] Dass die Gesamtnichtigkeit nicht in jedem Fall im Interesse der Gesellschaft liegen kann, ist leicht nachvollziehbar und wäre daher eine Anpassung des Geschäfts an fremdübliche Konditionen wohl die praktischere und zweckmäßigere

[1312] Vgl etwa *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 119; *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 52 Rz 72.
[1313] *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 76, wobei auch diese der Gesellschaft ein Wahlrecht zwischen Rückabwicklung und Vertragsanpassung und Ersatz des erlittenen Nachteils durch den Gesellschafter zugestehen wollen, siehe ebd Rz 77.
[1314] *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 77 verweist auf *Karollus*, Zur Reichweite der Nichtigkeitssanktion bei verdeckten Gewinnausschüttungen, ecolex 2008, 47; *Karollus* in *Leitner*, Handbuch verdeckte Gewinnausschüttung[2]; 77; aA *Haberer* in *Haberer/Krejci*, Konzernrecht, Rz 11.212 f.
[1315] *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 77 verweist auf *Böhler*, Nichtigkeit des Geschäfts bei verdeckter Einlagenrückgewähr?, ÖBA 2004, 433.
[1316] Vgl etwa *Foglar-Deinhardstein*, Einlagenrückgewähr: Unechte Dritte und Umfang der Nichtigkeit?, ÖJZ 2019, 938.
[1317] *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 119; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 76.

Variante.[1318] Eine solche generelle Anwendbarkeit der Teilnichtigkeit bzw gar eine Wahlmöglichkeit der Gesellschaft das Geschäft idS anzupassen wird jedoch zwar von einigen in der Lit vertreten, aber so weit ersichtlich nicht vom OGH. Dieser hat in 6 Ob 195/18x lediglich ein Wahlrecht des Gesellschafters auf Vertragsanpassung gegen den Willen der Gesellschaft – durchaus nachvollziehbar – abgelehnt.[1319] Sollte im Zuge (der Finanzierung) des De-SPAC gegen das Einlagenrückgewährverbot verstoßen werden, bleibt es daher für SPACs an der bereits angesprochenen Unsicherheit bezüglich der Folgen eines solchen Verstoßes (Teil- oder Gesamtnichtigkeit, allenfalls ein Wahlrecht der Gesellschaft), jedenfalls für die Dauer der (fünfjährigen) Verjährungsfrist des § 83 Abs 5 GmbHG bzw § 56 Abs 4 AktG. Da der Rückerstattungsanspruch nach dem OGH[1320] wahlweise aber auch auf Bereicherungsrecht gestützt werden kann (in der Lit umstritten), gilt dieses potentielle Rückabwicklungsrisiko jedoch auch für die lange Verjährungsfrist (nach der Jud 40 Jahre bei juristischen Personen, wenngleich es hierzu in der Lit kritische Stimmen gibt, wonach auch für juristische Personen die lange Verjährungsfrist nur 30 Jahre betragen soll[1321]) zu befürchten.[1322]

4.5.2.3 Exkurs: Sanierungsfusionen

Unter „Sanierungsfusionen" versteht man allg Verschmelzungen, die zum Zweck der Sanierung einer der beteiligten Gesellschaften durchgeführt werden. Zumindest eine der beteiligten Gesellschaften befindet sich dabei also in einer wirtschaftlich prekären Situation und soll mit einer „gesunden" Gesellschaft fusioniert werden. Die sanierungsbedürftige Gesellschaft kann dabei nach der Verschmelzung weiterbestehen oder auf die übernehmende (gesunde) Gesellschaft übertragen werden und ohne Durchführung einer Liquidation untergehen. Dabei ist jedoch nicht klar welche Merkmale (zB URG-Kennzahlen) konkret gegeben sein müssen, um vom Vorliegen einer solchen Sanierungsfusion auszugehen. Spezielle Vorschriften für solche Sanierungsfusionen kennt weder das österreichische AktG, das EU-UmgrG, noch das SpaltG. Dabei ist zu beachten, dass für die Gesellschafter der sanierungsbedürftigen Gesellschaft durch das im Zuge der Verschmelzung festzulegende Umtauschverhältnis die selben Wirkungen wie bei einem Kapitalschnitt eintreten werden. Ihre nominale Beteiligung wird aufgrund der wirtschaftlich ungleichen Situation der beiden Gesellschaften an der übernehmenden Gesellschaft deutlich geringer ausfallen. Schon eingetretene Verluste werden

[1318] So etwa auch *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 77; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 52 AktG Rz 97.
[1319] OGH 20.12.2018, 6 Ob 195/18x. Vgl etwa OGH 6 Ob 195/18x, ZFS 2019, 8 (*Karollus*); OGH 6 Ob 195/18x = GesRZ 2019, 193 (*Schramm/Kalss*).
[1320] RIS-Justiz RS0128167.
[1321] Vgl gegen die Jud und hL *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 83 Rz 48; wohl auch *Koppensteiner/Rüffler* in *Koppensteiner/Rüffler*, § 83 Rz 11; *Auer* in *Gruber/Harrer*, GmbHG § 83 Rz 25.
[1322] *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 52 Rz 73; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 83 Rz 34ff; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 77 verweisen ua auf OGH 13.09.2010, 6 Ob 110/12p SZ 2012/90; OGH 20.03.2013, 6 Ob 48/12w; OGH 26.4.2016, 6 Ob 79/16k GesRZ 2016, 412 (*Artmann*).

daher gewissermaßen im Durchführungszeitpunkt „abgerechnet". Insofern ergeben sich auch Parallelen zwischen Sanierungsfusion und vereinfachter Kapitalherabsetzung.[1323]

Solche Sanierungsfusionen erfolgen zumeist innerhalb eines Konzerns.[1324] Zu beachten ist, dass eine Sanierungsfusion wohl nur zulässig ist, wenn die resultierende Gesellschaft nach Durchführung der Verschmelzung einen positiven Verkehrswert aufweist.[1325] Ein Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr, insb bei *Down-Stream* Verschmelzungen und das daraus gefolgerte Verbot des positiven Verkehrswerts stellt sich jedoch freilich nur bei konzerninternen Verschmelzungen.[1326] Nach der Rsp des OGH ist eine *Up-Stream* Verschmelzung einer überschuldeten Tochtergesellschaft an sich möglich, solange dadurch kein „insolvenzreifes Gebilde" entsteht.[1327] Der OGH schließt sich dabei der hM der Lit an, wonach es keinen Unterschied machen kann, ob die Mutter die Tochter vor Durchführung der Verschmelzung saniert, oder ob die überschuldete Tochtergesellschaft „direkt" auf die Mutter verschmolzen wird.[1328]

Interessant ist an dieser Stelle die Frage, ob sich für die Geschäftsführer besondere Pflichten iZm der Durchführung einer Sanierungsfusion ergeben. Dies, weil idZ insb an eine Gefährdung der Gläubiger zu denken ist. Insgesamt erhöht sich natürlich die Anzahl der Gläubiger der aus der Verschmelzung resultierenden Gesellschaft, die auf einen nunmehr „einzigen" Haftungsfonds zugreifen können. Insb die Gläubiger der wirtschaftlich „gesunden" der beteiligten Gesellschaften sind dabei insofern schlechter gestellt als vor der Verschmelzung, als nunmehr auch die Gläubiger der sanierungsbedürftigen Gesellschaft mit ihren Forderungen hinzukommen, sich aber die wirtschaftliche Lage der übernehmenden Gesellschaft nicht verbessert (sondern allenfalls verschlechtert) hat. Der Haftungsfonds verringert sich und die Chance der Einbringlichkeit der Forderung sinkt daher für die Gläubiger der wirtschaftlich gesunden Gesellschaft. Bei Sanierungsfusionen ergibt sich die Sonderkonstellation, dass die Gläubiger der sanierungsbedürftigen Gesellschaft nach Durchführung der Verschmelzung bessergestellt sind, da ihnen nunmehr der Haftungsfonds der wirtschaftlich „gesunden" Gesellschaft zur Verfügung steht. Wie generell bei Verschmelzungen, ist auch hier die Festlegung des Umtauschverhältnisses wesentlich und ist von der Geschäftsführung dessen „Angemessenheit" (§ 225 Abs 1 lit c AktG) zu beachten. Dabei ist jedoch zu betonen, dass es nicht ein einzig objektiv richtiges Umtauschverhältnis gibt, sondern iW der Wert der angebotenen Anteile an der „neuen" (übernehmenden) Gesellschaft, den Wert der bisher an der

---

[1323] *Hartlieb/Zollner*, Sanierungsfusionen, ecolex 2015, 970 (970f) vgl allg zum Begriff auch etwa *Wimmer*, GesRZ 2019, 143 (143).
[1324] *Wimmer*, GesRZ 2019, 143 (143).
[1325] *Hartlieb/Zollner*, ecolex 2015, 970 (971); siehe dazu auch näher im Kapitel 4.4.
[1326] *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 224 AktG Rz 76; *Aburumieh/Adensamer/Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, GmbHG § 98 Rz 30.
[1327] OGH 25.11.2020, 6 Ob 203/20a; RIS-Justiz RS0133400; vgl etwa auch OGH 25.11.2020, 6 Ob 203/20a, GES 2021, 404; *Tomic*, Zur Zulässigkeit von up-stream Verschmelzungen überschuldeter Tochtergesellschaften (Sanierungsverschmelzungen): Anmerkungen zu OGH 6 Ob 203/20a, wbl 2021, 369; *Eckert*, Die Verschmelzung nach dem EU-UmgrG, GesRZ 2023, 292 (297).
[1328] In OGH 25.11.2020, 6 Ob 203/20a wird dabei ua auf *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung - Spaltung - Umwandlung[2] § 224 AktG, Rz 57 ff; *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[2] § 52 Rz 103 f; *Eckert/Schopper* in *U. Torggler*, GmbHG (2014) § 101 Rz 31; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, § 82 GmbHG Rz 137 verwiesen.

„alten“ (übertragenden) Gesellschaft gehaltenen Anteile erreicht. Abgestellt wird dabei auf den Ertragswert der beteiligten Gesellschaften als Unternehmenswert. Bei Sanierungsfusionen kommt es häufig zu einer Art „Kapitalschnitt“ und massiven Verwässerung für die Gesellschafter der sanierungsbedürftigen Gesellschaft.[1329] In Deutschland hat der BGH bereits ausdrücklich Sanierungsfusionen als zulässige Restrukturierungsmaßnahmen anerkannt, wobei er als Maßstab der Zulässigkeit sieht, ob die aus der Verschmelzung resultierende Gesellschaft materiell insolvent sein würde.[1330]

Es sei an dieser Stelle jedoch betont, dass eine Sanierungsfusion bei De-SPACs praktisch selten vorkommen wird Dies zum einen, weil eine sanierungsbedürftige Gesellschaft selbst kaum vernünftigerweise einen Börsengang anstreben wird. Dies schon alleine, weil sie nicht die finanziellen Mittel für die Durchführung eines Börsengangs haben würde. Zum anderen, wären die Anteilseigner einer SPAC wohl selten von der Attraktivität einer solchen Sanierungsverschmelzung zu überzeugen und zu einer entsprechenden Zustimmung bereit. Die Identifizierung einer attraktiven Zielgesellschaft ist schließlich gerade die Hauptaufgabe des Vorstands einer SPAC. IdS „sanierungsbedürftige“ Gesellschaften (zieht man für die Einordnung als solche nun die URG-Kennzahlen[1331] heran oder lässt dafür schon geringere Schwellen genügen) werden wohl kaum attraktive Ziele darstellen.

4.5.2.4 Kapitalentsperrender Effekt

4.5.2.4.1 Problem

Bei der Verschmelzung kann es zu einem kapitalentsperrenden Effekt kommen. Für die SPAC ist wiederum nur die *Up-Stream* Konstellation interessant, sofern die Verschmelzung konzernintern erfolgt.

4.5.2.4.2 Hintergrund

Ein kapitalentsperrender Effekt liegt vor, wenn bei der übertragenden Gesellschaft vor der Verschmelzung Kapitalrücklagen vorhanden waren, die bei der übernehmenden Gesellschaft nach der Verschmelzung (passivseitig) einzubuchen sind. Das Vermögen wird durch den Verschmelzungsvorgang von gebundenem in freies, ausschüttungsfähiges Vermögen umgewandelt.[1332] Zu einem solchen kapitalentsperrenden Effekt kommt es va dann, wenn bei der übernehmenden Gesellschaft keine Kapitalerhöhung erfolgt (oder zumindest nicht in dem Ausmaß erfolgt, um den Effekt gänzlich auszugleichen).[1333]

[1329] *Hartlieb/Zollner*, ecolex 2015, 970 (973f).
[1330] Siehe *Wimmer*, GesRZ 2019, 143 (147) zu BGH 06.11.2018, II ZR 199/17.
[1331] Eigenmittelquote von unter 8% und fiktive Schuldentilgungsdauer von mehr als 15 Jahren (siehe §§ 22ff URG). Vgl etwa im Detail *Gaedke/Kroc/Lugger/Pinter/Stadler* in *Gaedke/Kroc/Lugger/Pinter/Stadler* (Hrsg), Erfolgsfaktor Betriebswirtschaft[3] (2017) URG-Kennzahlen.
[1332] *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 224 AktG Rz 46ff; *Fasching/Stepan*; *J. Reich-Rohrwig*, ecolex 2022, 628 (629); *Obradović*, GesRZ 2024, 150.
[1333] *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 224 AktG Rz 46.

Dabei gilt jedoch nicht der Summengrundsatz (wonach die Kapitalien der beteiligten Gesellschaften zu addieren wären), es darf nur das gebundene Kapital der übernehmenden nicht niedriger sein als jenes der übertragenden Gesellschaft.[1334] Auch so ein kapitalentsperrender Effekt kann gläubigergefährdend und vor dem Hintergrund des Verbots der Einlagenrückgewähr auch unzulässig sein.[1335] Die Gläubigerschutzbestimmung des § 226 AktG ist nach Ansicht des OGH nicht abschließend.[1336] Dies wird auch in der Lit weitgehend anerkannt und ua damit begründet, dass der *ex-post* Schutz des § 226 AktG für die Gläubiger praktisch keinen effizienten Schutzmechanismus in Situationen bilden kann, in denen die übernehmende (Muttergesellschaft) den Anspruch eines Gläubigers nicht erfüllen kann.[1337] Zu einem „kapitalentsperrenden Effekt" kann es immer nur kommen, wenn – nach der Rsp[1338] – die gebundenen Rücklagen plus das Stammkapital der übernehmenden Gesellschaft nach der Durchführung der Transaktion niedriger sind, als jene(s) der übertragenden Gesellschaft vor der Transaktion.

Betrachtet man die übernehmende Gesellschaft und deren Vermögenslage isoliert, stünde das Einlagenrückgewährverbot einer Ausschüttung eines so erlangten Verschmelzungsgewinns nicht entgegen.[1339] Bei einer *Down-Stream* Verschmelzung hat der OGH bereits in der Entscheidung 6 Ob 4/99b[1340] ausgesprochen, dass der Gläubigerschutz im Zuge einer Verschmelzung von einer Gesellschaft mit hohem auf eine übernehmende Gesellschaft mit niedrigem Stammkapital nicht vermindert werden darf. So soll, wenn das Stammkapital der übernehmenden Gesellschaft nicht im selben Maß erhöht wird wie die Differenz vom Nennkapital der übertragenden und der übernehmenden Gesellschaft, dies durch bestimmte Maßnahmen ausgeglichen werden. Denkbar ist etwa eine vorherige Kapitalherabsetzung (inkl des dabei einzuhaltenden Prozederes, also Gläubigeraufruf, etc) oder Nachweis über anderweitige Sicherstellung der Gläubiger der übertragenden Gesellschaft. In der Lit wird die Meinung vertreten, dass die Grundsätze zum kapitalentsperrenden Effekt, die die Rsp auf die *Down-Stream* Verschmelzung angewendet hat, auch für *Up-Stream* und *Side-Stream* und solche Verschmelzungen zwischen voneinander unabhängigen (Konzentrationsverschmelzungen) Gesellschaften anwendbar sind.[1341] Eine Verschmelzung, die zu so einem unzulässigen kapitalherabsetzenden Effekt führen würde, kann jedoch dennoch

---

[1334] *Eckert/Schopper/Caramanica* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 224 Rz 23 (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 224 AktG Rz 52; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 224 Rz 11.

[1335] So schon OGH 11.11.1999, 6 Ob 4/99b; vgl auch etwa *Eckert/Schopper/Caramanica* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 224 Rz 22; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 133; *Mitterecker*, Summengrundsatz bei Verschmelzungen mit kapitalentsperrendem Effekt, GesRZ 2016, 393 (393).

[1336] *Mitterecker*, GesRZ 2016, 393 (393).

[1337] Vgl etwa *Koppensteiner*, Gläubigerschutz bei der übertragenden Umwandlung nach § 2 UmwG, ecolex 2023, 410 (411).

[1338] *Aburumieh/Adensamer/Foglar-Deinhardstein*, Praxisleitfaden Verschmelzung (2014) Rz 44 verweisen auf OGH 11.11.1999, 6 Ob 4/99b; OGH 26.8.2004, 6 Ob 165/04i; OGH 15.4.2010, 6 Ob 226/09t.

[1339] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 224 AktG Rz 47; *Obradović*, GesRZ 2024, 150.

[1340] OGH 11.11.1999, 6 Ob 4/99b.

[1341] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung-Spaltung-Umwandlung³ § 224 Rz 51; *Aburumieh/Adensamer/Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer* (Hrsg), GmbHG (2017) § 101 GmbHG Rz 55; *Gall/Kainberger*, GesRZ 2014, 217 (220); *Obradović*, GesRZ 2024, 150.

zulässig durchgeführt werden, wenn gewisse Ausgleichsmaßnahmen gesetzt werden, wie insb die bereits erwähnte Kapitalherabsetzung bei der übertragenden Gesellschaft, die Schaffung von gebundenen Rücklagen bei der übernehmenden Gesellschaft, wenn sonst Nichtvorliegen von Gläubigergefährdung nachgewiesen werden kann oder bei einer Zustimmung der betroffenen Gläubiger oder Sicherheitsleistung an diese.[1342] Auch wäre es denkbar im Verschmelzungsvertrag eine Verpflichtung der beteiligten Gesellschaften und der Gesellschafter der übernehmenden Gesellschaft vorzusehen, dass ein Betrag in Höhe der Differenz zwischen gebundenem Kapital der beteiligten Gesellschaft erst frühestens nach Ablauf der sechs-Monatsfrist des § 226 AktG auszuschütten und diesen Betrag für allfällige Gläubigeransprüche vorzusehen.[1343]

Es wird auch vertreten, dass im Falle der mangelnden Deckung von Verbindlichkeiten durch das Aktivvermögen der übernehmenden Gesellschaft nach der Verschmelzung, der Verschmelzungsvertrag und -beschluss sittenwidrig und damit nichtig sein sollen (§ 879 ABGB).[1344] Wieder andere in der Lit argumentieren jedoch, dass eine solche Nichtigkeit nicht gegeben sei, da die Gläubiger nicht Partei des Verschmelzungsvertrags seien und lediglich wirtschaftlich nachteilig betroffen seien, weshalb auch bei Verträgen zu Lasten Dritter keine Nichtigkeit vorliege.[1345]

4.5.2.4.3 Fazit für SPACs

Für die SPAC ist, wie für herkömmliche Gesellschaften, daher zu beachten, ob es durch die Verschmelzung zu einem kapitalentsperrenden Effekt kommt. Einem solchen kann durch Ausgleichsmaßnahmen entgegengewirkt werden. Dabei erscheint die Erklärung, sich durch die Verschmelzung frei gewordene Beträge innerhalb der sechs-Monatsfrist des § 226 AktG nicht auszuschütten, praktisch am wenigsten belastend und zeitschonender als etwa eine Kapitalherabsetzung. Es wird aber praktisch vernünftigerweise mit den zuständigen Personen des jew Firmenbuchgerichts schon vor der Anmeldung der Verschmelzung abgeklärt werden, welche konkreten Ausgleichsmaßnahmen für zulässig/ausreichend erachtet werden. Dies erscheint am sinnvollsten um unangenehme Vorerledigungen zu vermeiden. Für SPACs ergeben sich hier im Vergleich zu Verschmelzungen von sonstigen Gesellschaften aber keine Besonderheiten.

[1342] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 224 AktG Rz 60; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 134; *Aburumieh/Adensamer/Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, § 101 GmbHG Rz 55; *Mitterecker*, GesRZ 2016, 393 (394f).
[1343] Vgl *Mitterecker*, GesRZ 2016, 393 (394) nach dem dies in der Praxis auch vorkommt.
[1344] So etwa *Koppensteiner*, Gläubigerschutz bei der übertragenden Umwandlung nach § 2 UmwG, ecolex 2023, 410 (411); *Koppensteiner*, wbl 1999, 333 (339f).
[1345] *Damböck/Hecht*, OGH: Allgemeine Kapitalerhaltungsgrundsätze gelten bei Verschmelzung!, GBU 2000, 8.

4.5.2.5 Ausübung des Austrittsrechts (*redemption right*)

Grundsätzlich ist das *redemption right* ein Austrittsrecht für die Anteilsinhaber der SPAC, das verschiedene Funktionen erfüllt. Ganz wesentlich ist es als Instrument des Minderheitsschutzes gedacht, das überstimmten Aktionären, die mit der ihnen vorgeschlagenen De-SPAC Transaktion unzufrieden sind, die Möglichkeit des Austritts gewähren soll. Dies ist bei der SPAC im Vergleich zu „herkömmlichen" Akquisitionen oder Umgründungsfällen noch relevanter, da die Zielgesellschaft im Zeitpunkt des „Investments", also der Leistung der Einlagen ja noch nicht bekannt ist und der Erwerb der Zielgesellschaft der alleinige Zweck der SPAC ist, in den investiert wird. Die Profitabilität dieses Investments hängt allein vom Erfolg des De-SPAC ab, da die SPAC an sich ja nicht operativ tätig ist, somit auch keine Gewinne für die Anteilsinhaber erwirtschaften kann. Die Möglichkeit der Rückzahlung des „Investments" (also der Einlage) ist außerdem als Anreiz für Investoren überhaupt in die SPAC zu investieren zu sehen. Da die frühen Aktionäre (Gründer) der SPAC meist „professionelle Kunden" („*institutional investors*") sind, die nicht unbedingt an langfristigen Beteiligungen interessiert sind, wird Venture Capital Fonds, Private Equity Fonds, etc, ein finanzieller Anreiz geschaffen sich an der SPAC zu beteiligen. Sie erwerben sog *units*, bestehend aus Aktien und Call-Optionen auf weitere Aktien nach der De-SPAC. Das Austrittsrecht kommt ihnen unabhängig davon zu, ob sie der De-SPAC Transaktion zustimmen oder nicht. Sie können aber ihre Optionsrechte auch bei Ausübung des Austrittsrechts behalten und damit an einer zukünftigen Wertsteigerung partizipieren.[1346]

Unterliegt eine SPAC österreichischem Recht, können sich unterschiedliche Probleme idZ ergeben. Nachfolgend sollen einige mE wesentliche Bestimmungen des österreichischen Aktienrechts erläutert werden, die dabei interessant sein bzw zu Spannungsverhältnissen führen können. Im Anschluss an eine allg Erörterung des jew Problems wird dann jew ein kurzes Fazit gezogen und, wenn sich eine Unvereinbarkeit der typischen SPAC-Charakteristik ergeben sollte, eine alternative Gestaltungsform angedacht, die mit der jew österreichischen Regelung vereinbar sein könnte.

4.5.2.6 Erwerb eigener Aktien (§ 65 AktG)

4.5.2.6.1 Problem

Das den SPACs typische Austrittsrecht, welches die Gesellschaft zum Erwerb von Anteilen von austrittswilligen Gesellschaftern, die den De-SPAC nicht mittragen wollen, verpflichtet, könnte in Widerspruch zu dem im österreichischen Aktienrecht festgeschriebenen Verbot des Erwerbs eigener Aktien stehen.

4.5.2.6.2 Ausnahmetatbestände

§ 65 AktG schafft jedoch gesetzliche Ausnahmetatbestände vom grundsätzlichen Verbot des Erwerbs eigener Aktien durch die Gesellschaft selbst. Dieses Verbot ist vor dem Hintergrund

[1346] *Oechsler/Dörhoffer*, Die Umsetzung der Redemption Rights einer SPAC durch Amortisation nach §237 Abs 2 Nr 3 AktG, ZIP 2022, 610 (611).

des Schutzes des Vermögens der Gesellschaft zu sehen. Verhindert werden soll, dass Liquidität und Vermögen aus der Gesellschaft abfließt. Außerdem stellen die Aktien einen unsicheren, bei einer negativen Entwicklung der Gesellschaft mit einem Wertverlust verbundenen Vermögenswert dar, den die Gesellschaft dann selbst hielte.[1347] Des Weiteren besteht bei entgeltlichem Erwerb eigener Aktien ein Anwendungsfall des Verbots der Einlagenrückgewähr (§ 52 S 2 AktG). Bei einem unentgeltlichen Erwerb nicht volleingezahlter Anteile entfällt aufgrund von Konfusion von Gläubiger und Schuldner die Einlageforderung, was gegen das Prinzip der Kapitalaufbringung verstößt.[1348] Außerdem fällt bei einem Erwerb eigener Aktien die „Trennung" zwischen Verwaltung und Aktionären weg, es werden dann die aus den Aktien resultierenden (mitgliedschaftlichen) Rechte gewissermaßen von der Verwaltung und nicht von „normalen"[1349] Aktionären ausgeübt. Durch § 65 AktG soll auch einer Gefährdung durch Kursmanipulation entgegengetreten werden.[1350] Auch der Aktionärsschutz, va vor einer Ungleichbehandlung soll durch die Regelung des § 65 AktG bedacht werden.[1351]

Der Anwendungsbereich des § 65 AktG umfasst sämtliche – egal wie ausgestalteten – Aktien, das sind auch Vorzugsaktien. Aktienähnliche Beteiligungsscheine wie Genussrechte oder Wandelschuldverschreibungen fallen hingegen nicht unter § 65 AktG.[1352] Umfasst ist von § 65 AktG ausschließlich der derivative Erwerb schon ausgegebener Aktien, der originäre Erwerb – etwa im Rahmen der Gründung oder einer Kapitalerhöhung – ist absolut verboten gem § 51 AktG.[1353]

Für die Gesellschaft ruhen Rechte aus eigenen Aktien gem § 65 Abs 5 AktG. Dieser Ausschluss der Rechte umfasst dabei sämtliche Vermögensrechte (wie auf Gewinnausschüttung oder Liquidationserlös) als auch mitgliedschaftliche Teilnahme- und Verwaltungsrechte (Teilnahme in der HV, Stimmrecht in derselben, etc).[1354] Wenn die AG die Aktien an einen Dritten

[1347] Vgl etwa OGH 21.02.2024, 6 Ob 42/23d = NZ 2024, 314 (*Foglar-Deinhardstein*) = *Drobnik*, ZFR 2024, 328 = ÖBA 2024, 588/3030 (*Wimmer*) = GesRZ 2024, 318 (*Walch*) = RZ 2024/EÜ 131/132, 174 = ecolex 2024, 603 = RdW 2024, 470 = AnwBl 2024, 400 = GES 2024, 196 = wbl 2024, 483 = JUS Z/7379 = JUS Z/7380 = ZFR 2024, 333; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 2 (Stand 1.5.2018, rdb.at); *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 3; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka* (Hrsg), AktG Taschenkommentar (2019) § 65 AktG Rz 2.

[1348] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 3; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 2; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 7ff.

[1349] Also von der Gesellschaft verschiedenen Personen.

[1350] OGH 21.2.2024, 6 Ob 42/23d, ecolex 2024, 603.

[1351] Siehe etwa *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 3f; *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 4; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 65 Rz 1 (Stand 1.6.2021, rdb.at).

[1352] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 5; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 5/2f; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 12ff.

[1353] Vgl etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 1ff; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 6/2; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 12 § 51 AktG. Siehe *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 5; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 6/2; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 12.

[1354] Vgl etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 57; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 155; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 99/1; *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 79.

veräußert, leben sämtliche aus den Aktien resultierenden Rechte für diesen Dritten wieder auf.[1355]

4.5.2.6.3 Erwerbstatbestände

Für die Zulässigkeit des Erwerbs eigener Aktien muss zunächst einer der gesetzlich aufgezählten erlaubten Erwerbstatbestände vorliegen. Gem Abs 2 bestehen daneben weitere Zulässigkeitsvoraussetzungen bzw -grenzen. Eine solche Zulässigkeitsvoraussetzung ist gem § 65 Abs 2 S 3 AktG auch die Volleinzahlung der Einlage auf die jew Aktien. Um den Bedenken gegen einen hohen Vermögens- oder Liquiditätsabfluss Rechnung zu tragen, wird durch Abs 2 S 2 außerdem eine Kapitalgrenze eingeführt. Der entgeltliche Erwerb muss aus ausschüttbaren Mitteln finanzierbar sein. Auch wird durch die Festlegung der 10% Grenze der erworbenen eigenen Aktien verhindert, dass die AG (anstelle liquider oder wertsicherer Vermögensgegenstände) einen übermäßig hohen Bestand an eigenen Aktien selbst hält. Zumindest 90% der Aktien stehen damit dauerhaft im Eigentum von von der AG verschiedenen Personen.[1356] Diese Voraussetzungen gelten nicht bei allen, aber bei bestimmten der aufgezählten Erwerbstatbestände. In Abs 1a sind weitere Voraussetzungen, die bei den Erwerben gem Abs 1 Z 4 und Z 8 (Inhalt des zu fassenden Ermächtigungsbeschlusses, Veröffentlichung bei börsennotierten AGs) einzuhalten sind, normiert. Abs 1b enthält Vorschriften für den Erwerb und die Veräußerung von eigenen Aktien durch die Gesellschaft. Abs 3 enthält die Verpflichtung für den Vorstand die HV über bestimmte Tatsachen betreffend Erwerb eigener Aktien zu informieren. (Ua) Abs 4 nennt die Rechtsfolgen von Verstößen bzw der Nichteinhaltung der Vorschriften betreffend Erwerb eigener Aktien und Abs 5 bestimmt, dass AGs keine mit den Aktien verbundenen (mitgliedschaftlichen) Rechte zustehen.[1357]

Die 10%-Grenze ist ua beim zweckneutralen Erwerbs nach Abs 1 Z 8 eine Voraussetzung für die Zulässigkeit. Ein Erwerb von zusätzlichen eigenen Aktien ist danach nur möglich, wenn durch diesen Hinzuerwerb eigener Aktien nicht Aktien von mehr als 10% des Grundkapitals der AG gehalten werden. In den Fällen, in denen die 10%-Grenze für einen Erwerb grundsätzlich keine Zulässigkeitsvoraussetzung ist, dürfen jedoch nicht dauerhaft Aktien in einem solchen Ausmaß gehalten werden. Über § 65a Abs 2 AktG ist vielmehr eine Pflicht solche Aktien, die über der 10% Schwelle liegen, zu veräußern oder einzuziehen, normiert. Damit erreicht der Gesetzgeber, dass dauerhaft nicht über 10% der Aktien von der Gesellschaft selbst gehalten werden.[1358]

[1355] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 155; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 99f; *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 79; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 58.

[1356] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 3; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 2; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 7ff.

[1357] *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 7; *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 5; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 57.

[1358] Vgl etwa *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 11; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 108.

Für SPACs kommen potentiell die folgenden Erwerbstatbestände in Betracht, die in der Folge genauer zu untersuchen sind:

- **Erwerb durch Gesamtrechtsnachfolge** (§ 65 Abs 1 Z 3 AktG). Erwerbe durch Gesamtrechtsnachfolge umfassen insb auch gesellschafts- und umgründungsrechtliche Fälle. Anwendungsbeispiele sind daher etwa die Universalsukzession des gesamten Vermögens einer Gesellschaft wie bei der Verschmelzung, der Umwandlung oder der Anwachsung nach § 142 UGB. Dabei ist zu beachten, dass, wenn zum Vermögen des übertragenden (untergehenden) Rechtsträgers Anteile an der übernehmenden Gesellschaft gehören, solche auf den übernehmenden Rechtsträger übergehen (also die eigenen Anteile). Nach § 224 Abs 3 AktG kommt es zwar zu einer Auskehr solcher Aktien an die Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft, jedoch nur soweit erforderlich.[1359] Wenn im Verschmelzungsvertrag eine solche Abgabe von Aktien an die Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft vorgesehen ist, werden die erworbenen eigenen Aktien zu diesem Zweck verwendet werden müssen und nicht neue Anteile durch eine Kapitalerhöhung bei der übernehmenden Gesellschaft dafür geschaffen werden müssen. Sofern im Verschmelzungsvertrag jedoch keine Auskehr von Aktien (in solch einem Ausmaß) vorgesehen ist, und es daher nicht zu einer solchen kommt, kann die übernehmende Gesellschaft die Aktien dauerhaft behalten (außer es wird die 10%-Grenze überschritten, dann kommt es zu den Folgen des § 65a AktG). Eigene Aktien können nicht im Zuge der Gewährung von Anteilen an die Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft entstehen. Dies wird durch § 224 Abs 1 AktG und das Verbot der Anteilsgewährung verhindert.[1360] Immer muss es sich um einen Erwerb eigener Aktien wegen umgründungsrechtlicher Vermögensübertragung handeln. Kein Anwendungsfall ist daher etwa der Erwerb eigener Aktien um Verpflichtungen iZm dem Austrittsrecht von Gesellschaftern (§§ 9, 11 SpaltG, 234b AktG) zu erfüllen.[1361] Die Entscheidung über die Maßnahme obliegt dem Vorstand. Es ist kein HV-Beschluss erforderlich. Die Voraussetzungen des Abs 2 – 10%-Grenze, Kapitalerfordernis, Volleinzahlung der Einlage – sind auf diesen Erwerbstatbestand nicht anwendbar.[1362]

  Zwischenfazit: Für SPACs wäre dieser Tatbestand nur anwendbar, wenn es sich beim De-SPAC um eine Verschmelzung handelt. Dabei ist zu beachten, dass hierzu in der Lit vertreten wird, dass ein Aktienerwerb zur Erfüllung von Austrittsrechten nicht zulässig sein soll.[1363] Dies erscheint auch insofern schlüssig, als für die Abfindung von

[1359] Vgl auch etwa *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 27; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 20ff.

[1360] *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 27; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 20ff; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 28.

[1361] Vgl etwa *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 27; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 22; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 28.

[1362] Vgl etwa *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 28; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 21; *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 22ff.

[1363] Siehe *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 28; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 27 jew ohne nähere Begründung.

Minderheitsaktionären ja ein eigener Erwerbstatbestand besteht (siehe sogleich). Beim Erwerb von eigenen Anteilen im Wege der Gesamtrechtsnachfolge geht es (fokussiert man sich auf Verschmelzungen) vielmehr um den Fall, dass sich im Vermögen der übertragenden Gesellschaft Anteile der übernehmenden Gesellschaft befinden.[1364] Im Hinblick auf das hier zu untersuchende Austrittsrecht für SPAC-Aktionäre, ist daher diesen Lit-Meinungen folgend ein anderer möglicher Erwerbstatbestand für SPACs zu finden.

- **Entschädigung von Minderheitsaktionären** (§ 65 Abs 1 Z 5 AktG). Ein Erwerb zu diesem Zweck ist möglich, sofern gesetzlich vorgesehen. Für SPACs ist dies insb iZm dem Austrittsrecht von Minderheitsaktionären interessant. Wesentlicher Anwendungsfall dieses Erwerbstatbestands sind die Erfüllung der die Gesellschaft treffenden Pflichten iZm gesetzlichen Austrittsrechten (wie § 40 EU-UmgrG, also der grenzüberschreitenden Hinausverschmelzung, § 234b AktG, der rechtsformübergreifenden Verschmelzung, §§ 244, 253 AktG).[1365] Notwendig ist immer eine gesetzliche Verpflichtung der Gesellschaft zur Rücknahme der Aktien (also ein Andienungsrecht der Aktionäre), dh keine freiwillige Rücknahme. ME zu befürworten ist die Anwendung auch auf Fälle in denen (gesetzlich nicht explizit vorgesehene) Austrittsrechte durch die Rsp im Rahmen der Rechtsfortbildung geschaffen werden.[1366] Dies kann etwa mit dem Richtlinientext des Art 61 Abs lit d der Richtlinie (EU) 2017/1132 argumentiert werden.[1367] Auch der Fall der gesetzlichen Rücknahmepflicht im Rahmen der Prospekthaftung nach KMG oder bei Verletzung der Ad-hoc Publizität wird als Anwendungsfall genannt.[1368] Das Gesetz zielt durch die Verwendung des Begriffs „Minderheit" wohl darauf ab den Erwerb eigener Aktien von Mehrheitsaktionären zu verhindern. Da das Gesetz aber keine klar definierte Grenze nennt ab wann man von einer „Minderheit" sprechen muss, wird nach den unterschiedlichen möglichen Anwendungsfällen differenziert werden müssen. Bei den gesetzlich vorgesehenen Austrittsrechten iZm Umgründungen wird sich die Anwendbarkeit auf alle Aktionäre, denen ein Austrittsrecht zusteht, vorliegen (dabei handelt es sich logischerweise ohnehin um eine „Minderheit").[1369] Problematischer ist der Anwendungsbereich bei Fällen der Prospekthaftung und anderer kapitalmarktrechtlicher Ansprüche, da hier eine größere Anzahl von geschädigten Aktionären in Frage kommt. Eine Grenze soll dabei nach einigen in der Lit zumindest die Möglichkeit der Finanzierbarkeit

[1364] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 22; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 22; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 27.
[1365] Vgl *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 38; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 28; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 43.
[1366] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 34; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 38.
[1367] Der auch über „gerichtliche Entscheidung[en]" angeordnete Entschädigungen nennt. Vgl etwa *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 38; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 28.
[1368] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 50; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 38; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 28.
[1369] Vgl etwa *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 38/1; *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 33.

aus freiem Vermögen der Gesellschaft bilden.[1370] Jedenfalls auch nicht unter den Tatbestand der Entschädigung von Minderheitsaktionären subsumierbar ist das Anbieten von zusätzlichen Aktien, als Alternative einer baren Zuzahlung, an (ehemalige) Aktionären der übertragenden Gesellschaft wegen eines Verfahrens zur Nachprüfung des Umtauschverhältnisses (§§ 225c ff AktG). Auch sonstige freiwillige Gewährungen von Aktien, wie etwa bei Umgründungsmaßnahmen an Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft (wie etwa bei Verschmelzungen § 220 Abs 2 Z 3 AktG) fallen nicht unter Abs 1 Z 5.[1371] Als Voraussetzung für die Anwendbarkeit des Erwerbstatbestands des Abs 1 Z 5 muss die schon erwähnte Kapitalgrenze des § 65 Abs 2 S 2 AktG eingehalten werden und müssen die Einlagen auf die jew Aktien voll geleistet sein. Die 10%-Grenze des § 65 Abs 2 S 1 AktG muss aber nicht beachtet werden. Ein HV-Beschluss ist vor Durchführung des Erwerbs nicht notwendig, die Kompetenz liegt beim Vorstand.[1372]

Zwischenfazit: Für SPACs scheint dies der auf den ersten Blick passendste Tatbestand zu sein, welcher einen Erwerb eigener Aktien iZm dem Austrittsrecht ermöglichen könnte. Dabei werden gesetzlich vorgesehene Fälle des Austrittsrechts als Anwendungsfälle genannt. Auch für Austrittsrechte aufgrund gerichtlicher Entscheidung, also solche die im Gesetz explizit nicht vorgesehen sind, aber durch richterliche Rechtsfortbildung zugestanden werden, soll eine Anwendbarkeit gegeben sein. Problematisch könnte dies bei der SPAC insoweit sein, als hier das Austrittsrecht eben nicht durch Gesetz vorgesehen oder durch (zumindest aktuell nicht) gerichtliche Rechtsfortbildung geschaffen wurde, sondern den Aktionären freiwillig zugestanden werden soll. Dies würde praktischerweise sinnvoll nämlich meist in der Satzung der SPAC vorgesehen sein. Wenn einer der oben erwähnten gesetzlichen Fälle zur Anwendung käme, in denen Aktionären bereits gesetzlich ein Austrittsrecht zukommt, also insb § 40 EU-UmrgG oder § 234b AktG, könnten SPAC-Aktionäre von einem gesetzlichen Austrittsrecht Gebrauch machen und die SPAC unter Anwendung des § 65 Abs 1 Z 5 AktG deren Aktien (zurück)erwerben. Dabei ist vorteilhaft, dass die 10% Kapitalgrenze nicht beachtet werden muss. In sonstigen Fällen aber, in denen der De-SPAC ein solcher Vorgang wäre, bei dem nach österreichischem Recht nicht bereits ein gesetzliches oder durch richterliche Rechtsfortbildung geschaffenes Austrittsrecht besteht, käme dieser Erwerbstatbestand nicht in Frage.

- **Einziehung** (§ 65 Abs 1 Z 6 AktG). Nach dieser Bestimmung ist ein Erwerb nach vorherigem Beschluss der HV zur Einziehung zum Zweck der Kapitalherabsetzung möglich.[1373] Die Voraussetzungen des Abs 2 müssen nicht eingehalten werden (also keine 10%-Grenze, keine Kapitalgrenze, kein Erfordernis der Volleinzahlung der Einlagen auf

[1370] Vgl etwa *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 38/1; *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 33; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 50.
[1371] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 34; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 39; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 46.
[1372] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 35; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 31; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 40.
[1373] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 51; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 42.

die jew Aktien). Es sind hierbei aufgrund von § 192 Abs 3 AktG entweder (i) die Voraussetzungen der ordentlichen Kapitalherabsetzung einzuhalten oder (ii) die Gesellschaft erwirbt die (dann volleingezahlten) Aktien unentgeltlich oder (iii) sie kann den Erwerbspreis zulasten des Bilanzgewinns, oder einer vorhandenen freien Rücklage oder Rücklage nach § 225 Abs 5 S 2 oder nach § 229 Abs 1a S 4 UGB finanzieren (vereinfachtes Verfahren).[1374] Eine Beschlussfassung der HV ist für die Einziehung erforderlich. Der Beschluss muss zeitlich vor dem Aktienerwerb gefasst werden. Der Aktienerwerb selbst liegt jedoch in der Kompetenz des Vorstands.[1375] Für börsennotierte AGs besteht die Verpflichtung den Beschluss der HV über die Einziehung und auch das im Zuge dessen erarbeitete Rückkaufsprogramm unmittelbar vor Durchführung des Erwerbs zu veröffentlichen. Die Bestimmungen über die notwendig anzugebenden Informationen im Beschluss, wie bei Abs 1 Z 4 und Z 8, sind jedoch hier nicht zu beachten.[1376]

Zwischenfazit: Der Erwerbstatbestand zur Einziehung eigener Aktien könnte bei SPACs angewendet werden. Hierbei wären, wie oben dargestellt, die Vorschriften über die ordentliche Kapitalherabsetzung anwendbar. Ein unentgeltlicher Erwerb wäre nämlich für SPAC-Investoren unattraktiv. Außerdem hat die SPAC auch keinen Bilanzgewinn, um den Rückkauf finanzieren zu können. Dieser Erwerbstatbestand hätte aber insb für die SPAC den Vorteil, dass bei § 65 Abs 1 Z 6 AktG die 10%-Grenze nicht zu beachten ist. Damit könnte auch ein höherer Anteil der Aktien von den austrittswilligen Aktionären zurückerworben werden. Zu beachten wäre hierbei jedoch die sechsmonatige Ausschüttungssperre des § 178 Abs 2 AktG, innerhalb derer Gläubiger der AG ihre Forderungen anmelden und Befriedigung oder Sicherstellung verlangen könnten. Erst nach Ablauf der sechsmonatigen Ausschüttungssperre wäre eine Zahlung an die Aktionäre möglich.[1377] Auch diese Vorgehensweise ist daher mit praktischen Nachteilen verbunden, da die Durchführung erhebliche Zeit in Anspruch nehmen würde und damit für Investoren der SPAC (Aktionäre) wenig attraktiv sein würde.

- **Zweckneutraler Erwerb bei börsennotierten Gesellschaften** (§ 65 Abs 1 Z 8 AktG). Börsennotierte AG haben die Möglichkeit bei Zustimmung der HV zu jedem Zweck eigene Aktien zu erwerben. Die Aktien der Gesellschaft müssen zumindest teilweise an einer Börse notieren, die Notierung (nur) von etwa Wandelschuldverschreibungen oder Genussrechten genügt nicht.[1378] Die Börsennotierung (§ 3 AktG) muss im Zeitpunkt der Fassung des HV-Beschlusses gegeben sein.[1379] Die Zulässigkeit des Erwerbs der eigenen Aktien nach § 65 Abs 1 Z 8 AktG bedarf der vorherigen Ermächtigung durch die HV, ansonsten gilt für

[1374] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 51; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 42; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 32.
[1375] Vgl etwa *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 42/1; *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 37; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 33.
[1376] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 52; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 43.
[1377] Vgl *Stepan*, ZFR 2022, 583 (585).
[1378] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 59; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 50f; *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 50.
[1379] Vgl etwa *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 50f; *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 50.

Nichtigkeit und Mehrheitserfordernisse das selbe wie bei den anderen einen Ermächtigungsbeschluss voraussetzenden Erwerbstatbestände. Der Beschluss muss die Geltungsdauer, die max 30 Monate betragen darf, festlegen. Bei unzulässiger Dauer oder Fehlens einer Angabe ist der Beschluss nichtig. Auch hier kann die Geltungsdauer durch neuerliche Beschlussfassung kontinuierlich aufrechterhalten werden. Auch eine Höchstgrenze der insgesamt während der Geltungsdauer max zu erwerbenden Aktien (entsprechend ihrem Anteil am Grundkapital) ist im Beschluss festzulegen. Es muss ebenfalls der höchste und der niedrigste zulässige Erwerbspreis, also eine Spanne, festgelegt werden. Es können noch weitere Angaben fakultativ gemacht werden. Der Beschluss ist zu veröffentlichen, genauso wie das Rückkaufprogramm, welches auf diesem basiert. Dies jedenfalls vor Durchführung des Erwerbs. Für die Umsetzung des Aktienerwerbs nach der Beschlussfassung ist der Vorstand zuständig. Der Beschluss schafft jedoch nur eine Ermächtigung und keine daraus folgende Verpflichtung des Vorstands. Die Umsetzung liegt vielmehr im pflichtgemäßen Ermessen des Vorstands.[1380] Der Handel in eigenen Aktien, also ein fortlaufender An- und Verkauf von eigenen Aktien in Gewinnabsicht, ist jedoch nicht zulässig und kein zulässiger Anwendungsfall des § 65 Abs 1 Z 8 AktG.[1381] Einzelne An- und Verkäufe sind jedoch noch zulässig. Nach einigen in der Lit soll die Gewinnerzielungsabsicht nicht zwingende Voraussetzung sein und soll auch ein fortlaufender An- und Verkauf von Aktien zur Kursbeeinflussung derselben unzulässig sein. Danach (und dies scheint die hM in Österreich zu sein) ist die „Kurspflege“ als einmalige Aktion erlaubt.[1382] Auch ansonsten ist, im Rahmen der Beachtung der Sorgfaltspflicht für den Vorstand, der Erwerb zu jedem zulässigen Zweck möglich.[1383] Zwecke können etwa Maßnahmen zur Kurspflege (zumindest nach der hM als einmalige Aktion), Rückkauf von Streubesitz etwa zur Vorbereitung bestimmter Umstrukturierungsmaßnahmen oder betriebswirtschaftliche Gründe wie die Verbesserung der Eigenkapitalrentabilität, oder die Bedienung von Aktienoptionen sein. Auch der Rückerwerb eigener Aktien um diese als Gegenleistung bei Akquisitionen einzusetzen ist ein denkbarer Anwendungsfall.[1384] Neben dem zwingend zu fassenden Ermächtigungsbeschluss müssen alle Voraussetzungen des § 65 Abs 2 AktG eingehalten

[1380] Vgl etwa *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 49ff; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 41f; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 68.

[1381] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 62ff; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 55 zitiert ErläutRV zum AReG, 1902 BlgNR 20. GP 7; *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 51.

[1382] So etwa *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 55; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 64.

[1383] Vgl etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 40; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 60; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 56.

[1384] Vgl etwa *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 55; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 40.

werden.[1385] Außerdem müssen der Erwerb der eigenen Aktien aus freien Mitteln der Gesellschaft finanzierbar sein.[1386]

Zwischenfazit: Für SPACs als börsennotierte Gesellschaften kommt dieser Anwendungstatbestand jedenfalls in Frage. Dabei muss jedoch zum einen ein bestimmtes Prozedere eingehalten werden (insb Beschluss der HV zur Ermächtigung des Vorstands, Veröffentlichungspflichten) und müssen zum anderen sämtliche Beschränkungen des § 65 Abs 2 AktG beachtet werden. In diesen Grenzen wäre es jedoch möglich, den Vorstand der SPAC zu ermächtigen eigene Aktien zu erwerben. Gerade die Beschränkungen des Abs 2, insb der 10%-Schwelle, also, dass die AG nicht mehr als 10% der Aktien vom Grundkapital selbst halten darf, werden jedoch für SPACs unvorteilhaft sein. Bei SPACs werden oftmals *redemption rights* im Ausmaß von bis zu 35% der Aktien insgesamt ausgeübt.[1387] Sind auf die SPAC österreichische aktienrechtliche Vorschriften anwendbar, hätte sich die SPAC in ihrer Ausgestaltung insofern anzupassen und könnte eigene Aktien max im Ausmaß von 10% des Grundkapitals von austrittswilligen Aktionären (zurück)erwerben. Dies würde die SPAC bzw ihre Geschäftsleiter vor erhebliche praktische Schwierigkeiten stellen, sollten Aktionäre, welche mehr als 10% der Aktien halten, ihr Austrittsrecht ausüben wollen. Aktien derselben könnten nicht durch die SPAC zurückerworben werden. Fraglich wäre dann die Konsequenz, also konkret, ob der De-SPAC trotzdem durchgeführt werden könnte. Dies wäre wohl insofern problematisch als die SPAC damit gegen vertragliche Verpflichtungen, also das in welcher Form auch immer mit den Investoren (Aktionären) vereinbarte Austrittsrecht verstoßen würde. Dies würde wiederum Haftungs- und Schadenersatzforderungen nach sich ziehen. Um dies zu vermeiden, müssten daher alternative Möglichkeiten der Abfindung der austrittswilligen Aktionäre gefunden werden.

4.5.2.6.4 Gleichbehandlungsgebot

Die konkrete Ausgestaltung des durch die Gesellschaft den Aktionären gegenüber einzuhaltenden Gleichbehandlungsgebots ist nicht ganz klar. Dabei verbietet bereits § 47a AktG[1388] die unsachliche Ungleichbehandlung von Aktionären, nicht jedoch generell einen Einzelerwerb von Aktien.[1389] Fraglich ist jedoch, ob den einzelnen Aktionären ein aus dem Gleichbehandlungsgebot resultierendes Recht auf Andienung (also Abnahme) ihrer Aktien der Gesellschaft gegenüber zusteht. Ein solches subjektives Recht wird von der überwiegenden

[1385] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 69f; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 60; *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 47; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 4.
[1386] Vgl etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 45; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 60.
[1387] Siehe dazu auch etwa *Stepan*, ZFR 2022, 583 (584).
[1388] § 47a AktG: „Aktionäre sind unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln." Vgl etwa auch *Artmann/Karollus* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG I[6] § 47a Rz 7 (Stand 1.5.2018, rdb.at); *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 48; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 75.
[1389] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 62; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 48; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 75.

Meinung in der Lit bejaht.[1390] Die Befürwortung eines solchen Andienungsrechts für Aktionäre wird va damit begründet, dass es den Aktionären ermöglicht werden soll die mit dem Erwerb eigener Aktien durch die Gesellschaft hervorgerufene Verringerung des Gesellschaftsvermögens mit der Veräußerung ihrer eigenen Aktien kompensieren zu können.[1391]

Zwischenfazit: Gerade bei der typischen Ausgestaltung einer SPAC sind unterschiedliche Konstellationen, in denen einige Aktionäre anders als übrige behandelt werden, denkbar (sowohl schon bei der Gewährung von Optionsrechten, als auch beim Rückerwerb von eigenen Aktien). SPACs hätten daher das Gleichbehandlungsgebot bei der Abfindung von Aktionären zu beachten und dürften einzelne Aktionäre nicht ohne Weiteres gegenüber anderen benachteiligen. Jede Ungleichbehandlung muss jedenfalls nach dem Standard des § 47a AktG sachlich gerechtfertigt sein.[1392] Hier ergeben sich iW aber keine Besonderheiten im Vergleich zu „herkömmlichen" Gesellschaften.

4.5.2.6.5 Veröffentlichungspflichten

Für börsennotierte Gesellschaften (§ 3 AktG), wie SPACs, bestehen aufgrund von § 65 Abs 1a S 2 AktG bestimmte Veröffentlichungspflichten. Dabei sind der Beschluss der HV (bei Erwerben nach § 65 Abs 1 Z 4, und insb auch nach Z 6 oder Z 8 AktG) unmittelbar vor dem Erwerb selbst und das Rückkaufprogramm, welches diesem zugrunde liegt, zu veröffentlichen. Genauso muss eine (spätere) Veräußerung der eigenen Aktien veröffentlicht werden. Immer handelt es sich um eine Veröffentlichungspflicht vorab, bereits durchgeführte Erwerbe oder Verkäufe sind nach dieser Bestimmung nicht zu melden.[1393] Nach der Bestimmung des § 119 Abs 9 S 2 BörseG 2018 haben in Österreich an einem geregelten Markt gelistete Gesellschaften geplante Aktienerwerbsprogramme und auch einzelne bereits durchgeführte Transaktionen zu veröffentlichen. Gem § 119 Abs 10 BörseG 2018 wird eine Verdoppelung der Veröffentlichungspflichten verhindert, da dadurch die aktienrechtlichen Veröffentlichungen ersetzt werden. Außerdem zu veröffentlichen sind aufgrund dieser Bestimmung Berichte betreffend die Gewährung von Aktienoptionen. Detailanforderungen sind in der von der FMA erlassenen VeröffentlichungsVO festgelegt.[1394] Sofern Veröffentlichungen bereits aufgrund der allg ad-hoc-Publizität des § 155 BörseG 2018 erforderlich sind (bei Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung) ersetzen solche Veröffentlichungen jene, die nach § 119 Abs 9 BörseG

[1390] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 78; *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 62; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 48.

[1391] *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 62 verweist ua auf *Oechsler* in *Goette/Habersack/Kalss* (Hrsg), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz AktG[5] (2019) § 71 Rz 241 f; *Lutter/Drygala* in *Zöllner/Noack* (Hrsg), Kölner Kommentar zum Aktiengesetz[2] (1986) § 71 Rz 174. ZT auch mit dem Argument, dass ansonsten Verstöße des Vorstands gegen das Gleichbehandlungsgebot sanktionslos wären. Für die gegenteilige Ansicht siehe *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 62.

[1392] Siehe bereits oben.

[1393] Vgl etwa *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 93f; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 129; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 54ff.

[1394] Vgl etwa *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 55; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 126; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 96.

2018 notwendig sind (wenn nach dem Inhalt ausreichend).[1395] Im Lagebericht der Gesellschaft sind gem § 243 Abs 3 Z 3 UGB Angaben über eigene Aktien zu machen.[1396]

Zwischenfazit: Freilich haben SPACs, sofern sie in Österreich an der Börse (an einem geregelten Markt) notiert sind, die Veröffentlichungspflichten zum Erwerb und Verkauf eigener Aktien des § 65 Abs 1a AktG sowie der §§ 119 Abs 9 und 155 BörseG zu beachten. Diese würden zwar einen zeitlichen und finanziellen Aufwand darstellen, eine negative Reaktion von Marktteilnehmern sollte mE hier aber nicht zu befürchten sein. Jedenfalls in Fällen, in denen der Erwerb eigener Aktien zur Erfüllung der die SPAC treffenden und für diese ja typischen Verpflichtung iZm dem Austrittsrecht der Aktionäre erfolgt, sollte ein ebensolcher von informierten Marktteilnehmern verstanden und nicht negativ aufgefasst werden. Eine negative Rezeption der Öffentlichkeit wäre allenfalls und insb aber dann denkbar, wenn ein großer Teil der Aktionäre von deren Austrittsrecht Gebrauch macht und daher offenbar nicht an den Erfolg der Gesellschaft nach der Durchführung des De-SPAC „glaubt".

4.5.2.6.6 Folgen eines Verstoßes

Zu untersuchen bleibt idZ noch, welche Folgen ein allfälliger Verstoß gegen die Vorschriften des AktG zum Erwerb eigener Aktien für SPACs hätte.

Ein Verstoß gegen die Bestimmungen des Abs 1, des Abs 1a, des Abs 1b und des Abs 2 des § 65 AktG hat die Unwirksamkeit des Titelgeschäfts betreffend den Erwerb der eigenen Aktien zur Folge (also zB des Kaufvertrags). Hingegen bleibt das Verfügungsgeschäft – die sachenrechtliche Übertragung der Aktien – wirksam (§ 65 Abs 4 AktG).[1397] Da das schuldrechtliche Geschäft (Titelgeschäft) ungültig ist, kann Rückabwicklung, nach der hM von beiden Teilen, also auch vom Veräußerer der dann die Aktien zurückverlangen kann, geltend gemacht werden.[1398] Fraglich ist, ob tatsächlich sämtliche Verstöße gegen die Vorschriften der Abs 1, Abs 1a, Abs 1b und Abs 2 des § 65 AktG zur Nichtigkeit des schuldrechtlichen Geschäfts führen sollen, wie dies aus Abs 4 S 2 zu lesen wäre. Zumindest für das Fehlen der Veröffentlichung des HV-Beschlusses und des Rückkaufprogramms oder die börserechtlichen Publizitätspflichten wird dies zT verneint.[1399] Außerdem ist fraglich, ob § 65 Abs 4 AktG nur auf einen Aktienerwerb durch die Gesellschaft (oder eines ihrer Tochterunternehmen) oder auch auf die Wiederveräußerung der Aktien anwendbar sein soll. Dabei wird jedoch argumentiert, dass sich Abs 4 (ua schon aufgrund des klaren Wortlauts „Erwerb eigener Aktien"

[1395] Vgl etwa *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 97; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 139.
[1396] Vgl etwa *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 98; *Geirhofer* in *Torggler*, UGB[3] § 243 Rz 16 f; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 56.
[1397] Vgl *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 75; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 81; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 50; OGH 21.2.2024, 6 Ob 42/23d, ecolex 2024, 603.
[1398] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 152; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 82 verweist ua auf *Kalss* in *Goette/Habersack/Kalss* (Hrsg), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz AktG[4] (2016) § 71 Rz 435 und § 71c Rz 33.
[1399] *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 84 verweist auf *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, GesR[2] Rz 3/1025.

und dem Schutzzweck der Norm) nur auf den Erwerb der Aktien durch die AG und nicht auch auf eine anschließende Veräußerung beziehen soll. Dies hätte zur Folge, dass bei der Wiederveräußerung der Aktien eine Nichtigkeit allenfalls nach allg zivilrechtlichen Regelungen in Betracht kommt (dann möglicherweise Nichtigkeit sowohl des Titel- als auch des Verfügungsgeschäfts).[1400]

§ 52 S 2 AktG bestimmt ausdrücklich, dass der zulässige Erwerb eigener Aktien keine verbotene Einlagenrückgewähr darstellt. Dies gilt jedoch nur, wenn die Vorschriften und Voraussetzungen der §§ 65ff AktG eingehalten werden. Wenn dies nicht der Fall ist, liegt regelmäßig ein Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr gem § 52 AktG vor.[1401] Es ist jedoch auch denkbar, dass, selbst wenn sämtliche Vorschriften der §§ 65ff AktG eingehalten wurden, ein Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr vorliegt. Dies insb etwa, wenn ein unangemessener (zu hoher) Erwerbspreis gezahlt wird, oder bei der Wiederveräußerung der Aktien ein unangemessen niedriger Verkaufspreis erhalten wird und keine sachliche Rechtfertigung dafür vorliegt. Dafür muss wohl die Veräußerung auch nicht zwingend an einen bereits bestehenden Aktionär erfolgen, sondern wird wohl auch die Veräußerung an einen zukünftigen Aktionär, der erst mit dieser Veräußerung (aus seiner Sicht natürlich Erwerb) zum Aktionär der AG wird, vom Verbot umfasst sein.[1402] Die Angemessenheit ist dabei nach den allg, bei der Einlagenrückgewähr herausgearbeiteten, Grundsätzen zu beurteilen. Sind die Aktien börsennotiert, kann der jew aktuelle Aktienkurs zumindest ein Indiz für den aktuellen Verkehrswert bieten. Daneben ist aber zumindest beim Verkauf größerer Aktienpakete ein sog Paketzuschlag (marktkonform) regelmäßig zu leisten. Werden Aktien im Rahmen einer Akquisition als Gegenleistung gewährt, ist zunächst eine Bewertung des von der AG zu erwerbenden Unternehmens bzw der zu erwerbenden Beteiligung vorzunehmen und sind auch die Aktien, die im Gegenzug für die Akquisition gewährt werden sollen (mit einem Geldwert), zu bewerten.[1403]

Wird gegen die Vorschriften der §§ 65ff AktG verstoßen und entsteht der Gesellschaft dadurch ein Schaden, können sich für die Organmitglieder Schadenersatzpflichten gegenüber der AG ergeben. Eine Ersatzpflicht ist jedoch auch denkbar, wenn die Organmitglieder sämtliche Vorschriften der §§ 65ff AktG erfüllt haben, jedoch trotzdem entgegen ihren allg Sorgfaltspflichten gehandelt haben und ihre Entscheidungen nicht nach den Kriterien der BJR rechtfertigbar sind.[1404] Ob dies der Fall ist, wird nach den Umständen des Einzelfalls zu

---

[1400] Vgl *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 85.

[1401] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 154; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 86.

[1402] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 154; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 86; *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 65 AktG Rz 47. Zur Angemessenheit des Erwerbspreises siehe etwa auch *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 84.

[1403] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 84; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 86.

[1404] Vgl etwa *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 87; *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65 Rz 76 und siehe im Detail zur BJR bereits oben.

beurteilen sein – insb Fragen nach der Angemessenheit eines Erwerbspreises – und kann hier nicht pauschal beantwortet werden.

War ein Erwerb eigener Aktien unzulässig, trifft die AG eine Veräußerungspflicht der Aktien innerhalb eines Jahres (§ 65a Abs 1 AktG). Wenn die AG die Aktien innerhalb der jew gesetzlich vorgesehenen Frist nicht veräußern kann, hat sie die Aktien einzuziehen (§ 65a Abs 3 AktG).[1405]

4.5.2.6.7 Fazit für SPACs

Festzuhalten ist, dass § 65 AktG für SPACs die Möglichkeit bietet, eigene Aktien (zurück)zu erwerben. Dabei müssen bestimmte Voraussetzungen eingehalten werden. Neben den spezifischen Voraussetzungen der einzelnen Erwerbstatbestände ist dabei insb das Gleichbehandlungsgebot (§ 47a AktG) zu beachten.

Für SPACs kommen unterschiedliche Erwerbstatbestände in Frage. Dabei scheint jener des zweckneutralen Erwerbs durch börsennotierte Gesellschaften (§ 65 Abs 1 Z 8) am interessantesten. Dieser wäre für österreichische SPACs, als börsennotierte Gesellschaften, jedenfalls anwendbar. Praktisch hinderlich wäre allerdings die in § 65 Abs 2 AktG vorgesehene Grenze von 10% des Grundkapitals zu beachten. Sofern Aktionäre, die mehr als 10% der Aktien halten, ihr Austrittsrecht ausüben wollen, wie dies in der SPAC-Praxis oft vorkommt, wäre dieser Erwerbstatbestand daher wenig hilfreich und müsste eine andere Möglichkeit des Rückerwerbs der Aktien gefunden werden. Denkbar sind (und am einfachsten möglich wäre) etwa derivative Anteilserwerbe durch andere Personen, also bspw die Gründer und/oder Geschäftsleiter (sofern nicht ohnehin identisch) oder sonstige Dritte. Nichtsdestoweniger besteht damit selbst, wenn § 65 Abs 1 Z 3 AktG (Gesamtrechtsnachfolge) und Z 5 (Entschädigung von Minderheitsaktionären) nicht anwendbar sind, ein gangbarer Weg nach österreichischem Recht. Neben dem zweckneutralen Erwerb durch börsennotierte Gesellschaften sind freilich noch andere Erwerbstatbestände denkbar. § 65 Abs 1 Z 5 AktG käme in Frage, da dieser den Erwerb zum Zweck der Entschädigung von Minderheitsaktionären nur für Fälle erlaubt in denen eine solche gesetzlich vorgesehen ist. Bei diesem Erwerbstatbestand ist die erwähnte 10% Grenze nicht zu beachten, was für SPACs vorteilhaft wäre. In Fällen, in denen der De-SPAC so ausgestaltet ist, dass den Aktionären kein gesetzliches oder durch richterliche Rechtsfortbildung geschaffenes Austrittsrecht zukommt, käme dieser Erwerbstatbestand aber nicht in Frage. Der Erwerbstatbestand des § 65 Abs 1 Z 6 AktG, also zur Einziehung zum Zweck der Kapitalherabsetzung, ist denkbar, aber für SPACs unpraktisch, da hier zwar die 10%-Grenze nicht gilt, aber die Voraussetzungen der ordentlichen Kapitalherabsetzung eingehalten werden müssten oder die Aktien unentgeltlich zu erwerben sind. Letzteres wird für SPAC-Investoren unattraktiv sein, Ersteres ist zeitlich aufwendiger, als es die Investoren in anderen Jurisdiktionen gewöhnt sind. Der Erwerbstatbestand des § 65 Abs 1

[1405] Vgl etwa *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 88; *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 65a Rz 14 (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Foglar-Deinhardstein* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka* (Hrsg), AktG Taschenkommentar (2019) § 65a AktG Rz 6.

Z 3 AktG (Erwerbe durch Gesamtrechtsnachfolge) ist der Lit folgend für Austrittsrechte nicht anwendbar.[1406] Im Ergebnis bleibt der zweckneutrale Erwerb des § 65 Abs 1 Z 8 AktG, inkl seiner unpraktischen Beschränkungen, für SPACs der passendste Erwerbstatbestand. Hervorgehoben sei an dieser Stelle noch, dass der deutsche Gesetzgeber das Problem der für SPACs unpraktischen Grenze für den Erwerb eigener Aktien iZm dem Austrittsrecht erkannt hat und für diese ausdrücklich eine spezielle Obergrenze von 30% des Grundkapitals vorgesehen hat.[1407]

4.5.2.7 Amortisation von Aktien

4.5.2.7.1 Problem

Für die Durchführung der De-SPAC benötigt die SPAC Kapital. Dies umso mehr je mehr Aktionäre ihr Austrittsrecht ausüben. Die SPAC nimmt dann typisch zusätzlich Kapital von PIPE-Investoren auf. Es werden also quasi die Aktionäre, die ihre Austrittsrechte ausüben, durch neue ersetzt. Dies kann durch Einziehung der Aktien bzw Rückkauf durch die SPAC erfolgen.[1408]

Kommt man zu dem Schluss, dass die Rückzahlung von Einlagen aufgrund der Ausübung von Austrittsrechten ohne Weiteres nicht mit § 82 GmbHG bzw § 52 AktG vereinbar ist und die im vorigen Kapitel dargestellten Grenzen für den Erwerb eigener Aktien unpraktisch sind, könnte die Möglichkeit der Amortisation von Aktien angedacht werden.[1409] Darunter versteht man die Kapitalherabsetzung durch Einziehung von Aktien durch die Gesellschaft.[1410] Von der Zwangseinziehung[1411] können alle Arten von Aktien umfasst sein.[1412]

4.5.2.7.2 Hintergrund

§ 237 Abs 3 des deutschen AktG sieht dabei unterschiedliche Voraussetzungen vor. Für § 237 Abs 3 Nr 1 ist erforderlich, dass die Aktien von der AG unentgeltlich erworben werden. Abs 3 Nr 2 sieht vor, dass die Finanzierung der Einziehung der Aktien durch den Bilanzgewinn oder die frei verfügbaren Rücklagen der AG finanziert werden können. Sowohl Abs 3 Nr 1 als auch Nr 2 dieser Bestimmung sind vor dem Hintergrund des Kapitalerhaltungsrechts zu sehen. Abs 3 Nr 3 sieht keine Einschränkung in Bezug auf die Finanzierung der Einziehung vor, weshalb in der deutschen Lit umstritten ist, ob hier eine Regelungslücke vorliegt. Nach einigen Autoren ist die De-SPAC jedoch als wirtschaftliche Neugründung zu sehen, weshalb der Gläubigerschutz

---

[1406] Siehe schon oben und *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 65 Rz 28; *Karollus* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 65 Rz 27.
[1407] Siehe § 47 dBörseG. Vgl etwa auch *Geurts*, RdF 2023, 172 (174).
[1408] Vgl auch *Oechsler/Dörhoffer*, ZIP 2022, 610 (611f).
[1409] Ebd., 610 (610).
[1410] Vgl etwa *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG III[6] § 192 (Stand 1.4.2019, rdb.at); *Eckert/Schopper/Reheis* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 192 Rz 2 (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Weber* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka* (Hrsg), AktG Taschenkommentar (2019) § 192 AktG.
[1411] Auch wenn der „Zwang" in einer Konstellation, in der Gesellschaftern die Ausübung ihres Austrittsrechts ermöglicht werden soll, freilich in Anführungszeichen zu setzen ist.
[1412] *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 192 Rz 1.

auch hier gewährleistet sei (da die spezifischen Gläubigerschutzbestimmungen der „wirtschaftlichen Neugründung" anwendbar seien) und eine Einziehung auch ohne die Einschränkungen des § 237 Abs 3 Nr 1 und Nr 2 möglich sein soll. Für die Argumentation nach der ein De-SPAC als wirtschaftliche Neugründung zu sehen ist wird dabei auf die Rsp des BGH verwiesen, wonach eine solche vorliegt „wenn eine durch Eintragung in das Handelsregister als juristische Person [...] bereits entstandene [Kapitalgesellschaft] als unternehmensloser Rechtsträger besteht und sodann mit einem Unternehmen ausgestattet wird."[1413] Zuzustimmen ist dem Befund, wonach dies bei einem De-SPAC wohl typischerweise der Fall sein wird. Vor dem De-SPAC ist die SPAC nicht operativ tätig, sie betreibt kein „Unternehmen" und kann daher als ein „unternehmensloser Rechtsträger" idS qualifiziert werden.

In Österreich unterscheidet man zwischen der satzungsmäßig angeordneten Zwangseinziehung und der (Kapitalherabsetzung durch) Einziehung aufgrund eines HV-Beschlusses (also „zwangsweise" oder „freiwillige" Einziehung). Sofern kein vereinfachtes Einziehungsverfahren durchgeführt werden kann, sind die Vorschriften der ordentlichen Kapitalherabsetzung einzuhalten.[1414] Dabei kann die Kapitalherabsetzung durch Einziehung zu unterschiedlichen Zwecken eingesetzt werden (etwa Ausgleich eines Bilanzverlusts oder Rückzahlung von Einlagen oder Befreiung von der Pflicht solche zu leisten) und dient ganz wesentlich der Veränderung der Zusammensetzung der Aktionärsstruktur.[1415]

Allg wäre der Ablauf des Verfahrens wie folgt:

- → HV-Beschluss mit einfacher Stimmenmehrheit und Kapitalmehrheit von ¾ des bei der Beschlussfassung anwesenden Grundkapitals, sofern die Satzung keine höheren Erfordernisse festlegt; bei mehreren Aktiengattungen sind Sonderbeschlüsse erforderlich;[1416]
- → Anmeldung der Kapitalherabsetzung durch Einziehung zum Firmenbuch;[1417]
- → Prüfung durch das Firmenbuchgericht, Eintragung und Bekanntmachung inkl Hinweis an Gläubiger, dass diese sich innerhalb von sechs Monaten bei der Gesellschaft melden können, welche ihnen Befriedigung oder Sicherheit zu leisten hat;[1418]

[1413] BGH 06.03.2012, II ZR 56/10 = BGHZ 192, 341 = NJW 2012, 1875 = ZIP 2010, 579 = ZIP 2012, 817 = MDR 2012, 14 = MDR 2012, 658 = DNotZ 2013, 43 = NZI 2012, 460 = WM 2012, 845 = BB 2012, 1101 = BB 2012, 1756 = DB 2012, 1024 = NZG 2012, 539, 817; *Bayer*, Anmerkung zu BGH, U. v. 6.3.2012 – II ZR 56/10 – (Zur Haftung bei unterbliebener Offenlegung der wirtschaftlichen Neugründung einer GmbH), EWiR 2012, 347; *Oechsler/Dörhoffer*, ZIP 2022, 610 (612).

[1414] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 192 Rz 28 (Stand 1.6.2021, rdb.at); *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 192 Rz 5, 12.

[1415] Vgl etwa *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 192 Rz 1; Rz 3/1; *Weber* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 192 AktG Rz 2.

[1416] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 192 Rz 29ff; *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 192 Rz 27.

[1417] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 192 Rz 29, 36.

[1418] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 192 Rz 29ff; *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 192 Rz 18ff; *Weber* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 192 AktG Rz 33.

→ Einziehung der Mitgliedschaftsrechte durch den Vorstand (damit wird die Kapitalherabsetzung wirksam);[1419]
→ Firmenbuchanmeldung der Durchführung der Kapitalherabsetzung;[1420]
→ Eintragung der Kapitalherabsetzung im Firmenbuch;[1421]
→ bei entgeltlicher Einziehung: Zahlung des Entgelts an Aktionäre. Diese ist erst nach Ablauf der sechsmonatigen Sperrfrist möglich, ansonsten würde ein Verstoß gegen das Einlagenrückgewährverbot vorliegen.[1422] Str ist, ob ein gänzlicher Ausschluss einer Entgeltleistung in der Satzung zulässig ist.[1423]

Daneben besteht unter gewissen Voraussetzungen die Möglichkeit eines vereinfachten Verfahrens (nämlich, wenn die betroffenen Aktien voll eingezahlt sind und die Aktien entweder unentgeltlich oder zulasten des Bilanzgewinns, einer freien Rücklage oder einer Rücklage zur Einziehung eigener Aktien gem § 225 Abs 5 S 3 UGB eingezogen werden).[1424] Die vereinfachte Einziehung unterliegt nicht den Vorschriften über die ordentliche Kapitalherabsetzung. Dabei sind dann die Bestimmungen des § 178 AktG (und damit va die sechsmonatige Sperrfrist) nicht anzuwenden, ein Sonderbeschluss jeder Aktiengattung im Rahmen der HV ist nicht notwendig.[1425] Der Gläubigerschutz wird durch eine durch die AG vorzunehmende Aufstockung der gebundenen Rücklagen um jenen Betrag, den die eingezogenen Aktien ausmachen, gewährleistet.[1426]

Das Gleichbehandlungsgebot (§ 47a AktG) wird dadurch gewahrt, dass von der Einziehung nur jene Aktionäre betroffen sind, welche einer solchen entweder zugestimmt oder ihre Aktien bei Bestehen einer entsprechenden Satzungsbestimmung „belastet" erworben haben (und daher gewissermaßen ebenfalls zugestimmt haben, da die Einziehung für sie *ex-ante* ja bereits bei Eintritt des objektiven Ereignisses voraussehbar war).[1427]

4.5.2.7.3 Fazit für SPACs

Für SPACs bietet sich (als nach österreichischem Recht bestehende AGs) die Möglichkeit der Einziehung von Aktien.

[1419] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 192 Rz 29; *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 192 Rz 18.
[1420] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 192 Rz 29.
[1421] Ebd.
[1422] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 192 Rz 29, 40; *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 192 Rz 18; *Weber* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 192 AktG Rz 33.
[1423] Vgl etwa *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 192 Rz 11/2; *Weber* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 192 AktG Rz 10.
[1424] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 192 Rz 42; *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 192 Rz 22ff; *Weber* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 192 AktG Rz 35.
[1425] Vgl etwa *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 192 Rz 27; *Weber* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 192 AktG Rz 37.
[1426] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 192 Rz 46; *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 192 Rz 31; *Weber* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 192 AktG Rz 41.
[1427] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 192 Rz 18; *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 192 Rz 6.

Hier ist jedoch wesentlich die sechsmonatige Sperrfrist zu beachten, wenn die Bestimmungen über die ordentliche Kapitalherabsetzung eingehalten werden müssen. Die Einhaltung dieser Frist ist sehr unpraktisch, insb für SPAC-*sponsors*, die an die liberaleren Gegebenheiten anderer Rechtsordnungen gewöhnt sind, die eine zügigere Abwicklung zulassen. Dies gilt jedoch nicht im Falle eines vereinfachten Verfahrens.[1428] Für ein solches müssen jedoch die oben bereits erwähnten Voraussetzungen vorliegen. Dies wird bei SPACs praktisch kaum der Fall sein, insb wird diese keinen Bilanzgewinn haben, da sie vor dem De-SPAC keine operative Tätigkeit entfalten. Damit wäre man wieder beim allg und aus zeitlicher Sicht sehr unpraktischen Verfahren für die Einziehung von Aktien.

Für SPACs bietet ein Vorgehen nach § 192 AktG jedoch generell die Möglichkeit einer Rückzahlung von Einlagen an Aktionäre.[1429] Dafür bestünde die Möglichkeit eine „Zwangseinziehung" bereits in der Satzung der SPAC bei deren Gründung (oder auch zu einem späteren Zeitpunkt) vorzusehen. Dabei kann man wiederum zwischen einer satzungsmäßig gestatteten (also Erlaubnis einer Einziehung nach vorangehendem HV-Beschluss) oder einer angeordneten Zwangseinziehung (wo kein HV-Beschluss erforderlich ist) unterscheiden.[1430] Für letztere Option (also die angeordnete Zwangseinziehung) müssen sämtliche wesentlichen Punkte der Einziehung bereits in der Satzung normiert sein, insb Anzahl und welche Aktien eingezogen werden sollen, Grund der Einziehung, Zeitpunkt, Entgelt.[1431] Die Determination muss so ausgestaltet sein, dass dem Vorstand bei der Vollziehung der Einziehung kein Ermessenspielraum mehr verbleibt und keine Ergänzung durch einen HV-Beschluss erforderlich ist.[1432] Bei einer solchen Anordnung in der Satzung ist der Vorstand zur Durchführung der Einziehung verpflichtet.[1433] Dabei ist ein zulässiger Einziehungsgrund, der festgelegt werden kann, auch etwa das Verlangen eines Aktionärs.[1434] Dies könnte wesentlich sein, denkt man diese Option für die Verwirklichung des den SPAC-Investoren zukommenden Austrittsrechts an. Für SPACs wäre es daher denkbar und durchaus sinnvoll eine solche Zwangseinziehung – insb eine angeordnete Zwangseinziehung – in der Satzung festzuschreiben. Das sich *prima vista* potentiell ergebende Problem der Unvereinbarkeit des Austrittsrechts von Aktionären mit dem österreichischen Einlagenrückgewährverbot, wäre damit jedenfalls gelöst.

[1428] Siehe bereits oben.

[1429] Vgl allg auch noch einmal *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 192 Rz 3/1; *Weber* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 192 AktG Rz 2.

[1430] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 192 Rz 6; *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 192 Rz 5; *Weber* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 192 AktG Rz 4.

[1431] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 192 Rz 8; *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 192 Rz 7; *Weber* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 192 AktG Rz 5.

[1432] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 192 Rz 8; *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 192 Rz 7; *Weber* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 192 AktG Rz 5; *Blumauer/Jernej* in *Gratzl/Hausmaninger/Justich* (Hrsg), Handbuch zur Aktiengesellschaft[2] (2016) Kapitalherabsetzung durch Einziehung von Aktien Rz 473ff.

[1433] Vgl etwa *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 192 Rz 9; *Blumauer/Jernej* in *Gratzl/Hausmaninger/Justich* (Hrsg), Kapitalherabsetzung durch Einziehung von Aktien Rz 476.

[1434] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 192 Rz 1; *Nagele/Lux* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 192 Rz 7; *Weber* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 192 AktG Rz 7.

Zu bedenken zu geben ist schließlich, der unterschiedliche Effekt, den eine Einziehung im Vergleich zu einem Erwerb eigener Aktien hat. Während beim Erwerb eigener Aktien diese weiter existieren und nur die mit diesen verbundenen Mitgliedschaftsrechte für die Gesellschaft nicht ausübbar sind,[1435] gehen mit der Einziehung der Aktien diese unter. Durch beide Maßnahmen ändert sich ganz grundsätzlich zwar die Aktionärsstruktur. Durch die Einziehung aber insofern in einem anderen Ausmaß, als durch das Untergehen einiger Aktien die AG nicht ihr eigener Eigentümer wird. Die Einziehung eignet sich besser für eine Beseitigung einer Aktiengattung.[1436] Freilich kann aber bei einer SPAC auch das Interesse bestehen, die Aktien der austrittswilligen für die Gesellschaft selbst zu erwerben, um diese später wieder an Dritte veräußern zu können. Dies würde für einen Erwerb eigener Aktien gem § 65 AktG sprechen. Auf der anderen Seite kann natürlich auch eine Beseitigung einer Aktiengattung wünschenswert sein und durch eine Einziehung erreicht werden. Genauso kann auch die mit der Einziehung verbundene Kapitalherabsetzung Sinn machen, dies wäre aber insb bei einer Verschmelzung mitzubedenken.[1437] Solche Überlegungen hinsichtlich der Wahl zwischen Erwerb eigener Aktien und Einziehung sollten bereits vor der Gründung der SPAC angestellt werden, da diese einen wesentlichen Einfluss auf die konkrete Ausgestaltung des Austrittsrechts der Aktionäre iZm dem späteren De-SPAC haben.

4.6 Liquidation

4.6.1 Problem

Wie bereits erwähnt, ist eines der Charakteristika der SPAC die zwingende Liquidation der Gesellschaft, sofern innerhalb eines bestimmten Zeitraums – von idR achtzehn oder 24 Monaten – keine Zielgesellschaft gefunden und kein De-SPAC durchgeführt wird.[1438] Im Regelfall wird auf die Zustimmung der Gesellschafter (also den Beschluss) für die Einhaltung dieses Zeitraums abgestellt.[1439]

4.6.2 Zwingende Liquidation als Satzungsbestimmung

Fraglich scheint, ob eine solche zwingende Auflösung bei Eintritt – bzw genauer bei Nicht-Eintritt – eines Ereignisses als automatisch bereits in der Satzung der Gesellschaft vorgesehen werden kann.

Grundsätzlich können Kapitalgesellschaften nach entsprechendem Gesellschafterbeschluss und Einhaltung der sonstigen gesetzlichen Voraussetzungen liquidiert werden. Für die AG normiert § 203 AktG mehrere Auflösungsgründe. Diese Aufzählung des Gesetzes ist grundsätzlich abschließend.[1440] Darunter findet sich auch in § 203 Abs 1 Z 1 AktG die Auflösung „durch

[1435] Siehe bereits unter 4.5.2.6.
[1436] Vgl etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 192 Rz 2.
[1437] Siehe zu dahingehenden Überlegungen in Kapitel 4.5.2.2.
[1438] Siehe bereits in der Einleitung zum Ablauf der SPAC-Transaktion.
[1439] *Stepan*, ZFR 2022, 583 (587) verweist auf *Günther*, Special Purpose Acquisition Companies und die Ineffizienz des Kapitalsystems (2021) 186 f.
[1440] *Kodek* in *Artmann/Karollus* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG III[6] § 203 Rz 25 (Stand 1.4.2019, rdb.at).

Ablauf der in der Satzung bestimmten Zeit", sowie in Z 2 derselben Bestimmung die Auflösung „durch Beschluß der Hauptversammlung". Die Festlegung in der Satzung, dass die AG nach Ablauf einer bestimmten Zeit aufgelöst wird, ist also möglich. Dabei wird vertreten, dass das Ereignis, an das die Auflösung knüpft, klar fixiert, zeitlich eindeutig fassbar und das Eintreten bzw Nichteintreten des Ereignisses objektiv feststellbar sein muss.[1441] Würde man bei einer SPAC die Option der Verankerung einer Satzungsbestimmung wählen, nach der die Gesellschaft binnen (typischerweise) 24 Monaten aufgelöst wird, wäre dazu idealerweise – als objektiv fassbares Ereignis – vorzusehen, dass dies nur eintreten soll, falls innerhalb des Zeitraums kein De-SPAC durchgeführt wird.[1442] Es ist jedoch umstritten, ob eine Auflösung an eine Bedingung geknüpft werden kann. Nach einigen in der Lit soll etwa die Eröffnung eines Sanierungsverfahrens, wenn dies in der Satzung so vorgesehen ist, eine solche zulässige Bedingung darstellen.[1443] Von anderen in der Lit wird dies jedoch abgelehnt, mit der Begründung, dass der Auflösungsgrund vom Gesetzgeber auch im Rahmen der Insolvenzreform 2010 nicht auf sämtliche Insolvenzverfahren erstreckt worden sei, da ein Sanierungsverfahren nicht auf die Zerschlagung des Unternehmens abziele (im Gegensatz zum Konkursverfahren).[1444] Verwiesen wird dabei zT auch auf die Tatsache, dass in der Satzung außer der Festlegung der Auflösung nach einer bestimmten Zeit, keine weiteren Auflösungsgründe festgelegt werden könnten, es fehle nämlich eine dem § 84 Abs 2 GmbHG vergleichbare Bestimmung, nach der in der Satzung sehr wohl weitere Auflösungsgründe bestimmt werden können.[1445] Gesetzlich normiert sind jedenfalls nur die Eröffnung eines Konkursverfahrens bzw Nichteröffnung eines Insolvenzverfahrens aufgrund mangelnden kostendeckenden Vermögens.[1446] Auch soll es nicht möglich sein, den Eintritt eines an sich völlig ungewissen Ereignisses als Auflösungsgrund in der Satzung vorzusehen, da diesfalls dann an sich keine Zeitdauer der Gesellschaft festgelegt ist.[1447] Weiters ist es unzulässig, in der Satzung ein Ereignis, das einzig vom Willen bestimmter (einzelner) Aktionäre abhängt, als Auflösungsgrund zu bestimmen. Damit würde einzelnen Aktionären quasi ein Kündigungsrecht zukommen, auch eine solche Satzungsbestimmung wäre unzulässig.[1448]

Immer auch möglich ist die Auflösung nach Beschluss der HV. Ein solcher Beschluss bedarf einer ¾ Mehrheit des bei der Fassung des Beschlusses vertretenen Grundkapitals (sofern in der

[1441] Vgl etwa *Berger* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 203 Rz 20 (Stand 1.6.2021, rdb.at).
[1442] Vgl *Schalast/Geurts/Türkmen*, BB 2021, 1283 (1287); *Stepan*, ZFR 2022, 583 (587).
[1443] *Kodek* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 203 Rz 34 verweist auf *Schiemer/Jabornegg/Strasser*, AktG[3] § 203 Rz 8.
[1444] *Kodek* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 203 Rz 34, 45 verweist auf ErläutRV 771 BlgNR 24. GP, zu Art 25 (AktG 1965); *Hoppel/Lind* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka* (Hrsg), AktG Taschenkommentar (2019) § 203 AktG Rz 8.
[1445] *Kodek* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 203 Rz 25f.
[1446] Vgl etwa *Berger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 203 Rz 31ff. Sehr wohl aber käme es zur Auflösung, wenn ein zunächst als Sanierungsverfahren eröffnetes Insolvenzverfahren später als Konkursverfahren fortgeführt wird. Vgl etwa *Hoppel/Lind*, § 203 AktG Rz 8.
[1447] Siehe etwa *Kodek* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 203 Rz 34.
[1448] Vgl etwa *Kodek* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 203 Rz 35, 27; *Berger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 203 Rz 20.

Satzung keine höhere Mehrheit oder zusätzliche Erfordernisse aufgestellt werden).[1449] Nun ist diese Notwendigkeit eines HV-Beschlusses (noch dazu mit qualifizierter Mehrheit) als Erfordernis einer Auflösung für die SPAC wohl unbefriedigend, weil bis zur Fassung eines solchen Beschlusses Unsicherheit über die tatsächliche Möglichkeit einer Liquidation bestünde. Man könnte sich daher fragen, ob eine Verpflichtung der Aktionäre zur Zustimmung zu einem solchen Beschluss auf Auflösung der AG auch schon zu einem früheren Zeitpunkt (va kurz nach Erwerb von Anteilen an der Gesellschaft) vorgesehen werden könnte. Diesfalls könnten Stimmbindungsverträge zwischen den Aktionären abgeschlossen werden, in denen sich Aktionäre zu einem solchen künftigen Stimmverhalten verpflichten.[1450] Außerdem besteht die Möglichkeit solche Stimmbindungsregelungen in die Satzung der AG aufzunehmen, wodurch das Erfordernis von separaten Stimmbindungsvereinbarungen vermieden werden kann.[1451] Nachteil einer solchen Inkorporation in die Satzung ist natürlich die Einsehbarkeit letzterer für die Öffentlichkeit im österreichischen Firmenbuch.[1452]

Bei der SPAC werden diese Bedenken (der Öffentlichkeit einer solchen Bestimmung) in der Praxis jedoch wohl nicht im selben Ausmaß wie bei „herkömmlichen" AGs gegeben sein, da (wie gesagt) die zwingende Liquidation nach einer gewissen Zeit bei Scheitern der Identifizierung eines Targets und Zustimmung der HV zum De-SPAC ohnehin bekanntermaßen eines der wesentlichen Charakteristika einer SPAC ist.

Problematisch ist es jedoch, wenn Neugesellschafter an Stimmverhalten laut Stimmbindungsverträge gebunden werden.[1453] Es ist nämlich anerkannt, dass ein Stimmbindungsvertrag grundsätzlich lediglich schuldrechtliche Wirkung entfalten kann (meist als Gesellschaft bürgerlichen Rechts qualifiziert wird), also nur die Vertragspartner bindet und nicht Teil der Verbandsordnung der Gesellschaft wird.[1454] Gehen Anteile, die von einem Stimmbindungsvertrag umfasst sind, durch Gesamtrechtsnachfolge über, stellt sich die Frage, ob auch schon bisher im Eigentum des Rechtsnachfolgers befindliche Anteile, welche bislang nicht dem Stimmbindungsvertrag unterlagen, nunmehr auch gebunden sind (bei Verneinung käme es zu einem „*split voting*").[1455] Für Fälle der Anteilsübertragung im Wege der Einzelrechtsnachfolge gilt grundsätzlich, dass der Stimmbindungsvertrag nicht auf den Erwerber übergeht (sofern nicht vereinbart oder zumindest konkludente Vertragsübernahme

[1449] Siehe § 203 Abs1 Z 2 AktG und etwa ausführlich *Kodek* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 203 Rz 41; *Berger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 203 Rz 26.
[1450] Vgl *Stepan*, ZFR 2022, 583 (587); zu Stimmbindungsverträgen und den unterschiedlichen Ausgestaltungen etwa ausführlich *Schmidt-Pachinger* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 121 Rz 40ff (Stand 1.6.2021, rdb.at); *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 17 Rz 30ff (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Swoboda*, Ausgestaltung von Stimmbindungen, ecolex 2019, 519; *Koppensteiner*, Satzungsbegleitende Nebenvereinbarungen in der GmbH, GesRZ 2021, 216.
[1451] Siehe etwa *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 17 Rz 30; *Stepan*, ZFR 2022, 583 (587).
[1452] Vgl etwa *Schmidt-Pachinger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 121 Rz 43.
[1453] Vgl *Stepan*, ZFR 2022, 583 (588) und etwa *Schmidt-Pachinger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 121 Rz 47f.
[1454] Vgl etwa *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 17 Rz 31 verweist auf OGH 3 Ob 72/09y; 6 Ob 35/14m; RIS-Justiz RS0059854; *Enzinger*, Anwendbarkeit des § 48 GmbHG auf schuldrechtliche Ersatzansprüche der GmbH aufgrund eines behaupteten Verstoßes gegen Bestimmungen eines Syndikatsvertrages, GesRZ 2010, 49 (53ff); *Schmidt-Pachinger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 121 Rz 44.
[1455] Vgl etwa *Schmidt-Pachinger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 121 Rz 47; *Schopper* in *Artmann/Karollus*, AktG[6] § 12 Rz 20.

nach § 863 ABGB angenommen werden kann).[1456] Die Zulässigkeitsgrenze von Stimmbindungsverträgen bildet jedenfalls zwingendes Recht, damit jedenfalls auch die Sittenwidrigkeit und wohl auch der Treuepflicht.[1457] Vereinbarungen, welche auf die Herbeiführung von nichtigen, anfechtbaren oder (zumindest meist bei) schwebend unwirksamen Beschlüssen hinauslaufen würden, sind jedenfalls ungültig.[1458]

Jedenfalls möglich wäre es aber eine Satzungsbestimmung vorzusehen, wonach die SPAC nach Ablauf einer gewissen Zeit und fehlender Durchführung eines De-SPAC aufzulösen ist. Will man eine solche Bestimmung (Auflösung bei Bedingungseintritt) nicht in der Satzung vorsehen, bleibt immer noch die jederzeitige Möglichkeit eines HV-Beschlusses, mit dem die AG aufgelöst wird. Angedacht werden könnte der Abschluss von Stimmbindungsverträgen, um die Aktionäre zu einer Zustimmung in entsprechenden Fällen zu verpflichten.

4.6.3 Einzuhaltende Sperrfrist

Ein wesentliches Problem ist, dass bei der Liquidation der AG die Sperrfrist von einem Jahr ab dem Tag nach der dritten Veröffentlichung des Gläubigeraufrufs gem § 208 AktG zu beachten ist.[1459] Die drei Veröffentlichungen des Gläubigeraufrufs müssen zumindest an drei verschiedenen – nach der hM reichen allerdings auch aufeinanderfolgende Tage – erfolgen.[1460] Die letzte Veröffentlichung setzt den Fristenlauf in Gang.[1461] Diese Frist ist zwingend, damit auch nicht durch die Satzung abänderbar.[1462] Vor Ablauf der Sperrfrist darf jedenfalls kein Vermögen an die Aktionäre verteilt werden.[1463] Selbst wenn alle bekannten Gläubiger einer vorzeitigen Verteilung zustimmen würden, müsste das Sperrjahr eingehalten werden, da die Regelung auch dem Schutz unbekannter Gläubiger dient.[1464] Das Gesellschaftsvermögen soll als Befriedigungsobjekt der Gläubiger nicht vor Ablauf der Sperrfrist verteilt werden. Unzulässig sind sämtliche der Befriedigung oder Sicherstellung der Gläubiger benachrangt gegenüberstehende Verteilungshandlungen des Gesellschaftsvermögens.[1465] Erst an die Verwertungsphase schließt die Aufteilung des Vermögens auf die Gesellschafter an.[1466]

[1456] Vgl etwa *Schmidt-Pachinger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 121 Rz 48.
[1457] Zur Frage, ob ein Verstoß gegen die Treuepflicht zur Nichtigkeit führt siehe etwa *Schmidt-Pachinger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 121 Rz 58f.
[1458] Vgl etwa *Schmidt-Pachinger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 121 Rz 49.
[1459] Vgl etwa *Kodek* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG III[6] § 213 Rz 4 (Stand 1.4.2019, rdb.at); *Stepan*, ZFR 2022, 583 (588) verweist auf *Berger* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 213 Rz 3 (Stand 1.6.2021, rdb.at); *Gamauf* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka* (Hrsg), AktG Taschenkommentar (2019) § 213 AktG Rz 2f.
[1460] Vgl etwa *Kodek* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG III[6] § 208 Rz 5 (Stand 1.4.2019, rdb.at); *Eckert/Schopper/Epicoco* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 208 Rz 5 (Stand 1.7.2021, rdb.at).
[1461] *Kodek* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 208 Rz 2; *Eckert/Schopper/Epicoco* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 208 Rz 6.
[1462] Siehe etwa *Kodek* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 213 Rz 1ff; *Berger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 213 Rz 5; *Gamauf*, § 213 AktG Rz 3.
[1463] *Stepan*, ZFR 2022, 583 (588); vergleiche auch etwa *Berger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 213 Rz 3ff.
[1464] Vgl etwa *Kodek* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 213 Rz 7; *Gamauf*, § 213 AktG Rz 2.
[1465] Vgl etwa *Kodek* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 213 Rz 4.
[1466] RIS-Justiz RS0061907 [T6].

Ein äußerst zeitschonender Abschluss der Liquidation der SPAC, wie dies in anderen Rechtsordnungen üblich ist, kann daher nach österreichischem (AG) Recht so nicht umgesetzt werden.[1467] Auch eine allfällige Zustimmung bekannter Gläubiger zu einer vorzeitigen Verteilung des Gesellschaftsvermögens würde, wie bereits zuvor erwähnt, nicht helfen. Da es sich um eine zwingend einzuhaltende Sperrfrist handelt, kann auch in der Satzung keine kürzere Frist vereinbart werden. SPACs, auf die österreichisches Recht anwendbar ist, hätten sich an diese rechtlichen Vorgaben anzupassen. Auch wenn dies nicht der typischen Gestaltung einer SPAC entspräche, wird die zwingend einzuhaltende Sperrfrist und damit die längere zeitliche Komponente bei der Abwicklung der Gesellschaft, wohl nicht das größte Problem für SPACs nach österreichischem Recht darstellen, sondern würde lediglich die Verteilung des Gesellschaftsvermögens länger dauern als nach anderen Rechtsordnungen. Dabei sei zu bedenken gegeben, dass die Liquidation und deren praktische Durchführung ja erst dann relevant wird, wenn das Vorhaben der SPAC gescheitert ist und der De-SPAC nicht rechtzeitig durchgeführt wurde. Die Frage was im Falle eines Scheiterns passiert und wann Investorengelder zurückgezahlt werden, wird mE nur für die weniger enthusiastischen (oder zumindest vorsichtigeren) Investoren schon im Zeitpunkt des Investments interessant sein. Für die Geschäftsleiter der SPAC wiederum ist die Frage zum einen aus Eigeninteresse relevant, nämlich dann, wenn sie selbst in die SPAC investieren und zum anderen aus der Überlegung welcher Standort die für Investoren attraktivsten Rahmenbedingungen bieten kann. Die längere Dauer der Durchführung einer Liquidation und die Aussicht das Gesellschaftsvermögen zeitlich deutlich später erhalten zu können, wird für potentielle Investoren dennoch einen durchaus wesentlichen Nachteil der österreichischen Rechtsordnung darstellen können. Da SPACs nach österreichischem Recht für die Zwecke der Börsennotierung als AGs gegründet werden müssten,[1468] ein „Ausweichen“ auf andere Gesellschaftsformen – etwa im Wege einer rechtsformändernden Umwandlung der AG in eine GmbH – zwar praktisch denkbar, aber selbst mit Kosten und Zeitaufwand verbunden wäre, wird sich in der Praxis die für SPACs im angloamerikanischen Raum sonst typische verhältnismäßig rasche Abwicklung für österreichische SPACs so nicht in der selben Form verwirklichen lassen. Potentielle Gründer einer SPAC werden wahrscheinlich auch dies vernünftigerweise und neben den übrigen (rechtlichen) Rahmenbedingungen in die Evaluierung bei der Suche nach einem geeigneten Standort für die Gründung ihrer SPAC einfließen lassen.

4.7 Satzungsstrenge als Grundlage aller Probleme

4.7.1 Problem

Ein ganz grundlegendes Problem, das sich iZm der Frage, ob typische SPAC-Charakteristika mit österreichischem Gesellschaftsrecht vereinbar sind stellt, ist die Fülle an zwingenden Vorgaben im österreichischen Aktienrecht, welche abweichende Regelungen nicht erlauben. Diese Bestimmungen wurden in den vorigen Kapiteln bereits erörtert. Man kann sich allerdings fragen, ob nicht die Bestimmungen des österreichischen Aktienrechts, die für SPACs besonders

[1467] *Stepan*, ZFR 2022, 583 (588).
[1468] Siehe dazu bereits oben.

problematisch wären, auch durch eine satzungsmäßige Vereinbarung der Gesellschafter für unanwendbar erklärt werden können.

4.7.2 Hintergrund

Die Ansicht, dass eine Abweichung von/Ergänzung zu gesetzlichen Regelungen in der Satzung nur insoweit möglich ist, als dies das Gesetz ausdrücklich vorsieht, wird in der Lit als Satzungsstrenge bezeichnet.[1469] Der Gesetzgeber zum AktG lässt die Frage, inwiefern ganz allg vom Gesetzesstandard abweichende Regelungen durch die Gesellschafter vorgesehen werden können, offen.[1470] Interessant ist dabei, dass für GmbHs § 4 Abs 2 GmbHG abweichende Regelungen allg für unzulässig und bei Vereinbarung für unwirksam erklärt. Noch interessanter ist allerdings, dass diese Bestimmung iSd Zulässigkeit abweichender Bestimmungen in Gesellschaftsverträgen verstanden wird, sofern nicht per Gesetz ausdrücklich untersagt.[1471]

Die hA in der österreichischen (wie auch der deutschen[1472]) Lit folgt dem Prinzip der Satzungsstrenge, ua mit der Begründung, dass der Gesetzgeber die hM zum Aktienrecht des HGB diesbezüglich als auch auf das AktG anwendbar voraussetzte.[1473] Dies freilich nach einiger Diskussion hierzu in Folge eines OGH-Urteils, welches klarstellte, dass das AktG dahingehend ausgelegt werden muss, dass eine Satzungsbestimmung immer nur zulässig ist, wenn durch Gesetz vorgesehen oder eine abweichende Regelung vom Gesetz ausdrücklich erlaubt ist, nicht immer geboten sein muss. Nach derselben OGH-Entscheidung ist jedenfalls nicht börsennotierten AGs ein größeres Ausmaß an Satzungsautonomie zuzuerkennen.[1474] In der Lit wird die Anerkennung der Satzungsstrenge ua damit begründet, dass der Gesetzgeber es offenbar für erforderlich sah, an bestimmten Stellen ausdrücklich die Erlaubnis abweichender Regelungen zu bestimmen. Ein „warum-eigentlich-nicht?“ sei insofern kein Argument für eine generelle Zulässigkeit von vom Gesetzesstandard abweichender Regelung an anderen Stellen.[1475]

Entsprechend dem Prinzip der Satzungsstrenge wären die Regelungen des AktG allg zwingend und wären solche Satzungsregelungen, die von den gesetzlichen Bestimmungen abweichen,

---

[1469] Siehe etwa *Gruber* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] § 17 Rz 2 (Stand 1.6.2021, rdb.at); *Heidinger/Schneider* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG I[6] § 17 Rz 5 (Stand 1.5.2018, rdb.at); *Brugger*, Aktuelles zur Satzungsstrenge nach OGH 6 Ob 28/13f, NZ 2014, 145 (145); *Elsner/Hössl/U.Torggler*, Die Satzungsstrenge: Leitbild und Realität der AG, GesRZ 2017, 78 (78).

[1470] Vgl etwa *Gruber* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 17 Rz 2; *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 17 Rz 22.

[1471] Vgl etwa *Gruber* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 17 Rz 33; *Aicher/Feltl* in in *Straube/Ratka/Rauter* (Hrsg), WK GmbHG § 4 Rz 36 (Stand 15.10.2024, rdb.at); *Koppensteiner/Rüffler* in *Koppensteiner/Rüffler* (Hrsg), GmbH-Gesetz[3] (2007) § 4 Rz 19.

[1472] Wobei in Deutschland mit dem § 23 Abs 5 AktG eine ausdrückliche Bestimmung im Gesetz zu finden ist. Vgl etwa *Elsner/Hössl/U. Torggler*, GesRZ 2017, 78; *Brugger*, NZ 2014, 145 (145).

[1473] So etwa *Gruber* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 17 Rz 22.

[1474] OGH 08.05.2013, 6 Ob 28/13f. Vgl etwa ausführlich OGH 6 Ob 28/2013f, GeS 2013, 346; OGH 6 Ob 28/2013f, wbl 2013/193; *Brugger*, NZ 2014, 145.

[1475] So etwa *Gruber* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 17 Rz 22.

unwirksam.[1476] Zu betonen ist aber auch, dass im Gegensatz zum deutschen Recht, wo dieser Grundsatz ausdrücklich im AktG normiert ist, eine solche gesetzliche Verankerung in Österreich fehlt.[1477] Hervorzuheben ist auch, dass bereits der OGH – nachdem er in früheren Entscheidungen erkennen ließ ebenfalls vom Prinzip der Satzungsstrenge auszugehen[1478] – in der zuvor angesprochenen Entscheidung klargestellt hat, dass der Grundsatz der Satzungsstrenge nicht in dieser Allgemeinheit gilt und zwischen börsennotierten und nicht börsennotierten Gesellschaften zu differenzieren ist. Nicht börsennotierten Gesellschaften sei dabei ein größerer Handlungsspielraum zuzugestehen, sofern dabei die freie Handelbarkeit von Aktien an der Börse nicht negativ beeinträchtigt wird.[1479] Schon zuvor war nach einigen in der jüngeren Literatur die Satzungsstrenge etwas „aufzuweichen".[1480]

Klar ist jedenfalls auch, dass eine ausdrückliche Erlaubnis abweichender Regelungen dann nicht notwendig ist, wenn sich schon durch Gesetzesauslegung (eindeutig) anderes ergibt.[1481] Auch wenn ein bloßes „Schweigen" des Gesetzgebers (also keine ausdrückliche Erklärung, dass Abweichung zulässig sind) nicht so verstanden werden darf, dass jedenfalls Abweichungen vom gesetzlichen Standard zulässig sind, ist aber auch keine ausdrückliche Ermächtigung erforderlich.[1482] Inwiefern (sonst) im Einzelnen abweichende Regelungen zulässig sind, ist für jede Norm durch Auslegung im Einzelfall zu ermitteln.[1483] Dies vor dem Hintergrund der Vertragsfreiheit. Andererseits sollen dabei Gläubiger- und Minderheitenschutzanliegen der jew Bestimmungen berücksichtigt werden.[1484] Vertreten wird dabei auch, dass von der Erlaubnis einer Abweichung nur sparsam Gebrauch gemacht werden darf.[1485] Andere weisen – mE nachvollziehbar – darauf hin, dass die Grenzen hier eher weit zu ziehen sind.[1486] Eine solche Auslegung soll sich jedenfalls auch an den für das „Wesen der AG" maßgeblichen Prinzipien orientieren. Dazu sollen insb etwa der Aktionärs- und Gläubigerschutz, die Kompetenzverteilung zwischen Organen gehören,[1487] genauso auch sonstige zwingende Vorschriften und die guten Sitten.[1488] Neben den offensichtlicheren Fällen, die gegen das Wesen der AG oder gute Sitten verstoßen, können als Bsp für unzulässige Regelungen können

[1476] Vgl etwa OGH 08.05.2013, 6 Ob 28/13f; *Gruber* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 17 Rz 22; *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 17 Rz 25; *Heidinger/Schneider* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 17 Rz 5.
[1477] Worauf auch der OGH in OGH 08.05.2013, 6 Ob 28/13f ausdrücklich hingewiesen hat. Siehe auch etwa *Gruber* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 17 Rz 33 *Heidinger/Schneider* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 17 Rz 5; *Elsner/Hössl/U. Torggler*, GesRZ 2017, 78 (78).
[1478] Siehe OGH 08.05.2013, 6 Ob 28/13f und etwa *Brugger*, 145 (147).
[1479] Vgl etwa auch *Gruber* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 17 Rz 34a; *E. Gruber/Foglar-Deinhardstein*, Satzungsstrenge und neue Spielräume für "autonome" Satzungsbestimmungen, GesRZ 2014, 73.
[1480] Siehe zur Lit auch etwa *Brugger*, 145 (146).
[1481] *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 17 Rz 22 verweist ua auf OGH 8.5.2013, 6 Ob 28/13f; *Gruber* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 17 Rz 33.
[1482] *Gruber* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 17 Rz 34 mit Verweis auf deutsche Lit.
[1483] *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 17 Rz 22; *Gruber* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 17 Rz 2; *Heidinger/Schneider* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 17 Rz 5; *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, GesR[2] Rz 3/57ff.
[1484] *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG[3] § 4 Rz 19.
[1485] *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 17 Rz 22.
[1486] Vgl *Gruber* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 17 Rz 34.
[1487] *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 17 Rz 22; *Gruber* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 17 Rz 33f; *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, GesR[2] Rz 3/57f.
[1488] *Gruber* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 17 Rz 33.

etwa abweichende Regelungen zur Entlastung von Vorstandsmitgliedern, oder die Einschränkung der Abberufungsmöglichkeit von Aufsichtsratsmitgliedern genannt werden.[1489] Nach einer Meinung in der Lit ist dabei nicht auf das „Wesen der AG" generell, sondern jenes der jew AG konkret abzustellen, wobei insb zwischen Gesellschaften mit einem „offenen" und jenen mit einem „geschlossenen" Aktionärskreis differenziert werden soll und auf die Bedürfnisse der jew AG und deren Aktionärskreis Rücksicht genommen werden soll. Dabei soll sich das „Wesen der AG" auch ändern können (zB KMU führt einen Börsengang durch).[1490] Dabei wäre noch die Abgrenzung zwischen „offener" und „geschlossener" AG fraglich. Jedenfalls umfasst von dem Begriff der „offenen" AG wären jene, deren Aktien an einem geregelten Markt notieren, vermeintlich auf einem nicht geregelten Dritten Markt der Börse gehandelte. Nicht umfasst wären aber wohl solche, bei denen die Aktien nur außerbörslich gehandelt werden. Denkbar ist aber auch in dieser Hinsicht auf die Tatsache abzustellen, ob eine Vinkulierung besteht oder Aktien frei übertragbar sind und so zwischen „offenem" und „geschlossenem" Aktionärskreis zu unterscheiden.[1491] Differenziert wird teils auch einfach zwischen „kapitalmarktoffenen" und „kapitalmarktfernen" AG.[1492] Ein Abstellen auf das Wesen der konkreten AG würde mE bedeuten, dass es durch die dabei anzustellende Einzelfallentscheidung,[1493] abhängig von der konkreten AG, unterschiedliche Ergebnisse insofern entstehen könnten, als dieselbe Norm als ein Mal (bei der einen AG) einer Abweichung zugänglich und ein Mal (bei einer anderen AG) nicht und damit zwingend wäre.

4.7.3 Fazit für SPACs

Zusammengefasst lässt sich festhalten, dass von gesetzlichen Regelungen abweichende Satzungsbestimmungen vereinzelt zulässig sein können, sofern diese nicht gegen das Wesen der AG, den Gläubiger- sowie Aktionärsschutz und öffentliche Interessen verstoßen (und sofern nicht bereits ohnehin ausdrücklich vom Gesetz eine Abweichung erlaubt ist). Dem OGH folgend ist dabei nicht börsennotierten AGs ein größeres Maß an Satzungsautonomie zuzugestehen.[1494] Aufgrund der Tatsache, dass dann im Ergebnis die Zulässigkeit jeder abweichenden Satzungsbestimmung in Auslegung der gesetzlichen Regelungen und im Falle, dass man zu einem Ergebnis kommt, dass eine abweichende Regelung in der Satzung an sich zulässig ist, ist deren Vereinbarkeit mit den erwähnten Grundsätzen des Aktienrechts sowie der Sittenwidrigkeit als Zulässigkeitsgrenze, zu prüfen. Dies bedeutet aber auch eine nicht unerhebliche Unsicherheit für Gesellschaften und Gesellschafter in der Praxis (auch für nach

[1489] *Gruber* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 17 Rz 40; vgl auch etwa *Rüffler/Koppensteiner*, GmbHG[3] § 4 Rz 19 für Bsp.
[1490] *Edelmann*, Statutarische Vorkaufsrechte bei nicht börsenotierten AG - Besprechung der OGH-E 6 Ob 28/13f, ecolex 2013, 706 (707); Vgl *E. Gruber/Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2014, 73.
[1491] Vgl *Brugger*, 145 (152f).
[1492] Siehe *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, GesR[2] Rz 3/26ff.
[1493] Vgl *Edelmann*, Statutarische Vorkaufsrechte bei nicht börsenotierten AG - Besprechung der OGH-Entscheidung 6 Ob 28/13f, ecolex 2013, 706 (707).
[1494] So neben OGH 8.5.2013, 6 Ob 28/13f etwa auch *Gruber* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 17 Rz 34a; *Heidinger/Schneider* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 17 Rz 5; *Brugger*, NZ 2014, 145 (153f).

österreichischem Recht gegründete SPACs).[1495] Für SPACs als börsennotierte Gesellschaften wäre die Satzungsautonomie, dem OGH folgend, geringer als für nicht börsennotierte Gesellschaften.[1496]

Wesentlich hervorgehoben sei an dieser Stelle aber, dass für die SPAC allenfalls Satzungsregelungen, die von jenen gesetzlichen Bestimmungen, mit welchen die SPAC-Charakteristika unvereinbar wären, abweichen würden, interessant wären. Da diese jedoch, wie zB und insb § 28 AktG betreffend die freie Verfügbarkeit der Einlagen, aber auch das Einlagenrückgewährverbot des § 52 AktG, jedenfalls dem Schutz der Gläubiger oder bzw auch der Aktionäre dienen,[1497] sind diese zwingend[1498] und wäre hier ohnehin schon aus diesem Grund keine abweichende Regelung in der Satzung möglich. Die Frage in welchem Ausmaß einer AG Satzungsautonomie nach der Lehre der Satzungsstrenge zukommen soll, tritt daher in diesen Bereichen ohnehin in den Hintergrund. In der Lit werden als Bsp für abweichende Regelungen etwa die folgenden Bereiche genannt: Vetorechte für Vorstandsvorsitzende, besondere Zustimmungsrechte für einzelne Aktionäre in der HV, Etablierung eines Beirats oder ähnlicher Gremien, bestimmte Regelungen zu Gewinnverwendung oder zu Vorkaufs- und Aufgriffsrechten.[1499] All die genannten Bsp können auch für SPACs durchaus interessant sein, insb wenn es darum geht bestimmten Aktionären bestimmte Zustimmungs- oder Vetokompetenzen bei Beschlussfassungen – etwa bezüglich eines De-SPAC einzuräumen.

Die wesentlichen Probleme, die sich in Bezug auf die Zulässigkeit von SPAC-Ausgestaltungen ergeben, wie etwa iZm der freien Verfügbarkeit der Einlagen, lassen sich allerdings vor dem Hintergrund der Satzungsstrenge daher nicht dadurch lösen, dass von den Gesellschaftern abweichende Regelungen von den Vorgaben des AktG in der Satzung vorgesehen werden. Dies ist freilich für SPAC-Gründer frustrierend und im Vergleich zu anderen Jurisdiktionen verhältnismäßig unpraktisch, aber vor den konkreten Schutzanliegen der relevanten Bestimmungen des AktG – also insb dem Gläubigerschutz – verständlich.

Interessant erscheint allenfalls noch folgende Überlegung, die soweit ersichtlich, in der Lit bisher noch nicht diskutiert wurde: wenn man jener Ansicht in der Lit folgend die Zulässigkeit

---

[1495] Bei *Brugger*, NZ 2014, 145 (153f) findet sich eine Auflistung von zulässigen Themen, welche in der Satzung abweichend geregelt werden können sollen. Dies stellt natürlich aber nur die Meinung des Autors dar, der OGH hatte sich in der bereits mehrfach zitierten Entscheidung aus 2013 lediglich mit einer Bestimmung zu Vorkaufsrechten zu beschäftigen.

[1496] Vgl so in der Argumentation auch etwa *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 17 Rz 23; *E. Gruber/Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2014, 73.

[1497] Vgl etwa *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 28 Rz 2; *Eckert/Schopper/Caramanica* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 28 Rz 11; *U. Torggler* in *U. Torggler*, GmbHG § 10 Rz 1; *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 3; *Obradović*, GesRZ 2024, 150 (150); allg auch etwa *Foglar-Deinhardstein/Hartig* in *Bergmann/Kalss* (Hrsg), Rechtsformwahl (2020) Rz 12/107; *Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG[3] § 10 Rz 2a; *Krejci*, Anlegerschutz des Aktionärs, Kapitalerhaltung und fehlerhafte AG, GesRZ 2011, 193 (201).

[1498] So etwa ausdrücklich *U. Torggler* in *U. Torggler*, GmbHG § 10 Rz 1; *Rüffler/Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG[3] § 10 Rz 2a; *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 28 Rz 6.

[1499] Siehe *Gruber* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 17 Rz 35; *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, GesR[2] Rz 3/60; vgl auch *E.Gruber/Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2014, 73. Ein generelles Vetorecht in der HV, welches einem Mehrstimmrecht gleichkäme, wird aber (wohl zutreffend) abgelehnt. Siehe *E.Gruber/Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2014, 73. Hier wäre wohl das Gleichbehandlungsgebot hinderlich.

einer abweichenden Regelung nicht vom Wesen der AG generell – also als ein allg abstraktes Konstrukt – sondern vom Wesen der spezifischen AG, um die es konkret geht, abhängig macht, könnte man allenfalls überlegen, ob es nicht zB dem Wesen einer SPAC entspricht, dass Einlagen auf einem Treuhandkonto, mit einer Rückzahlungsverpflichtung bei Ausübung eines Austrittsrechts, verwahrt werden. Eine Analyse, ob eine von § 28 AktG abweichende Regelung dann zulässig ist, würde sich nicht nach dem Wesen der (aller, typischen) AG richten, sondern nach dem Wesen der „SPAC-AG". Zu berücksichtigen wären die Interessen der konkreten SPAC und von deren Aktionäre. Daher könnte man folglich für eine Aufweichung der gesetzlichen Bestimmung insofern argumentieren, als es ja dem Wesen der SPAC immanent ist, dass die Einlagen in dieser besonderen, von § 28 AktG nicht bedachten Form verwahrt werden, dies für SPACs typisch, also in Einklang mit deren „Wesen" ist und dies auch im Interesse der Gesellschaft und auch der Aktionäre – die dadurch ja von der Möglichkeit des Austrittsrechts profitieren – ist. Bei der SPAC würden Investoren auch weniger davon ausgehen, dass die Verwahrung der Einlagen typisch wie bei einer „herkömmlichen" österreichischen AG erfolgt, sondern vielmehr eben wie einer typischen SPAC in anderen Jurisdiktionen. Wiederum wäre schließlich zu berücksichtigen, dass der OGH nicht börsennotierten Gesellschaften ein größeres Ausmaß an Satzungsautonomie zugesteht als SPACs und, dass der Gesellschafterkreis nicht „geschlossen" wäre. Dagegen sprächen auch die schon erwähnten Schutzanliegen der relevanten Bestimmung zugunsten von Gläubigern der Gesellschaft. In SPAC könnten auch solche Personen investieren, die mit der typischen SPAC-Ausgestaltung nicht vertraut sind und vielmehr von den Gegebenheiten einer typischen österreichischen AG ausgehen. So wird der Zweck des Prinzips der Satzungsstrenge ja auch damit argumentiert, dass die Aktie insofern „standardisiert" werden soll, als die Investoren von einem gewissen Mindeststandard der Gesellschaftsausgestaltung ausgehen können.[1500] Dabei kann an dieser Stelle dahingestellt werden, inwiefern dies sinnvoll ist oder dieses Ziel realistisch durch die Satzungsstrenge erreichbar ist.[1501] Außerdem wird auch von jenen, die diesem Abstellen auf das „Wesen" der konkreten AG mit Sympathie zu begegnen scheinen, zT argumentiert, dass doch zumindest auf die typische börsennotierte und nicht börsennotierte Gesellschaft abzustellen sei.[1502] Diese Unterscheidung macht auch vor dem Hintergrund Sinn, dass der historische AktG-Gesetzgeber vom Idealtypus der börsenotierten AG ausging.[1503] Diesfalls wäre für SPACs dann wiederum nichts zu gewinnen. Es erscheint daher im Ergebnis sehr fraglich und ist mE zu verneinen, § 28 AktG und allg das österreichische Kapitalerhaltungsrecht als für SPACs satzungsmäßig dispositive Regelungen zu qualifizieren. Die entsprechenden Bestimmungen bleiben daher bei Gründung einer österreichischen SPAC zu beachten.

Erwähnt sei auch noch die „Lehre vom fehlerhaften Verband" (bzw „Gesellschaft"). Dabei geht es iW um die Ansicht, dass fehlerhafte (also gesetzwidrige) Satzungsbestimmungen aus

[1500] *Brugger*, NZ 2014, 145 (149).
[1501] „Standardisiert" sind AGs nur dadurch wohl jedenfalls noch nicht, siehe mit entsprechender und mE richtiger Argumentation etwa *Brugger*, 145 (149).
[1502] *E. Gruber/Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2014, 73.
[1503] *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, GesR[2] Rz 3/26; *Brugger*, 145 (148).

Verkehrsschutzgründen nach „In-Vollzug-Setzung“ der Gesellschaft nicht mehr mit *ex-tunc* Wirkung beseitigt werden können.[1504] Man könnte sich daher Fragen, ob hieraus für SPACs etwas zu gewinnen ist. Konkret kann überlegt werden, ob die Konsequenz der Vereinbarung von vom gesetzlichen Standard abweichender Regelungen in der Satzung sein kann, dass solche Regelungen dennoch, zwischen den Aktionären und den Organen der SPAC, gelten können. Hier ist zunächst hervorzuheben, dass insb die für SPACs in dieser Hinsicht „interessanten“ Bestimmungen im AktG entsprechend ihrem Verbotszweck auch dann zu beachten sind, wenn abweichende Regelungen getroffen werden. Solche Abweichungen wären unbeachtlich.[1505] Bei der Lehre vom fehlerhaften Verband geht es nämlich vielmehr um das wirksame Entstehen der Gesellschaft und die Außenwirkung von Gründungsmängeln,[1506] nicht darum einzelnen mangelhaften Bestimmungen Verbindlichkeit zu verleihen. So kommt bei einer Teilnichtigkeit der Satzung die Lehre vom fehlerhaften Verband nicht zur Anwendung.[1507] Aus Sicht von SPACs bietet die Lehre vom fehlerhaften Verband daher keine Möglichkeit das Problem der Satzungsstrenge zu „umgehen“.

[1504] Vgl etwa *Eckert/Schopper/Walcher* in *Eckert/Schopper* (Hrsg), AktG-ON[1.00] § 216 Rz 2 (Stand 1.7.2021, rdb.at); *Kodek* in *Artmann/Karollus* (Hrsg), AktG III[6] § 216 Rz 62ff (Stand 1.4.2019, rdb.at); *Schauer* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, GesR[2] Rz 1/71; *Rericha/Strass*, wbl 2016, 730 (735); auch OGH 24.10.2000, 4 Ob 233/00v.

[1505] *Kodek* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 216 Rz 74 verweist auf *U. Torggler* in WK UGB[4] § 105 Rz 95; *Wiesner*, Lehre von der fehlerhaften Gesellschaft (1981) 124 ff.

[1506] Vgl etwa *Diregger* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[2] § 216 Rz 43ff (Stand April 2012, rdb.at); *Kodek* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 216 Rz 62.

[1507] Vgl etwa *Kodek* in *Artmann/Karollus*, AktG III[6] § 216 Rz 73; *Schauer* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, GesR[2] Rz 1/71.

5 Zusammenfassung und Ausblick

5.1 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse

Wie erwartet, ergeben sich im Wesentlichen im österreichischen Kapitalmarktrecht keine besonderen Hürden für SPACs, sondern stellen sich im Wesentlichen ähnliche Fragen wie für operativ tätige Gesellschaften (mit der Besonderheit, dass hier einige im Zuge der Vorbereitung anzustellenden Erwägungen bei SPACs außer Acht bleiben können). Es gibt außerdem an der Wiener Börse bereits Marktsegmente, die speziell auf Jung- bzw Wachstumsunternehmen zugeschnitten sein sollen und auch für SPACs interessant sein können. Insgesamt wäre für SPACs aufgrund der mangelnden operativen Tätigkeit ein Börsengang auch in Österreich in einer erheblich kürzeren Zeitspanne als für andere Unternehmen möglich (va aufgrund der fehlenden Notwendigkeit einer aufwendigeren Due Diligence Prüfung aufgrund mangelnder Historie und operativer Tätigkeit der SPAC vor dem Börsengang).

Generell sind va die bereits erwähnten Anforderungen der EU-ProspektVO zu beachten. Die ESMA-Stellungnahme (siehe oben) will die Beachtung gewisser Mindeststandards zum Schutz von MarktteilnehmerInnen sicherstellen. Diese Stellungnahme wurde vor dem Hintergrund der gesteigerten SPAC-Aktivität während der COVID-19 Pandemie veröffentlicht und richtet sich an die national zuständigen Behörden der Mitgliedstaaten. Viele der darin enthaltenen Empfehlungen sind mE sinnvoll, um potentiellen Anlegern eine hinreichende Investitionsbasis für deren fundierte Entscheidung über eine Investition zu ermöglichen. Da es sich dabei jedoch um eine bloße Empfehlung an die zuständigen Behörden handelt,[1508] fehlt bisher ein einheitliches EU-weites Regelwerk, welches speziell auf SPACs zugeschnitten ist. Während in einzelnen Mitgliedstaaten solche speziellen gesetzlichen Bestimmungen erlassen wurden (va in Deutschland mit dem Zukunftsfinanzierungsgesetz[1509]), wäre ein solches verpflichtendes Rahmenwerk an einheitlichen, EU-weiten Standards sicherlich wünschenswert. Dies va auch schon um das Problem des *forum shopping* und der Rechtszersplitterung, welches etwa in anderen Rechtsbereichen wie iZm grenzüberschreiten Verschmelzungen, Spaltungen oder Sitzverlegungen bereits erkannt wurde, zu vermeiden und Rechtssicherheit und Vorhersehbarkeit[1510] zu gewährleisten.

Wesentlich in Erinnerung zu rufen ist jedoch, dass mit Durchführung der De-SPAC eine operative Gesellschaft auf die SPAC verschmolzen (oder – va im Wege eines Share Deals – gekauft) wird. Ein grundlegender Kritikpunkt ist die damit verbundene „Umgehung" von Börsenzulassungsvorschriften durch diese operative Zielgesellschaft und die mit dieser „Umgehung" verbundenen Risiken für Anleger und Anteilseigner. Dabei wird auch oft angeführt, dass ein De-SPAC Börsengänge (oder genauer gesagt nach dem De-SPAC bestehende Notierung an der Börse) von solchen Gesellschaften, die dafür noch nicht „reif"

[1508] Vgl *Schnorbus/Kornack*, BB 2022, 1667 (1668).
[1509] Wobei betont werden muss, dass auch in Deutschland die Diskussionen über Reformvorhaben zur Belebung des Finanzstandorts und die Schaffung von diesbezüglichen rechtlichen Rahmenbedingungen bereits einige Jahre zurückreichen. Vgl etwa *Schalast*, Energieschub für den Finanzplatz? WIN-Initiative, ZuFinG II und Fondsmarktstärkungsgesetz, RdF 2024, 241.
[1510] Vgl dazu etwa ErwG 5 Richtlinie (EU) 2019/2121.

sind ermöglicht und für die Begründung mangelnder Reife auf die vereinzelt schlechte Performance von aus dem De-SPAC resultierenden Gesellschaften verwiesen.[1511] Zutreffend ist freilich, dass insb während den Pandemiejahren 2020 und 2021 viele sog *high growth companies*, Start-Ups, welche einige der üblichen an Börseplätzen bestehenden Minimalanforderungen für Gesellschaften, die eine Notierung anstreben, wie etwa eine gewisse Bestanddauer, Aktionärsstreuung, etc, nicht erfüllt hätten, über einen De-SPAC an die Börse gebracht wurden.[1512] Insofern ist freilich richtig, dass solche Gesellschaften bestehende Vorschriften in der Hinsicht umgehen, als sie diese einzuhalten hätten, wenn sie einen eigenen Börsengang durchführen würden. Dabei ist jedoch hervorzuheben, dass dies nicht anders ist als bei sonstigen Verschmelzungen oder Unternehmenskäufen von nicht börsennotierten Gesellschaften auf solche, die bereits an der Börse gelistet sind (und damit den sog *reverse mergers*, wie bereits in der Einleitung erwähnt). Die Besonderheit bei De-SPACs ergibt sich lediglich daraus, dass schon die SPAC bei deren Börsengang nur einen insofern „verkürzten" Prozess durchlaufen hat, als es sich dabei ja um eine reine Zweck- bzw Mantelgesellschaft handelt und dass diese SPACs, ausgestattet mit dem nötigen Kapital, proaktiv nach Zielgesellschaften sucht.[1513] Es wird somit gewissermaßen eine „Hülle" an die Börse gebracht, die zwar selbst die notwendigen Anforderungen erfüllt, dabei aber nur zu dem Zweck einen Börsengang durchführt um einen solchen und die dabei einzuhaltenden Vorschriften der Zielgesellschaft (um deren Börsennotierung es eigentlich geht) zu ersparen. Dabei kann durchaus kritisiert werden, dass so Gesellschaften an die Börse gebracht werden, die selbst die üblichen Anforderungen nicht erfüllen und dies Risiken für Investoren haben kann. Gleichzeitig ist jedoch auch hervorzuheben, dass es dem EU-Gesetzgeber (genauso wie etwa auch dem deutschen mit dem Zukunftsfinanzierungsgesetz) ein Anliegen ist die Kapitalmärkte in der EU[1514] zu stärken und insb um für KMUs die Aufnahme von Kapital zu erleichtern, Börsenzulassungserfordernisse und Folgepflichten einer Notierung zu vereinfachen.[1515] Insofern hat offenbar der EU-Gesetzgeber erkannt, dass es für KMUs ein berechtigtes Interesse an der Aufnahme von Kapital über die Börse gibt. Auch an der Wiener Börse gibt es speziell auf solche Unternehmen zugeschnittene Marktsegmente.[1516] Natürlich sind Börsengänge nicht für alle Gesellschaften geeignet. Dennoch ist es mE sinnvoll solche mit den notwendigen, aber

[1511] Siehe schon in der Einleitung und etwa *Goldfarb*, SPAC shell games will keep hiding the ball https://www.reuters.com/breakingviews/spac-shell-games-will-keep-hiding-ball-2023-10-05/ (abgefragt 08.10.2023).

[1512] Vgl auch dazu schon in der Einleitung dieser Arbeit und etwa *Lipschultz*, SPAC Euphoria Turns Into Painful Reckoning as Liquidity Runs Dry https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-12-15/spac-euphoria-turns-into-painful-reckoning-as-liquidity-runs-dry#xj4y7vzkg (abgefragt 15.10.2023).

[1513] Und dies ist der eigentliche Unterschied, da auch bei sonstigen *reverse mergers* nämlich häufig auf eine Mantelgesellschaft verschmolzen wird. Siehe dazu *Naumovska*, The SPAC Bubble Is About to Burst https://hbr.org/2021/02/the-spac-bubble-is-about-to-burst (abgefragt 15.10.2023).

[1514] Die weiterhin generell weiter hinter den US-Märkten zurückbleiben, wobei sich diese Divergenz seit der Weltwirtschaftskrise 2008 verstärkt hat; siehe für Statistiken jüngst etwa *Asgari/Smith/Douglas*, In charts: why European stock markets are in crisis https://www.ft.com/content/dda0d04a-7cbb-4b84-9375-b20225f780c3 (abgefragt 03.03.2024).

[1515] Vgl zum EU Listing Act und dessen Verhältnis zum Referentenentwurf des Zukunftsfinanzierungsgesetz etwa *Kuthe*, Der Referentenentwurf des Zukunftsfinanzierungsgesetzes, BB 2023, 1603 (1603); *Kaserer*, BB 2023 H 25, I; *Kalss*, Kernaktionäre: Europäische Anerkennung für die Garanten eines attraktiven Standortes, GesRZ 2021, 337; *Barth/Natlacen*, GesRZ 2022, 319.

[1516] Bereits oben bei Kapitalmarktrechtliche Themen und etwa *Gorzala*, ÖBA 2019, 835.

nicht überbordenden oder gar ungeeigneten Voraussetzungen zu ermöglichen.[1517] SPACs sind Vehikel, die lediglich zu dem Zweck der nachfolgenden Akquisition einer Zielgesellschaft, welche dadurch innerhalb kurzer Zeit selbst eine Börsennotierung erlangt, dienen. Kritik der vereinzelt enttäuschenden wirtschaftlichen Performance von Gesellschaften nach durchgeführten De-SPACs vermag dann wenig zu überzeugen, wenn damit SPACs deren Existenzberechtigung abgesprochen werden soll. Auch wenn der Schutz von Anlegern Skepsis von Aufsichtsbehörden rechtfertigt, wird zu akzeptieren sein, dass es bei Gesellschaften, welche via De-SPAC an die Börse gebracht werden, genauso wenig wie bei solchen, die dies über „herkömmliche" Börsengänge erreicht haben, eine Garantie für wirtschaftlichen Erfolg (und damit ein gewinnbringendes Investment für Investoren) gibt.[1518]

Ruft man sich die wesentlichen zwei Kernbereiche, mit denen sich die vorliegende Arbeit zu beschäftigen hatte, in Erinnerung, kann kurz wie folgt zusammengefasst werden:

im Hinblick auf den Sorgfaltsmaßstab und die Pflichten der Geschäftsleiter haben letztere im Rahmen der gesetzlichen und va von der Jud herausgearbeiteten Grenzen, einen relativ weiten Ermessensspielraum. Selbst bei Verletzung von Sorgfaltspflichten kann eine Haftung der Geschäftsleiter ausscheiden, wenn eine unternehmerische Entscheidung nach den Kriterien der BJR rechtfertigbar ist. Bei der SPAC ergeben sich dabei in den unterschiedlichen Lebensphasen der Gesellschaft unterschiedliche potentiell haftungsbegründende Situationen. Insb vor dem Hintergrund der Fälle der mehrfachen Mitgliedschaft in Organen unterschiedlicher Gesellschaften, werden bei SPACs potentielle Interessenkonflikte für Geschäftsleiter auftreten können. Diese haben sie jedenfalls offenzulegen und unterliegen in solchen Fällen wohl einem Stimmverbot bei Beschlussfassungen innerhalb des jew Organs. Insichgeschäfte (Selbstkontrahieren, Doppelvertretung) sind denkbar. Dabei schafft § 97 AktG eine Regelung, wonach die Gesellschaft in solchen Fällen vom Aufsichtsrat vertreten werden kann. Für die Zulässigkeit eines Insichgeschäfts muss entweder (i) kein Interessenkonflikt drohen (dh das Geschäft dem Vertretenen ausschließlich Vorteile bringen), oder (ii) nicht einmal abstrakt die Gefahr der Schädigung bestehen, oder (iii) eine Einwilligung des Vertretenen (der Gesellschaft) erfolgen.[1519] Die Frage nach einer möglichen Sorgfaltspflichtverletzung und Haftung der Geschäftsleiter ist stets nach den Umständen des Einzelfalls zu beurteilen.

Im Bereich des Kapitalerhaltungsrechts bietet die österreichische Rechtslage einige problematische Fallstricke, mit denen die charakteristische Ausgestaltung einer SPAC in

[1517] Siehe zu dieser Diskussion, die nach den jüngst von der SEC veröffentlichten neuen auf SPACs zugeschnittenen Regelungen etwa *Posner*, SEC adopts new rules on SPACs—just investor protection or will it spell the demise of SPACs? https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=f4e3c4e6-d76e-4ac5-b667-7a9e4a25530b&utm_source=Lexology+Daily+Newsfeed&utm_medium=HTML+email+-+Body+-+General+section&utm_campaign=Lexology+subscriber+daily+feed&utm_content=Lexology+Daily+Newsfeed+2024-01-26&utm_term= (abgefragt 27.01.2024); *Gordon/Mechanic/Moore/Riccardi/Coie,* M&A, Professional Perspective - SEC's Proposed SPAC Rules & Market Reaction https://www.bloomberglaw.com/external/document/XADAEFPO000000/m-a-professional-perspective-sec-s-proposed-spac-rules-market-re (abgefragt 27.01.2024).

[1518] Vgl auch *Geurts*, RdF 2023, 172 (173).

[1519] Siehe schon oben und RIS-Justiz RS0019350 und *Adensamer/Bertsch* in *Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka*, § 71 AktG Rz 9.

Konflikt stehen würde. Dabei hat sich gezeigt, dass va hinsichtlich der freien Verfügbarkeit der Einlagen (§ 28 AktG), des Erwerbs eigener Aktien (§ 65 AktG), der Finanzierung des Erwerbs von Aktien (§ 66a AktG) und bei der Ausgestaltung der Optionsrechte das österreichische Recht SPACs unflexible Grenzen bieten würde. Insb bei der freien Verfügbarkeit der Aktien würde sich eine Unvereinbarkeit mit der typischen Ausgestaltung einer SPAC ergeben, da durch die charakteristische Verwahrung auf einem Treuhandkonto, mit der Abrede der Rückzahlung der Einlage bei Ausübung des Austrittsrechts eines Aktionärs, hier eindeutig nicht die endgültige freie Verfügung des Vorstands über die Einlagen der Gesellschaft sichergestellt wäre.[1520]

Die angesprochenen Unvereinbarkeiten von SPACs mit österreichischem Aktienrecht sind vor dem Hintergrund der in Österreich hA in der Lit, wonach eine Abweichung von/Ergänzung zu gesetzlichen Regelungen in der Satzung nur insoweit möglich ist, als dies das Gesetz ausdrücklich vorsieht (Satzungsstrenge), zu sehen.[1521] Auch wenn die jüngere Rsp und einige in der Lit das Prinzip der Satzungsstrenge etwas aufweichen wollen (insb für nicht börsennotierte Gesellschaften, was SPACs aber freilich nicht helfen würde),[1522] ist zu bedenken, dass die relevanten Bestimmungen, bei denen eine Abweichung vom gesetzlichen Standard für SPACs interessant wäre, wie insb § 28 AktG, in jedem Fall zwingend sind, da diese dem Gläubigerschutz dienen.[1523] Hier ist für SPACs daher nichts zu gewinnen. Eine abweichende Satzungsregelung, durch die jene Bestimmungen des österreichischen Aktienrechts, mit denen die typische SPAC unvereinbar wäre, ist daher nicht zulässig.

In Bezug auf De-SPACs wurde die einschlägige Rsp des OGH zu Fremdfinanzierung beim Anteilserwerb (auch durch Zweckgesellschaften) erörtert und die vom OGH ausgearbeiteten Grundsätze zu Besonderheiten bei *Up-Stream* Verschmelzungen in Konzernkonstellationen dargestellt. Hier werden sich freilich nur Probleme ergeben, sofern die SPAC-Verschmelzung innerhalb des Konzerns erfolgt, was allenfalls nur eine *Up-Stream* Verschmelzung sein kann. Dafür müsste bereits vor der Durchführung des eigentlichen De-SPACs eine Beteiligung der SPAC an einer anderen Gesellschaft bestehen. Sofern dies nicht der Fall ist, würde es sich bei der De-SPAC um eine „normale" (Konzentrationsverschmelzung) Verschmelzung oder Unternehmenserwerb (wohl aber praktisch häufig im Wege der Gesamtrechtsnachfolge) handeln. Eine solche kann freilich immer noch stark fremdfinanziert sein. Dies kann va in Folge der Durchführung des De-SPAC wirtschaftlich große Herausforderungen darstellen. Die Finanzierung des Anteilserwerbs darf allg auch nicht durch die Zielgesellschaft selbst erfolgen.[1524] Dabei hatte sich der OGH bereits mit verschiedenen Konstellationen der Kreditaufnahme durch die erwerbende Gesellschaft und anschließender „Weiterleitung" eines Kredits an die Zielgesellschaft, oder auch sonstiger wirtschaftlicher Tragung der

[1520] Vgl schon oben und zum selben Ergebnis kommend *Stepan*, ZFR 2022, 583 (584).
[1521] Siehe schon in Kapitel 4.7 und etwa *Gruber* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 17 Rz 2; *Heidinger/Schneider* in *Artmann/Karollus*, AktG I[6] § 17 Rz 5; *Brugger*, NZ 2014, 145 (145); *Elsner/Hössl/U.Torggler*, 78 (78).
[1522] Siehe auch dazu schon in Kapitel 4.7 und etwa *Brugger*, NZ 2014, 145 (146).
[1523] So etwa ausdrücklich *U. Torggler* in *U. Torggler*, GmbHG § 10 Rz 1; *Koppensteiner* in *Koppensteiner/Rüffler*, GmbHG[3] § 10 Rz 2a; *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 28 Rz 6.
[1524] Vgl etwa schon oben und *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 127.

Kreditrückzahlung durch die Zielgesellschaft zu beschäftigen. Diese Rsp wurde ausführlich dargestellt. Der OGH stellt auf eine wirtschaftliche Gesamtbetrachtung aller Umstände, also die „gesamthafte" Konstruktion und nicht nur einzelne Sachverhaltselemente ab.[1525] An dieser Stelle sei zusammengefasst, dass es wohl unzulässig ist, wenn eine zum Zweck des Anteilserwerbs eigens gegründete Gesellschaft Kredite aufnimmt und damit die Finanzierung des Anteilserwerbs vornimmt und es folglich zu einer Verschmelzung der Zielgesellschaft auf die Zweckgesellschaft kommt, wenn diese Zweckgesellschaft allein (unter Außerachtlassung des Vermögens der Zielgesellschaft) die Rückzahlung des Kredits nicht bewerkstelligen kann.[1526] Bei *Up-Stream* Verschmelzungen wird das Vermögen der übernehmenden Muttergesellschaft nach der Verschmelzung nach dem Abzug des Werts ihrer Beteiligung an der Tochter positiv sein müssen. [1527] Möglich wäre es aber die Überschuldung der Mutter durch Bilanzgewinne oder ausschüttbare Rücklagen der Tochtergesellschaft auszugleichen.[1528] Nach einigen in der Lit und dem OGH darf auch das Nennkapital der übernehmenden nicht niedriger sein als jenes der übertragenden Gesellschaft.[1529] In der Lit umstritten ist ob auch die gebundenen Rücklagen einer solchen Kapitalbindung unterliegen.[1530] Der OGH bejaht dies aber.[1531]

Praktisch selten wird sich bei SPACs der Fall ergeben, dass die Zielgesellschaft eine solche mit „Sanierungsbedarf" ist, weshalb auch die komplexe Frage der Zulässigkeit von Sanierungsfusionen (insb *Up-Stream*) in den allermeisten Fällen nicht beantwortet werden muss. Die SPAC wird als Zielgesellschaft nämlich kaum eine sanierungsbedürftige Gesellschaft identifizieren, schon um die erforderliche Zustimmung der Anteilseigner der SPAC vor der Durchführung des SPAC erreichen zu können. Dies auch im Hinblick auf das damit verbundene Reputationsrisiko der Geschäftsleiter der SPAC, deren wesentliche Aufgabe die Identifizierung einer attraktiven Zielgesellschaft und die Profitabilität des De-SPAC ist. Freilich hat sich hier jedoch der OGH bereits für eine Zulässigkeit einer solchen Verschmelzung einer überschuldeten Tochtergesellschaft ausgesprochen, sofern dadurch kein „insolvenzreifes Gebilde" entstehe.[1532]

Inwiefern die dargestellten Grundsätze iZm der Anteilsfinanzierung für SPACs relevant sind, wird sich nach der jew konkreten Situation unterscheiden. Denkbar und wohl praktisch häufig

---

[1525] Vgl zB noch einmal zusammenfassend *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 136.
[1526] Vgl ebd.; *Mitterecker*, GES 2016, 157.
[1527] Siehe schon oben und etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 136; *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 102.
[1528] Ebd.
[1529] *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 134, jedoch aA etwa *Szep* in *Jabornegg/Strasser*, AktG[5] § 244 Rz 13; nach letzterem bildet dies lediglich ein „Indiz" für das Vorliegen einer Gläubigergefährdung und des Verstoßes gegen § 82 GmbHG bzw 52 AktG.
[1530] Vgl etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 135.
[1531] *Aburumieh/Adensamer/Foglar-Deinhardstein*, Praxisleitfaden Verschmelzung (2014) Rz 44 verweist auf OGH 15.04.2010, 6 Ob 226/09t. Vgl auch etwa *Aburumieh/Adensamer/Foglar-Deinhardstein/Hartig* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer* (Hrsg), GmbHG[2] (2024) § 101 GmbHG Rz 56; *Kalss* in *Kalss* (Hrsg), Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung[3] § 224 AktG Rz 53, 56 (Stand 1.7.2021, rdb.at).
[1532] OGH 25.11.2020, 6 Ob 203/20a; RIS-Justiz RS0133400; vgl etwa *Eckert*, Die Verschmelzung nach dem EU-UmgrG, GesRZ 2023, 292 (297).

sind auch Fälle, in denen die SPAC keine zusätzlichen Kreditmittel zur Finanzierung des Anteilserwerbs benötigt, sondern vielmehr die bereits von Investoren eingesammelten Mittel dafür ausreichen. Dies hängt jedoch auch stark von der jew Lage am Kapitalmarkt und va auch in welchem Umfang Aktionäre von ihrem Austrittsrecht Gebrauch machen (was insb von der Attraktivität der identifizierten Zielgesellschaft abhängig sein wird) ab.

Die Bestellung von Sicherheiten zur Anteilsfinanzierung ist möglich, wenn ein gewissenhaft handelnder Geschäftsführer unter Anwendung kaufmännischer Grundsätze zu den identen Bedingungen auch mit einem Dritten ein solches Geschäft geschlossen hätte.[1533] Dabei kommt es immer auf eine Einzelfallbetrachtung an, weshalb allg Aussagen nur bedingt weiterhelfen können.[1534] Außerdem ist auch hier (nach einigen in der Lit unter Berufung auf aus der Rsp des OGH ableitbare Grundsätze)[1535] zu beachten, dass die aus der Transaktion resultierende Gesellschaft nicht überschuldet sein darf.

Die Auflösung der Gesellschaft an den Eintritt eines bestimmten Ereignisses zu knüpfen (konkret die Nichtdurchführung eines De-SPAC mit einer Zielgesellschaft innerhalb einer gewissen Zeitperiode nach Gründung) und eine entsprechende Satzungsbestimmung vorzusehen wäre jedenfalls möglich. Zumindest unpraktisch wäre jedoch die zwingend einzuhaltende Sperrfrist von einem Jahr bevor das Gesellschaftsvermögen verteilt und die Abwicklung beendet werden kann.

Hingewiesen sei jedoch an dieser Stelle noch auf die Tatsache, dass die in der Einleitung dargestellten und im Laufe dieser Arbeit an den jew interessierenden Stellen diskutierten typischen Charakteristika einer SPAC-Transaktion nicht in Stein gemeißelt sind. Dabei werden auch (nämlich auch in anderen Jurisdiktionen, in denen sich die Probleme des österreichischen Kapitalgesellschaftsrechts nicht stellen) alternative Ausgestaltungsformen diskutiert.

So hat etwa der prominente amerikanische Investor und Hedge Fonds Manager Bill Ackman bereits im Jahr 2020 ein SPAC Vehikel vorgeschlagen, welches einige der in den Folgejahren aufgebrachten Kritikpunkte antizipierte und potentielle Risiken abmildern sollte.[1536] Nachdem er bereits SPACs in mehr oder weniger typischerer Ausgestaltung gegründet hatte,[1537] hat er

---

[1533] Vgl etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 129; *Eckert/Schopper/Madari* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 52 Rz 33; *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 71.

[1534] Vgl etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 106; *Eckert/Schopper/Madari* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 52 Rz 34; *Saurer* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[3] § 52 Rz 25.

[1535] Etwa *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 82 Rz 134 verweist auf OGH 11.11.1999, 6 Ob 4/99b; OGH 26.8.2004, 6 Ob 165/04i.

[1536] Diese SPAC, nämlich Pershing Square Tontine Holdings, hatte auch bereits einen Vertrag über den Erwerb von 2,9% des Grundkapitals der Universal Music Group abgeschlossen, bevor jedoch nach zunehmender Skepsis der Börsenaufsichtsbehörde SEC aufgrund der neuen /ungewöhnlichen Struktur der SPAC diese Transaktion schließlich nicht durchgerührt wurde und die Investoren ihre Gelder zurückgezahlt bekamen. Siehe *Herbst-Bayliss*, Explainer: How Bill Ackman's SPARC differs from a SPAC https://www.reuters.com/markets/deals/how-bill-ackmans-sparc-differs-spac-2023-10-02/ (abgefragt 21.10.2023).

[1537] Siehe etwa zu dem turbulenten Universal Music-Deal *Sen/Rosemain/Herbst-Bayliss*, Ackman reinvents SPAC in Universal Music deal talks https://www.reuters.com/business/ackmans-spac-nearing-deal-with-universal-music-group-wsj-2021-06-03/ (abgefragt 10.08.2024); *Massoudi/Ralph/Aliaj/Abboud*, Bill Ackman abandons Spac plan to take $4bn stake in Universal Music https://www.ft.com/content/e819d8c9-2f0f-43f5-a652-

mittlerweile den Begriff „SPARC“ geprägt, wobei das zusätzliche „R“ in dieser Abkürzung für „*rights*“ steht. Wesentlicher Unterschied zur „herkömmlichen“ SPAC soll dabei sein, dass bei SPARCs kein „*blank check*“ ausgestellt wird, also Investoren nicht in *units* investieren und damit auch nicht bereits Anteile an der Zweckgesellschaft erwerben, bevor diese eine Zielgesellschaft gefunden hat. Vielmehr wird hier lediglich die Option erworben – sog „*acquisition rights*“, was das „Risiko“ des Investments in die unbekannte Geschäftschance vermeiden soll und damit die Notwendigkeit des Austrittsrechts auch nicht gegeben sein soll. Letzteres hilft selbst auch nur begrenzt, da in der Zeit der Verwahrung auf dem Treuhandkonto die Gelder durch die Investoren anderweitig, evt gewinnbringender, angelegt hätten werden können. Diese Optionen der SPARC sind nicht an der Börse handelbar. Außerdem wäre die Frist innerhalb derer ein De-SPAC durchgeführt werden muss wesentlich länger (zehn Jahre anstatt achtzehn oder 24 Monate). Die Idee ist, dass die SPAC zuerst eine Zielgesellschaft finden soll um erst dann zu entscheiden wieviel an finanziellen Mitteln für die Durchführung des De-SPAC nötig sind, wobei Ackmans Hedge Fonds Pershing Square als sog „*anchor investor*“ einen beträchtlichen Teil der Mittel selbst besteuern sollte, sodann an Investoren mit der konkreten Idee einer Transaktion herantreten und diese von der Profitabilität eines Investments überzeugen kann. Damit wäre das Vorhaben nicht bloß von der Reputation der Geschäftsleitung und einem sehr wagen Business Plan, der den potentiellen Investoren präsentiert wird, abhängig. Dies hätte also für Investoren den Vorteil keinen „*blank check*“ ausstellen zu müssen. Außerdem soll es bei der SPARC auch keine (typischerweise sehr günstigen) Optionsrechte für Gründer (und insgesamt nur Gründeraktien von circa 5%, statt der typischen 20%) und keine *warrants* für öffentliche Investoren geben. Es bleibt jedoch abzuwarten, ob eine solche SPARC eine erfolgreiche Ausgestaltungsform sein kann, bisher scheint Bill Ackman, der davon überzeugt ist, dass diese eher im Interesse von Investoren ist als die herkömmliche SPAC, jedenfalls noch keine Zielgesellschaft gefunden zu haben. Angedacht war mutmaßlich offensichtlich X – ehemals Twitter – über Verschmelzung mit einer solchen SPARC an die Börse zu bringen. Positiv aufgenommen wurde dieser Vorschlag jedenfalls von einigen Seiten und Ackman hat auch bereits die erforderliche Genehmigung der US-Amerikanischen Börsenaufsicht SEC erhalten können.[1538]

Dieses Bsp soll jedoch zeigen, dass freilich eine Anpassung oder Änderung der Ausgestaltungsform von SPACs möglich ist, was sich an rechtlichen Umständen (va in den USA auch aufsichtsrechtlichen) und auch Spezifika der konkreten Situation der Zielgesellschaft, der Marktumstände, etc orientieren bzw notwendig werden kann. Der Vorschlag von Bill Ackman und der SPARCs ist daher in einem breiteren Kontext zu sehen.

1dd216da31f1 (abgefragt 10.08.2024); *de la Merced*, Bill Ackman drops SPAC deal with Universal Music https://www.nytimes.com/2021/07/19/business/bill-ackman-universal-music.html (abgefragt 10.08.2024).

[1538] Siehe dazu etwa *Lipschultz*, Bill Ackman is Still Playing the SPAC Market - Just on His Terms https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-10-18/what-is-a-sparc-bill-ackman-reimagines-the-spac-with-pershing-square-vehicle#xj4y7vzkg (abgefragt 21.10.2023); *Herbst-Bayliss*, Explainer: How Bill Ackman's SPARC differs from a SPAC https://www.reuters.com/markets/deals/how-bill-ackmans-sparc-differs-spac-2023-10-02/ (abgefragt 21.10.2023); *Lipschultz*, The Bill Ackman SPARC Is Getting a Fresh Look Two Years Later https://news.bloomberglaw.com/mergers-and-acquisitions/the-bill-ackman-sparc-is-getting-a-fresh-look-two-years-later (abgefragt 21.10.2023); *Joseph*, Ackman’s SPARC is seeking new deals with private companies https://www.reuters.com/markets/deals/ackmans-sparc-is-seeking-new-deals-with-private-companies-2023-10-01/ (abgefragt 10.01.2024).

Gut möglich ist, dass die in den vergangenen Jahren und Monaten vermehrt geäußerte Kritik und negative Berichterstattung iZm SPACs dazu führt, dass mehrere andere alternative Ausgestaltungsformen, die sich mehr oder weniger an der klassischen SPAC-Ausgestaltung orientieren, aufkommen (wenn auch freilich nicht alle potentiellen Gründer dieselbe mediale Aufmerksamkeit erhalten würden wie Bill Ackman und daher deren Vorschläge vielleicht nicht im selben Ausmaß diskutiert werden würden). Je nach Situation scheint jedenfalls eine Anpassung an die konkreten Bedürfnisse (auch in Antizipation des angesprochenen Investorenkreises) möglich, was die Akquisitionsvehikel freilich interessanter macht, gleichzeitig aber auch zusätzliche Herausforderungen für Aufsichtsbehörden schaffen kann, die solche teils komplexen Strukturen verstehen und Risiken einschätzen müssen. Ob diese stark veränderte Ausgestaltung jedoch die Zukunft für SPACs ist (oder bloß für Investoren, die selbst bei Bedarf ausreichend finanzielle Mittel in kurzer Zeit für die Finanzierung einer Transaktion bereitstellen können, interessant sein kann), bleibt abzuwarten. Va auch vor dem Hintergrund von im deutschsprachigen Raum bereits beschlossenen spezifisch auf SPACs zugeschnittenen Regelungen (siehe dazu sogleich unten) erscheint dies interessant, da etwa das deutsche Zukunftsfinanzierungsgesetz ganz eindeutig auf die Charakteristika einer „klassischen" SPAC zugeschnitten ist, was freilich umso spannender wird, sobald neue Erscheinungsformen auftreten, die nicht unter die wesentlichen gesetzlichen Definitionen fallen. Damit würde man nämlich wieder vor der selben Situation stehen, wie sie sich in Deutschland vor dem Zukunftsfinanzierungsgesetz stellte und wie sie in Österreich derzeit gegeben ist (wobei freilich dann in Deutschland durch Anpassungen der gesetzlichen Definition schneller reagiert werden könnte[1539]), nämlich der großen rechtlichen Unsicherheit und dem Erfordernis der Evaluierung spezieller Ausgestaltungen einer Transaktion, die aus dem angloamerikanischen Raum stammen, auf die Vereinbarkeit mit wesentlich starreren Gesetzesbestimmungen des deutschen bzw österreichischem Rechts.

[1539] Wobei hier der Vollständigkeit halber noch erwähnt werden soll, dass auch immer evaluiert werden muss, ob solche „SPACs" in ihrer (dann eben nicht mehr typischen) Ausgestaltung noch mit denselben / ähnlichen Risiken enthalten bzw wie diese am besten abgemildert werden können (was wohl ein wesentliches Ziel des Gesetzgebers ist, siehe dazu weiter unten beim Zukunftsfinanzierungsgesetz).

5.2 Ausblick

Wie bereits in der Einleitung erwähnt, kann festgestellt werden, dass SPACs – insb im angloamerikanischen Raum – selbst nach Abnehmen des um sie entstandenen Hypes in den Jahren 2020/2021 einen gefestigten Platz als in bestimmten Situationen und für bestimmte Interessengruppen legitime Zweckgesellschaft und Investitionsmöglichkeit gefunden haben.

Fragte man (etwas plakativ) mit *Schalast/Geurts/Türkmen*, ob SPACs nun „Mode", „Boom" oder doch ein „*must have*" sind[1540], kann jedenfalls gesagt werden, dass es definitiv einen Boom oder unverhältnismäßigen Hype in den Pandemiejahren 2020 und 2021 gab,[1541] sie aber wahrscheinlich weder eine bloße Modeerscheinung noch ein „*must have*" iSe absoluten Notwendigkeit sind, jedoch (wie jede Anlageform oder Transaktionsstruktur bzw -strategie) in unterschiedlichen Situationen mehr oder weniger gut passend oder sinnvoll sind. Die Diskussion, ob SPACs (zumindest global gesehen) gekommen um zu bleiben oder eine bloße Modeerscheinung sind, sollte sich aber nicht ernsthaft stellen, da diese ja bereits seit den 1980ern bekannt sind und zwischen 2009 und 2022 allein in den USA knapp 1.200 SPAC-Börsengänge stattfanden, über die USD 2,5 Bio an Kapital eingesammelt wurden.[1542] Natürlich hängt die Wahrscheinlichkeit von SPAC-Börsengängen und De-SPACs auch vom vorherrschenden Börsenklima ab.[1543] Die aktuelle makroökonomische Lage, das gegenwärtige Zinsumfeld und die zT ernüchternde Performance von SPACs nach deren Börsengang und von durch SPACs akquirierte Gesellschaften trägt nicht zu einer optimistischen Erwartungshaltung für potentielle Gründer und Investoren bei[1544] (gleichsam auch die vermehrt negative Berichterstattung in Medien und eine verschärfte Aufsichtspraxis, etwa der US-amerikanischen SEC[1545]). Dabei kann dahingestellt bleiben, ob die außergewöhnlich hohe SPAC-Aktivität der Jahre 2020 und insb 2021 jemals wieder erreicht werden kann, sowie ob dies überhaupt wünschenswert wäre oder nicht vielmehr in dieser Zeit ein übertriebener Hype um diese spezielle Form des Börsengangs, während dem auch solche Gesellschaften Börsengänge durchführten, die dazu gar nicht „reif" waren, herrschte. Es ist nämlich auch hervorzuheben, dass nach wie vor nicht nur (auch größere) M&A Transaktionen, angepasst auf aktuelle

[1540] *Schalast/Geurts/Türkmen*, BB 2021, 1283.

[1541] Wie allg der Hype um Börsengänge in dieser Zeit nicht nachhaltig war; treffend zusammengefasst von den CEOs von Jeffries Financial Group "We believe that period was remarkably unique (open-ended stimulus, compounded by super low interest rates) and, while incredibly and temporarily enjoyable, it was not the "real world" and certainly not sustainable. We strongly and humbly suggest that everyone forget what you saw or experienced in 2021 and trust in the reality that today we are in a more sustainable, realistic and durable market cycle." *Ashworth*, The IPO window is open! (For some) https://www.ft.com/content/cec787b9-3621-4091-8b1b-2469fce27fd4 (abgefragt 01.08.2024).

[1542] *Geurts*, RdF 2023, 172 (173).

[1543] Welches nach der eher enttäuschenden Performance einiger prominenter Börsengänge im September 2023 eher mäßig war. Siehe etwa *Lvingston/Louch/Megaw*, New listing flops drain optimism for IPO market revival https://www.ft.com/content/f25f42ba-c5ad-4dd7-8436-938a0de76d21 (abgefragt 01.11.2023).

[1544] Siehe etwa *Cohan*, The Spac bubble and bust is one for the history books https://www.ft.com/content/83f0feba-5168-44da-90d7-b0aa11030cf0 (abgefragt 23.11.2023).

[1545] Siehe etwa *Naumovska*, The SPAC bubble is about to burst https://hbr.org/2021/02/the-spac-bubble-is-about-to-burst (abgefragt 15.10.2023); für einen deutlich optimistischeren Ausblick siehe *Andrews*, SPACs: Will They Rise Again? https://www.nasdaq.com/articles/spacs-will-they-rise-again (abgefragt 12.07.2024).

makroökonomische Gegebenheiten stattfinden,[1546] sondern es sowohl Börsengänge von SPACs als auch De-SPACs gibt, nicht nur an etablierten Märkten, sondern auch an solchen, an denen zuvor keine Börsengänge von SPACs stattgefunden hatten.[1547] Daneben war in letzter Zeit auch wieder größerer Optimismus unter Markteilnehmern in Bezug auf die seit den letzten Monaten des Jahres 2023 stark gefallenen Inflationsraten und sinkende Finanzierungskosten (auch schon in Antizipation von Zinssenkungen der weltweit größten Zentralbanken) zu beobachten.[1548] Ob es jedoch in Österreich zu Börsengängen von SPACs und weiteren De-SPACs unter österreichischer Beteiligung kommen wird, kann nach der Analyse der rechtlichen Gegebenheiten in dieser Arbeit schon eher bezweifelt werden (zumindest wenn es sich bei den SPACs um Gesellschaften, die österreichischem Recht unterliegen würden handelte; freilich wesentlich wahrscheinlicher scheint praktisch der – auch bereits vorgekommene – Fall, dass es sich bei der Zielgesellschaft einer De-SPAC um eine österreichische Gesellschaft handelt). [1549]

Dabei gibt es einige Charakteristika, die typisch für diese Gesellschaftsform und die durch sie angestrebten Transaktionen sind. Einige dieser Charakteristika sollen besondere Anreize für Investoren (wie wesentlich die Möglichkeit eines Austrittsrechts und auch die zwingende Abstimmung über die Durchführung einer Transaktion) bieten, andere Interessenkonflikte für die Geschäftsleiter verhindern (die Gewährung von Anteilen, inkl *lock-up* Verpflichtung und Optionsrechten), und wieder andere sollen der jew Zielgesellschaft zugutekommen (die Möglichkeit einer Börsennotierung ohne selbst den Prozess eines Börsengangs durchführen zu müssen – das *backdoor listing* – als zentrales Element und Folge des De-SPAC). All diese Charakteristika müssen daher unter Berücksichtigung der Interessen der jew Beteiligten verstanden werden. Auch wenn sich etwa für Investoren spezielle Risiken ergeben, ist, wie auch bei anderen Investitionen, mE nicht über die Legitimität der SPAC als Investitionsmöglichkeit an sich zu diskutieren, sondern allenfalls wie solchen Risiken am besten begegnet werden kann und bis zu welchem Grad Investoren schutzbedürftig sind. Gerade hier schafft jedoch das

[1546] Vgl etwa zu neu auftretenden und vermehrt stattfindenden Formen der Finanzierung von Transaktionen: *Platt/Clarfelt*, Private credit funds step in for companies facing mountains of debt https://www.ft.com/content/7c4a994b-024e-4e6e-992c-7409de8943ed (abgefragt 13.10.2023); *Lewis/Matera/Patel*, M&A, Professional Perspective - The Rise of Private Credit & Its Impact on Acquisition Dynamics https://www.bloomberglaw.com/external/document/X8GKQD10000000/m-a-professional-perspective-the-rise-of-private-credit-its-impa (abgefragt 28.10.2023).

[1547] Wie etwa in Hong Kong. Siehe bereits in der Einleitung und etwa *Pacheco/Li/Cao*, China Steel Website Zhaogang Nears Hong Kong's First SPAC Merger, Sources Say https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-08-30/china-steel-website-zhaogang-nears-hong-kong-s-first-spac-merger-sources-say#xj4y7vzkg (abgefragt 01.09.2023).

[1548] Vgl etwa *Clarfelt*, Companies rush to take advantage of sharp drop in borrowing costs https://www.ft.com/content/79720397-7383-45f6-b364-fecdd6391e88 (abgefragt 12.12.2023); *Smith*, Bank of Canada seen pushing back on rate cut bets as financial conditions loosen https://www.reuters.com/markets/rates-bonds/bank-canada-seen-pushing-back-rate-cut-bets-financial-conditions-loosen-2023-12-12/ (abgefragt 12.12.2023); *Smialek*, Fed Chair Powell Says It's Too Early to Guess When Rates Will Fall https://www.nytimes.com/2023/12/01/business/economy/federal-reserve-jerome-powell-rates.html (abgefragt 13.12.2023); *Arnold/Romei/Politi*, Diverging inflation raises prospect of rate cuts by ECB before Fed https://www.ft.com/content/3ee9dcd2-1dfb-4e71-bbeb-f3929b93334a (abgefragt 04.04.2024).

[1549] Siehe bereits im Kapitel 1.6 zum Bsp Croma-Pharma.

statutarische Austrittsrecht die Möglichkeit die bereits geleisteten Gelder zurückzuerhalten, sofern die Investoren nicht mit der vorgeschlagenen Transaktion zufrieden sind.[1550]

Ihre Berechtigung sollten SPACs jedoch als passendes Instrument in bestimmten Situationen bewiesen haben (noch einmal in Erinnerung sei auch gerufen, dass diese bereits seit den 1980er Jahren in unterschiedlichen Phasen mit unterschiedlicher Frequenz vorkommen). Ausgehend von diesem Grundgedanken sollte meine Arbeit daher nicht einer Erörterung der Berechtigung oder Sinnhaftigkeit von SPACs oder der einzelnen Charakteristika dienen[1551], sondern diese als (aufgrund ihres Auftretens in der Praxis) gegeben voraussetzen, um sie auf ihre Vereinbarkeit mit geltendem österreichischen Gesellschaftsrecht prüfen zu können.

Wie ebenfalls bereits einleitend erwähnt, fand in Österreich bis dato noch keine Börsennotierung einer SPAC statt, jedoch waren bereits potentielle De-SPACs unter österreichischer Beteiligung in der Funktion als Zielgesellschaft in unterschiedlichen Transaktionsphasen. Nach dem, im Rahmen dieser Arbeit Gezeigten, gibt es zahlreiche praktisch typisch vorkommende Charakteristika einer SPAC-Transaktion, die in einem Spannungsverhältnis mit österreichischem Recht stehen. Insb im Bereich des Kapitalerhaltungsrechts ist eine Unvereinbarkeit zu konstatieren. Dies wird vor der geltenden österreichischen Rechtslage auch nicht aufgelöst werden können.

Dieses Ergebnis kann mE zwei Schlussfolgerungen nach sich ziehen, nämlich

1. SPACs werden auch weiterhin nicht nach österreichischem Recht gegründet/nicht an der Wiener Börse gelistet und es finden allenfalls weitere De-SPACs unter Beteiligung österreichischer Zielgesellschaften statt, oder

2. „SPACs“ können nach österreichischem Recht gegründet und an die Wiener Börse gebracht werden, die Ausgestaltung der SPAC ist aber an die zwingenden Vorgaben des österreichischen Rechts anzupassen (weshalb „SPACs“ hier bewusst in Anführungszeichen zu setzen ist). Dies heißt konkret bestimmte typische Charakteristika (etwa betreffend Liquidation) entweder aufzugeben oder anders in der Satzung der AG zu regeln, in der Ausgestaltung der Optionsrechte Anpassungen vorzunehmen und va bei der Verhandlung der Austrittsrechte für Aktionäre (*investors*) auf die österreichischen Regelungen zum Verbot der Einlagenrückgewähr Bedacht zu nehmen.

[1550] Bereits oben wurde jedoch der Einwurf erwähnt, dass es sich dabei trotzdem nicht um ein risikoloses Investment handelt, da die Investoren die Mittel, die nach der Investition auf einem Treuhandkonto verwahrt werden und die sie nach Ausübung ihres Austrittsrechts zurückgezahlt bekommen, auch anderweitig (gewinnbringender) anlegen hätten können. Dies ist jedoch mE insofern kein wirklich schlagkräftiges Argument für eine außerordentlich große Risikogeneigtheit von SPACs als Investitionsmöglichkeit. Damit ist nämlich trotzdem noch kein vollständiger Wertverlust für Investoren verbunden (dazu kann es nach der typischen Ausgestaltung nicht kommen), sondern allenfalls ein niedrigerer „Gewinn“ als bei alternativen Investitionsmöglichkeiten (wobei es ein risikofreies Investment freilich an sich nicht gibt).

[1551] Hier kann sicherlich das Thema einer anderen Arbeit liegen.

Daneben ist auf die Möglichkeit der Börsennotierung einer ausländischen Gesellschaft an der Wiener Börse hinzuweisen. Auch die an der Frankfurter Börse gelisteten SPACs waren, wie eingangs schon erwähnt, idR nicht nach deutschem, sondern nach niederländischem oder luxemburgischen Recht gegründet worden. Dies ist eine praktische Möglichkeit, jedoch aufgrund der verhältnismäßig niedrigen Attraktivität des österreichischen Kapitalmarkts eher kaum mit Häufigkeit zu erwarten. Realistisch erwartbar ist daher die Entscheidung der Handlungsträger für Option 1. Die Gründer einer SPAC werden sich va in der EU für die Gründung und den Sitz einer SPAC nach dem Recht eines Staates entscheiden, das ihnen ausreichend Flexibilität und Rechtssicherheit für die gewünschte Ausgestaltung einer SPAC bietet.[1552] Es ist daher wohl auch zu erwarten, dass SPACs bewusst dem Recht eines anderen Staates unterworfen werden, wobei abzuwarten bleibt, inwiefern die gezielt auf SPACs zugeschnittenen Regelungen die durch das Zukunftsfinanzierungsgesetz[1553] eingeführt wurden sich positiv auf Börsengänge von SPACs in Deutschland auswirken können (siehe dazu sogleich). Im Gegensatz zu Deutschland ist jedoch auch zu befürchten, dass in Österreich auch keine Börsennotierung solcher SPACs vorkommen wird.

Der österreichische Gesetzgeber hat zwar bereits vor einiger Zeit Handlungsbedarf ob der mangelnden Attraktivität des österreichischen Kapitalmarkts erkannt[1554], bahnbrechende Reformen stehen hier jedoch noch aus (im Jahr 2022 gab es etwa punktuelle Anpassungen iSv Liberalisierungen des ÜbG[1555]). Auch im Bereich des Aktienrechts sind seit längerer Zeit Reformen iSe Vereinfachung und Modernisierung in Diskussion. So sollen etwa nicht Schutzstandards für Anleger, Gläubiger, Minderheitsaktionäre aufgeweicht werden, sondern zu starre und überschießende Bestimmungen flexibilisiert werden.[1556] Dies wäre in einigen Bereichen praktisch wünschenswert.

So wird (was auch für SPACs relevant wäre) etwa vorgeschlagen die Rolle der HV zu stärken, insb bei der Entscheidung über Geschäftsführungsmaßnahmen und Personalentscheidungen, Erleichterungen bei der Durchführung von HV und flexiblere Gestaltungsmöglichkeiten von Stimmrechten von Aktionären zu ermöglichen.[1557] Konkret wäre eine Änderung des § 103 AktG dahingehend, dass die Möglichkeit der Aufnahme einer Bestimmung über die Zustimmungskompetenz von Aktionären zu einzelnen Verwaltungsmaßnahmen, geschaffen wird[1558] für SPACs wichtig. Der Vorstand wäre an einen so von der HV gefassten Beschluss/eine Weisung gebunden (wie schon jetzt, wenn er eine Maßnahme nach seinem

[1552] Wie dies auch in Deutschland vorkommt, wo Gesellschaften, die nach Luxemburger oder niederländischem Recht gegründet werden, an der Frankfurter Börse notieren. Siehe dazu bereits in der Einleitung.
[1553] Vgl schon oben und *Deutscher Bundestag*, Bundestag billigt das Zukunftsfinanzierungsgesetz https://www.bundestag.de/dokumente/textarchiv/2023/kw46-de-zukunftsfinanzierungsgesetz-976556 (abgefragt 23.11.2023); *Mehrkha*, Zukunftsfinanzierungsgesetz https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=491a2bb3-c58b-416c-9294-fdde99ae6fce (abgefragt 23.11.2023).
[1554] Siehe etwa schon *Birkner* (Hrsg), Handbuch Übernahmerecht (2012) 3 und schon ErlRV 1276 BlgNR 20. GP 17.
[1555] Vgl ErläutRV 1526 27. GP; *Potyka*, RdW 2022, 456.
[1556] *Kalss*, ecolex 2022, 98 (99).
[1557] *Kalss*, ecolex 2022, 98 (99f).
[1558] Daneben soll auch die Möglichkeit von Weisungsrechten für bestimmte Fälle vorgesehen werden. *Kalss*, ecolex 2022, 98 (100).

Ermessen der HV vorlegt).[1559] Damit würde zwar die Leitungsbefugnis des Vorstands (§ 70 AktG) eingeschränkt werden,[1560] jedoch könnte auf einfache Art und Weise, rechtssicher die Entscheidung über einen geplanten De-SPAC an die Zustimmung der Aktionäre gebunden werden, wie dies auch im angloamerikanischen Raum für SPACs typisch ist. Eine weitere Diskussion, die für SPAC Gestaltungen durchaus interessant sein kann, ist jene um Mehrstimmrechtsaktien (auch oft unter dem englischen Begriff „*dual class shares*" diskutiert).[1561] Auch die Europäische Kommission hat sich damit bereits auseinandergesetzt und am 07.12.2022 einen Richtlinienvorschlag (zumindest) für Mehrstimmrechtsaktien in Gesellschaften, „die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen" veröffentlicht.[1562] Auch in Deutschland gab es in diese Richtung, seit dem Gesetzesentwurf für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz (siehe näher sogleich),[1563] bereits konkrete Vorschläge, mit denen ua die Aufnahme von Kapital über die Börse besonders für „Wachstumsunternehmen" erleichtert werden soll.[1564] Die Schaffung von verschiedenen Aktienklassen würde mehr Flexibilität auch in der Ausgestaltung von SPACs ermöglichen. Nach geltender österreichischer Rechtslage besteht gem § 12 Abs 3 AktG jedoch ein ausdrückliches gesetzliches Verbot von (satzungsmäßig vorgesehenen) Mehrstimmrechten, also der stimmrechtlichen Besserstellung einzelner Aktionäre, die über deren Verhältnis an Kapitalbeteiligung hinausgehen.[1565] Wie realistisch und va in welchem Zeitrahmen solche Reformen des österreichischen Kapitalgesellschaftsrechts zu erwarten sind, ist noch nicht absehbar (siehe dazu auch noch weiter unten). In Deutschland sind Mehrstimmrechtsaktien nunmehr in gewissen Schranken zulässig.[1566] Auch für die Steigerung der Attraktivität des österreichischen Kapitalmarkts va auch für Wachstumsunternehmen werden seit Jahren immer wieder Vorschläge diskutiert.[1567]

Es ist daher – nach dem zuvor Gesagten – auch noch eine dritte Schlussfolgerung nach der gemachten Bestandsaufnahme möglich, nämlich eine geänderte österreichische Gesetzeslage, die dazu führen würde, dass der Standort Österreich für Gründer von SPACs attraktiver wird und eine Gründung von SPACs nach österreichischem Recht möglich macht.

Dass der österreichische Gesetzgeber ähnlich dem deutschen die Einführung einer speziellen neuen Gesellschaftsform, die den Besonderheiten von SPACs Rechnung trägt, beabsichtigen würde, ist derzeit nicht ersichtlich. In Deutschland wurde mit dem Zukunftsfinanzierungsgesetz

[1559] Siehe bereits oben und *Kalss*, ecolex 2022, 98 (100).
[1560] Siehe auch dazu bereits ausführlich oben.
[1561] *Reich-Rohrwig/Kinsky/Kraus* (Hrsg), Austrian Limited (2021) 125f.
[1562] Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien in Gesellschaften, die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen, COM/2022/761 final; *Kalss*, ecolex 2022, 98 (100).
[1563] Der Mitte August 2023 auch als Gesetzesentwurf beschlossen wurde. Siehe *Bundesregierung*, Zukunftsfinanzierungsgesetz – Wichtiger Impuls für neues Wachstum, https://www.bundesregierung.de/breg-de/aktuelles/zukunftsfinanzierungsgesetz-2213554 (abgefragt 24.08.2023).
[1564] Siehe etwa *Casper*, ZHR 2023, 5 (17); *Geier*, BB 2023 H 20, I; *Kalss*, ecolex 2022, 98 (100).
[1565] Vgl etwa *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON[1.00] § 12 Rz 22.
[1566] Vgl etwa *Grobe/Müller/Rau*, Rapide Skalierung von Tech-Start-ups - Systemische Grenzen des deutschen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts sowie Potenziale durch das ZuFinG, BB 2024, 259.
[1567] Siehe etwa *Gorzala*, ÖBA 2019, 835.

eine „Börsenmantelaktiengesellschaft“ („BMAG“) als neue Gesellschaftsform eingeführt (interessanterweise geregelt im dBörseG und nicht im deutschen Aktiengesetz).[1568] Die deutschen Regelungen gelten für Gesellschaften deren Unternehmensgegenstand die „Erreichung der eigenen Börsenzulassung“, sowie „die Verwaltung des eigenen Vermögens, die Vorbereitung und Durchführung des eigenen Börsengangs sowie die Vorbereitung und der Abschluss der Übernahmetransaktion, die […] sich auf ein Unternehmen bezieht, das nicht an einer Wertpapierbörse notiert ist“.[1569] Die Firma der BMAG muss die Bezeichnung „Börsenmantelaktiengesellschaft“ oder eine entsprechende Abkürzung enthalten. Zwingender Satzungsbestandteil ist die Befristung der Gesellschaft (zwischen 24 und 36 Monaten, gerechnet idR ab Tag der Zulassung zum Handel an der Börse) innerhalb derer die sog „Zieltransaktion“ (also De-SPAC) abgeschlossen werden muss. Dabei soll jedoch eine (oder mehrere) Fristverlängerung(en) von bis zu insgesamt zwölf Monaten (und damit eine Frist von max 48 Monaten) möglich sein. Weiters muss die Satzung den bereits genannten besonderen Unternehmensgegenstand und die Möglichkeit der Durchführung virtueller HV enthalten. Einlagen, inkl eines allfälligen Agios, sind von einem Treuhänder zu verwahren. Die Zulässigkeit dieses wesentlichen Merkmals von SPACs wird ermöglicht, indem die entsprechende neue Bestimmung vom Verbot der §§ 188 Abs 2 S 1, und 36 Abs 2, sowie 37 Abs 1 S 1, 2 dAktG ausgenommen wird. Die Definition der Zieltransaktion in dem neuen § 44 Abs 2 dBörseG ist recht weit und soll „sämtliche Erwerbsvorgänge einschließlich Umwandlungen nach dem Umwandlungsgesetz, bei denen die Börsenmantelaktiengesellschaft mindestens drei Viertel der Anteile der Zielgesellschaft erwirbt, oder das Vermögen der Zielgesellschaft vollständig auf die Gesellschaft übergeht“,[1570] umfassen. Über die Durchführung des De-SPAC sollen die Aktionäre mittels Beschlusses einer Mehrheit von mind ¾ des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals entscheiden. Davor muss der Vorstand einen schriftlichen Bericht erstatten, welcher die Zieltransaktion, den im Zuge dessen abzuschließenden Vertrag und die Angemessenheit der Gegenleistung erläutern und begründen muss. In der Folge sind zwei unterschiedliche Varianten denkbar: entweder (i) wird die Zieltransaktion innerhalb der maßgeblichen Frist durchgeführt und die BMAG firmiert von da an als AG oder (ii) es wird innerhalb der Frist keine Zieltransaktion durchgeführt und daher die BMAG aufgelöst, außer die Aktionäre beschließen mit einer ¾ Mehrheit die BMAG künftig als AG fortzuführen, woraufhin zwingend ein Delisting[1571] (mittels Antrags zum Widerruf der Zulassung zum Handel am regulierten Markt) erfolgen muss. In solch einem Fall würde den Aktionären ein Angebot zum Rückkauf ihrer Aktien gemacht werden müssen. Ansonsten kommt es in Variante (ii) zwingend zur Auflösung und Liquidation mit der Verteilung des Vermögens (des eingesammelten Kapitals) an die Aktionäre. In solch einem Fall soll die ansonsten bei AGs geltende lange Sperrfrist des § 272 Abs 1 dAktG auf zwei Monate verkürzt werden. Dem bei SPACs typischen *redemption right* der Aktionäre soll wie folgt Rechnung getragen werden: wenn ein Aktionär bei der HV zur Beschlussfassung betreffend Zieltransaktion protokollierten Widerspruch erklärt hat, kann dieser innerhalb einer Frist von

[1568] *Kuthe*, BB 2023, 1603 (1606).
[1569] Neuer § 44 Abs 1 dBörseG.
[1570] Neuer § 44 Abs 2 dBörseG.
[1571] Vgl für eine kurze Übersicht zum Vorgang etwa *Kalss* in *Kalss/Oppitz/Schörghofer*, Vorstand und Aufsichtsrat Kap. 6 (Stand 1.11.2019, rdb.at); *Edelmann/Winner*, Das Delisting nach dem BörseG 2018, ZFR 2017, 375.

zwei Monaten ab dem Tag der Beschlussfassung die Rückzahlung der von ihm geleisteten Einlage inkl eines allfälligen Aufgelds und die Übertragung seiner Aktien verlangen. Dieses Andienungsrecht wurde in einem neuen § 47 Abs 1 dBörseG geregelt. Außerdem soll gleichzeitig die bestehende Regelung des § 71 Abs 2 S 1 dAktG hinsichtlich Erwerbs eigener Aktien insofern geändert werden als die Obergrenze des Erwerbs von Aktien durch die Gesellschaft selbst von bisher 10% auf 30% angehoben wird, für Fälle der Erfüllung dieses Andienungsrechts. Das Problem der Einlagenrückgewähr, das sich idZ auch in Deutschland stellt, wird durch einen neuen § 47 Abs 3 dBörseG bewältigt[1572], der die Erfüllung des Andienungsrechts ausdrücklich erlaubt („Der Erfüllung des Andienungsrechts stehen § 71 Absatz 2 und § 57 Absatz 1 und 2 des Aktiengesetzes nicht entgegen. Sie ist nicht als Leistung anzusehen, die im Sinne des § 27 Absatz 4 des Aktiengesetzes der Rückzahlung einer Einlage entspricht.“[1573]).[1574] Um Börsengänge im Allgemeinen zu erleichtern, sieht ein neuer Referentenentwurf für ein Zweites Zukunftsfinanzierungsgesetz[1575] vor, § 3 BörsZulV zu streichen und damit ua die Notwendigkeit eines mindestens dreijährigen Bestehens einer Gesellschaft vor deren Börsengangs obsolet zu machen. Schon bisher bestand allerdings die Möglichkeit für Börsen Ausnahmen von diesem Erfordernis zu erlauben.[1576]

Interessant ist auch der Referentenentwurf, der in den Erläuterungen zu § 44 dBörseG im Gegensatz zum Gesetzesentwurf, der den (wohl etwas sperrigen) Begriff „Börsenmantelaktiengesellschaft“ verwendet, ausdrücklich auf SPACs Bezug nimmt („Das in der Branche allg als SPAC bezeichnete Modell wird hier näher definiert. Da der Begriff „Special Purpose Acquisition Company“ und dessen Abkürzung „SPAC“ sich aber nicht als Rechtsbegriff im Börsengesetz eigne, soll die besondere Rechtsform als Börsenmantelaktiengesellschaft (BMAG) bezeichnet werden.“[1577], was als Begründung bemerkenswert ist, hätte man die Regelung ja schließlich auch in einem anderen/eigenen neuen Gesetz einbetten können). Nach einigen soll der verwendete Begriff ausdrücken, dass es sich bei der Gesellschaft um eine „leere Hülle“ handelt.[1578] Insgesamt ist von verschiedener Seite Kritik zu diesem Entwurf eines Zukunftsfinanzierungsgesetzes geäußert worden. Zum einen galt dies der Einfügung der Regelungen im dBörseG und nicht etwa im dAktG. Außerdem moniert wurde das Zustimmungserfordernis von ¾ der HV statt einfacher Mehrheit bei der Entscheidung über die Durchführung der De-SPAC. Einzelne SPAC-Charakteristika, wie etwa, dass das Volumen der Transaktion mindestens 80% der treuhändig gehaltenen Einlagen ausmachen soll, wurden nicht übernommen und zT in dieser Hinsicht noch Nachschärfungen gefordert. Vom Deutschen Anwaltsverein wurde der Einführung der BMAG mit Zurückhaltung

[1572] Siehe in der Überschrift desselben bereits ausdrücklich: „Zulässigkeit der Einlagenrückgewähr“.
[1573] Neuer § 47 Abs 3 dBörseG.
[1574] *Kuthe*, BB 2023, 1603 (1607).
[1575] Stand Jänner 2025: 1. Durchgang im Bundesrat abgeschlossen, siehe https://dip.bundestag.de/vorgang/zweites-gesetz-zur-finanzierung-von-zukunftssichernden-investitionen-zweites-zukunftsfinanzierungsgesetz/318357?f.wahlperiode=20&rows=25&pos=13&ctx=d (abgefragt 02.01.2025).
[1576] Vgl etwa *Kuthe*, BB 2024, 2371.
[1577] Referentenentwurf des Bundesministeriums der Finanzen und des Bundesministeriums der Justiz Entwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG), 88.
[1578] *Geurts*, RdF 2023, 172.

begegnet.[1579] Inhaltlich wurde von diesem etwa noch vorgeschlagen, dass neben der treuhänderischen Verwahrung eine Pflicht zur Anlage auf einem verzinslichen Konto vorgesehen hätte werden können. Vorgeschlagen wurde auch in der Börsenzulassungsverordnung klarzustellen, dass für SPACs eine verbindliche Ausnahme von der Verpflichtung des mindestens dreijährigen Bestands der Gesellschaft bestehe (da die Gewährung einer solchen Ausnahme bisher im Ermessen der Geschäftsführung der Börse liege). In der Schweiz ist dies nämlich bereits als generelle Ausnahmeregelung vorgesehen.[1580] Vom Bundesverband der Wertpapierfirmen e.V. wurde vorgeschlagen die Regelungen auch für deutsche SEs einzuführen, da diese ebenfalls als SPACs geeignet seien. Insgesamt wurde die Einführung spezieller Regelungen für SPACs jedoch auch als positiv aufgefasst und als Zeichen der Modernisierung und Stärkung des deutschen Kapitalmarkts gesehen,[1581] dies auch als Reaktion auf die beschränkte Attraktivität desselben im internationalen Vergleich.[1582] Dies liegt wohl auch an den weiteren neu eingeführten Regelungen im Zuge des (zweiten) Zukunftsfinanzierungsgesetzes.[1583] Betont sei an dieser Stelle auch, dass Deutschland hier – auch nicht einmal im deutschsprachigen Raum – keineswegs die Rolle eines Vorreiters zugestanden werden kann. In der Schweiz gibt es nämlich bereits seit 2021 spezielle Bestimmungen für SPACs.[1584]

In Deutschland gab es im Gegensatz zu Österreich bereits einige an der Frankfurter Börse gelistete SPACs und wurde wohl auch deshalb größerer Bedarf nach spezifischen gesetzlichen Regelungen für SPACS gesehen. Diese waren jedoch allesamt nicht nach deutschem, sondern nach Luxemburger oder niederländischem Recht organisiert.[1585] Die deutsche Regelung zeigt jedenfalls wie ein zugeschnittener Rechtsrahmen für SPACs sinnvoll aussehen könnte, inkl und wesentlich Ausnahmen zu den problematischen Bereichen des Verbots der Einlagenrückgewähr, der treuhändigen Verwahrung von Einlagen – damit der Bewältigung des

---

[1579] *Grobe/Müller/Rau*, BB 2024, 259 mit Verweis *auf Ausschuss Handelsrecht unter Mitwirkung der Ausschüsse Steuerrecht (zu Art. 16) sowie Insolvenzrecht (zu Art. 19) des Deutschen Anwaltvereins*, Stellungnahme zum Entwurf eines Zukunftsfinanzierungsgesetzes, NZG 2023, 738, 740.

[1580] Vgl dafür: *SIX*, SPA Kotierung von Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) an der Schweizer Börse https://www.six-group.com/de/products-services/the-swiss-stock-exchange/listing/equities/ipo/spac.html (abgefragt 07.10.2023).

[1581] Siehe etwa *Geurts*, RdF 2023, 172 (179); *von Rabenau*, https://www.taylorwessing.com/de/insights-and-events/insights/2023/07/kommen-jetzt-die-deutschen-spacs (abgefragt 07.10.2023).

[1582] Vgl etwa *Volkmann*, Das ZuFinG - Chancen für den Unternehmens- und Finanzstandort Deutschland, BB 2024, 1224 (1224).

[1583] Wie die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien, Erleichterungen iZm Kapitalerhöhungen oder steuerliche Sonderregelungen für Mitarbeiterbeteiligungsmodelle. *Volkmann*, Das ZuFinG - Chancen für den Unternehmens- und Finanzstandort Deutschland, BB 2024, 1224; *Kuthe*, BB 2024, 2371. Siehe zum Stand im Gesetzgebungsverfahren des Zweiten Zukunftsfinanzierungsesetzes bereits oben unter 2.2.1.

[1584] Seit Ende des Jahres 2021 gibt es eine Richtlinie SPACs, RLSPAC vom 18. Oktober 2021 und bestehen weitere Sonderbestimmungen in Art 89h ff des Kotierungsreglement vom 3. November 2022. Danach sind SPACs Aktiengesellschaften nach Schweizer Recht. Das *redemption right* für Investoren, ist dort als „Rückgaberecht" normiert. Spätestens drei Monate nach Vollzug eines De-SPAC soll eine daraus resultierende Gesellschaft um Wechsel des regulatorischen Standards (aus dem SPAC-Segment in ein „reguläres" Marktsegment) ansuchen. Siehe auch etwa *Courvoisier*, Special Purpose Acquisition Companies https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=2f43b77f-b0b4-474a-b80a-dcbf3f131d1b (abgefragt 07.10.2023).

[1585] *Schalast*, Eckpunkte für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz: Neustart für Start-up-Deutschland?, BB 2022 H 39, I.

Problems der freien Verfügbarkeit der Einlagen – und des Erwerbs eigener Aktien (mit Anhebung der Kapitalgrenze). Auch in Österreich wären solche Ausnahmebestimmungen zB des § 28 AktG[1586] und eine Klarstellung, dass durch die mit der Ausübung des Austrittsrechts verbundene Rückzahlung von Bareinlagen nicht gegen das Einlagenrückgewährverbot verstößt, denkbar. Die deutschen Regelungen ermöglichen dabei im Grunde sämtliche der wesentlichen Charakteristika einer SPAC-Transaktion, inkl verpflichtender Zustimmung der Aktionäre vor Durchführung des De-SPAC, Austrittsrecht und automatische Liquidation, wenn innerhalb einer bestimmten Frist kein De-SPAC erfolgt. An diesem Vorbild könnte sich ein österreichischer Gesetzgeber gut orientieren. Ob diese neuen Regelungen dann zu einer vermehrten SPAC-Aktivität führen, ist eine andere (wesentliche) Frage, die aber am Bsp Deutschland in den nächsten Monaten und Jahren beantwortet werden kann. Sollte dies der Fall sein, wird eventuell auch beim österreichischen Gesetzgeber Grund für Handlungsbedarf gesehen werden.

Die im internationalen Vergleich eher mäßige Attraktivität des Wirtschaftsstandorts Österreich, va für ausländische Investoren lässt sich an diversen Rankings ablesen.[1587] Die Mehrzahl an M&A Transaktionen findet im nicht-börsenotierten Bereich statt. Die Anzahl an Börsengängen ist generell eher überschaubar.[1588] Insgesamt gab es an der Wiener Börse im Jahr 2023 gerade einmal zwei Neunotierungen am geregelten Markt (beide am prime market), zwei am MTF (direct market und direct market plus) weitere vier am global market.[1589] Im Jahr 2024 waren es drei Börsengänge im KMU-Segment am direct market plus.[1590] Die an der Wiener Börse notierten Gesellschaften haben (Stand April 2025) eine Marktkapitalisierung von ca EUR 133

[1586] In Deutschland ist die Anwendbarkeit des dem § 28 Abs 2 öAktG ähnliche Bestimmung in § 36 Abs 2 dAktG für SPACs gem § 45 Abs 3 dBörseG ausgenommen.

[1587] *Reich-Rohrwig/Kinsky/Kraus* (Hrsg), Austrian Limited (2021) 15f; siehe auch etwa https://www.insead.edu/newsroom/2021-global-innovation-index-2021-innovation-investments-resilient-despite-covid-19-pandemic (abgefragt 10.07.2023); *Schwab/Zahidi*, Global Competitiveness Report Special Edition 2020: How Countries are Performing on the Road to Recovery https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2020/ (abgefragt 10.07.2023).

[1588] *Schindler/Abram*, Year in review: mergers & acquisitions in Austria https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=41ae2760-eda4-42e3-aaf6-0839fa380914&utm_source=lexology+daily+newsfeed&utm_medium=html+email+-+body+-+general+section&utm_campaign=lexology+subscriber+daily+feed&utm_content=lexology+daily+newsfeed+2025-06-25&utm_term= (abgefragt 24.06.2025).

[1589] Siehe *Wiener Börse*, Wiener Börse 2023: Anleihen-Rekordjahr in herausforderndem Umfeld https://www.wienerborse.at/news/wiener-boerse-news/wiener-boerse-2023/ (abgefragt 29.12.2023); *Wiener Börse*, Neunotierungen bzw. Einbeziehungen 2023, https://www.wienerborse.at/listing/aktien/neunotierungen/neunotierungen-2023/ (abgefragt 08.12.2023); wobei der Börsengang der EuroTeleSites AG (die im Zuge einer Abspaltung des Funkturmgeschäfts der (selbst am prime market notierten) Telekom Austria AG gegründet wurde) Ende September 2023 noch als positives Zeichen für die Wiener Börse gefeiert wurde. *Wiener Börse*, Funkturm-Unternehmen EuroTeleSites AG ab heute neu im prime market der Wiener Börse https://www.wienerborse.at/news/wiener-boerse-news/eurotelesites-prime-market-23032023/ (abgefragt 08.12.2023); *Pfluger*, Eurotelesites startet an der Wiener Börse https://www.derstandard.de/story/3000000188106/eurotelesites-startet-an-der-wiener-boerse (abgefragt 08.12.2023).

[1590] *Wiener Börse*, Wiener Börse 2024: Hohe Aktienumsätze, neues Allzeithoch bei Anleihen-Listings und ATX TR https://www.wienerborse.at/news/wiener-boerse-news/wiener-boerse-2024/ (abgefragt 03.01.2025).

Mrd (prime market).[1591] Allein die größte an der Frankfurter Börse gelistete Gesellschaft (SAP SE) hat mit 5. Mai 2025 eine Marktkapitalisierung von ca EUR 316 Mrd, auch das zweitgrößte (Siemens AG), das drittgrößte (Deutsche Telekom AG) und das viertgrößte DAX Unternehmen (Allianz SE) haben alleine noch eine höhere Marktkapitalisierung als die gesamte Wiener Börse zusammen. Deutlich mehr als die Hälfte der DAX Unternehmen haben eine höhere Marktkapitalisierung als die nach diesem Maßstab größte ATX Gesellschaft (Erste Group Bank AG).[1592] Auch wenn ein Vergleich mit dem wesentlich größeren Finanzplatz Frankfurt wohl nicht ganz fair ist, sind diese Zahlen doch sehr ernüchternd und ist der Unterschied, der zu den großen anderen (auch europäischen) Börseplätzen klafft, doch bemerkenswert.[1593] So hat auch schon das Regierungsprogramm 2020-2024 der letzten österreichischen Bundesregierung hier dringenden Handlungs-, soll heißen Verbesserungsbedarf, gesehen.[1594] Dabei steht Österreich mit dem Ziel seinen Börsenplatz attraktiver zu machen jedoch nicht alleine da.[1595]

Auch vor diesem Hintergrund kann die Frage, ob die SPAC als für Österreich neue Gesellschaftsform überhaupt notwendig ist, beantwortet werden. Die GmbH und die AG sind Gesellschaftsformen, die nicht auf Bedürfnisse von Start-Ups zugeschnitten sind. Die AG ist dabei idealtypisch für eine Vielzahl an Kapitalgebern konzipiert, wobei mittlerweile eine Zweiteilung von gesetzlichen Regelungen für börsennotierte und nicht börsennotierte Gesellschaften zu beobachten ist,[1596] die GmbH für „kleinere“, weniger kapitalintensivere

---

[1591] *Wiener Börse*, Monatsstatistik Dezember, https://www.wienerborse.at/marktdaten/statistiken/monatsstatistiken/monatsstatistik-kassamarkt/?c18113%5Bfile%5D=7mgtn6MjEPXpynVf8XkHnQ&cHash=26e40556c056ebdd74aabbe5b1f474cb (abgefragt 01.02.2025).

[1592] Siehe *Börse Frankfurt*, https://www.boerse-frankfurt.de/aktien/most-traded/DE0008469008/XETR (abgefragt 08.12.2023) und *Wiener Börse*, prime market – Aktien https://www.wienerborse.at/aktien-prime-market/?c1087-sort=-marketCapitalization&cHash=1c3b0d4c5f8ef8e30bfe8014f019e603 (abgefragt 08.12.2023).

[1593] Natürlich ist dies keine bahnbrechende Erkenntnis und werden Diskussionen über die Wettbewerbsfähigkeit der Wiener Börse bereits seit langem geführt, siehe nur *Fink/Haiss*, Der Finanzplatz Wien im Wettbewerb mit der Finanzmarktreform in Zentraleuropa, ÖBA 1999, 133.

[1594] *Reich-Rohrwig/Kinsky/Kraus* (Hrsg), Austrian Limited (2021) 16. Auch andere, traditionell größere, Börsenplätze sehen sich jedoch va im Vergleich zum Finanzmarkt New York kontinuierlich zurückzufallen, insb London ist hierfür ein anschauliches Bsp. So wird seit Jahren (insb auch vor dem Hintergrund der Folgen des Brexits) über Reformen diskutiert, die die London Stock Exchange attraktiver machen soll. Zu diesem Zweck wurde von der FCA im Mai 2023 ein Consultation Paper veröffentlicht, in dem konkrete Reformen vorgeschlagen wurden. Siehe etwa *FCA*, FCA proposes to simplify rules to help encourage companies to list in the UK https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-proposes-simplify-rules-help-encourage-companies-list-uk (abgefragt 09.12.2023); *Jones*, Britain grapples for agreement over listing rules overhaul https://www.reuters.com/world/uk/britain-grapples-agreement-over-listing-rules-overhaul-2023-09-25/ (abgefragt 09.12.2023); für ein aktuelles Bsp siehe *Dempsey*, Marex files for US listing in blow to London stock market https://www.ft.com/content/3f07e35d-9f1d-4736-b0f3-d3114fe9693f (abgefragt 09.12.2023). Für eine (auch grafische) Darstellung der insgesamt schwachen Zahlen europäischer im Vergleich zu US-Börsegängen siehe etwa *Asgari*, Deutsche Börse's aborted proposal to Euronext highlights Europe's IPO woes https://www.ft.com/content/56742a50-7583-4b8b-8a9e-b968e7119dd0 (abgefragt 12.12.2023).

[1595] Hervorgehoben sei ein aktueller Vorstoß der spanischen Regierung Börsengänge attraktiver zu machen. Siehe etwa *Jopson/Muela*, Spain eases rules in bid to stop IPOs being derailed by market turmoil https://www.ft.com/content/6a9a438b-a74b-4d86-8331-5ff0bd091e6b (abgefragt 24.05.2025). Ähnliche Bestrebungen gibt es auch in Australien, siehe unlängst *Fildes*, Australia moves to speed up IPO process to counter listings slump https://www.ft.com/content/4891ca45-a1fd-457a-93b8-aba6e05bea7a (abgefragt 10.06.2025).

[1596] Siehe etwa *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), AktG[3] Allgemeine Einleitung Rz 12 (Stand 1.6.2021, rdb.at); *Gruber/Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2014, 73.

Unternehmen.[1597] Für die SPAC scheidet die GmbH natürlich an sich schon aus, da sich diese nicht für den Börsengang eignet.[1598] SE kommen für SPACs natürlich theoretisch auch in Frage. Dafür wären aber nur gewisse Gründungsvarianten möglich[1599] und wird allein schon deshalb für SPACs die SE nicht attraktiv sein. Außerdem kommen bei der SE die Kapitalerhaltungsregeln wie bei der AG zur Anwendung.[1600] Da andere als die gesetzlich vorgesehenen Gesellschaftsformen nicht zulässig sind (*numerus clausus*), bleibt nur die privatautonome Vereinbarung zulässiger Abweichungen vom gesetzlichen Standard.[1601] Dass dies an für die Praxis hinderliche Grenzen stößt, da Vereinbarungen, die von zwingenden Bestimmungen (die gerade bei SPACs problematisch wären) abweichen wirkungslos sind,[1602] wurde in dieser Arbeit gezeigt.

Das österreichische Kapitalgesellschaftsrecht befindet sich im Wandel. Bereits seit Jahren werden Diskussionen über die Einführung einer „Austrian Limited"[1603] geführt. Dadurch sollte dem von Seiten der Lehre und der Praxis gesehenen Flexibilisierungsbedarf für Gesellschaften Rechnung getragen und der österreichische Wirtschaftsstandort im internationalen Vergleich für (ausländische) Investoren attraktiver gemacht werden.[1604] Diese Reformbemühungen mündeten in einen Gesetzesentwurf[1605] für die neue Rechtsform der FlexCo, die va für internationale Investoren und Start-Ups interessant sein soll.[1606] Dabei werden etwa geringere Anforderungen hinsichtlich des Mindeststammkapitals[1607] und erleichterte Formvorschriften bei Anteilsübertragungen im Vergleich zu GmbHs,[1608] wie auch die Möglichkeit sog „Unternehmenswert-Anteile" auszugeben, vorgesehen.[1609] Des Weiteren gibt es zahlreiche

---

[1597] *Thomale*, Rechtsvergleichende Anmerkungen zur Austrian Limited, in *Kalss/Torggler* (Hrsg), Wiener Unternehmensrechtstag Band 9: Reform des Gesellschaftsrechts, 11ff, mit Vergleich zu Gesellschaftsformen in anderen Ländern. Für Deutschland siehe etwa *Grobe/Müller/Rau*, BB 2024, 259.

[1598] Siehe bereits oben Kapitel 2.3.

[1599] Vgl etwa *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, GesR^2 Rz 3/1265ff.

[1600] Ebd. Rz 3/1276; *Steinhart*, Kapitalerhaltung (2009).

[1601] Siehe etwa *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, GesR^2 Rz 1/6; *Haberer* in *Bergmann/Kalss* (Hrsg), Rechtsformwahl (2020) 3 Rechtsform- und Typenzwang Rz 3/3.

[1602] *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, GesR^2 Rz 1/9.

[1603] Wobei dies einen Arbeitstitel darstellte, diese Gesellschaftsform va was das Haftungsrecht betrifft nicht gleich der britischen Limited sein sollte. Vgl *Reich-Rohrwig/Kinsky/Kraus* (Hrsg), Austrian Limited (2021) 17.

[1604] *Reich-Rohrwig/Kinsky/Kraus* (Hrsg), Austrian Limited (2021) 3; 15.

[1605] Für ein Gesellschaftsrechts-Änderungsgesetz 2023 (GesRÄG 2023).

[1606] Siehe etwa *Rizzi/Ringhofer*, Die neue Gesellschaftsform der FlexKapG, ÖJZ 2023, 891 (891).

[1607] Wobei aber auch das Mindeststammkapital bei GmbHs auf EUR 10.000 gesenkt wird. Vgl etwa *Reich-Rohrwig*, ecolex 2023, 497 (498).

[1608] Siehe § 12 Abs 1 FlexKapGG und etwa *Hekele/Durstberger*, Erleichterungen bei Anteilsübertragungen durch das FlexKapGG? - Anwaltsurkunde und Interessenkonflikt, ecolex 2023, 1022 (1022ff); *Schopper*, Vorhang auf für die Flexible Kapitalgesellschaft samt neuer Formpflicht bei Anteilsübertragungen und Übernahmeerklärungen, NZ 2023, 589.

[1609] Vgl etwa *Told*, Die FlexCo im Spannungsfeld multipler Gesellschafterkategorien, ÖJZ 2023, 897 (898ff); *Rizzi/Ringhofer*, ÖJZ 2023, 891 (892ff); *Reich-Rohrwig*, ecolex 2023, 497; *Fochtmann-Tischler/Schubert/Bulajcsik/Stanek*, Austria: Introducing a new type of legal entity - The flexible company https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=b64f5c4c-de24-444f-8232-9f8758a22ca5&utm_source=Lexology+Daily+Newsfeed&utm_medium=HTML+email+-+Body+-+General+section&utm_campaign=Lexology+subscriber+daily+feed&utm_content=Lexology+Daily+Newsfeed+2023-12-27&utm_term= (abgefragt 28.12.2023). Für eine Diskussion, ob das Einlagenrückgewährverbot auf solche Unternehmenswert-Anteile anwendbar ist; siehe *Wünscher*, FlexCo: Unternehmenswertanteile und Einlagenrückgewähr - Haftungsfalle für Mitarbeiter?, GesRZ 2024, 146.

steuerliche Vorteile.[1610] Diese neue Rechtsform soll als „Hybrid" zwischen GmbH und AG die Vorteile beider dieser Gesellschaftsformen vereinen, wobei das vom österreichischen Gesetzgeber erlassene „Gesetzespaket" aus dem Bundesgesetz über die Flexible Kapitalgesellschaft (Flexible-Kapitalgesellschafts-Gesetz – FlexKapGG), als Teil des Gesellschaftsrechts-Änderungsgesetz 2023[1611], welches weitere gezielte Änderungen in mehreren (gesellschaftsrechtlichen) Gesetzen enthält, sowie dem Start-Up-Förderungsgesetz besteht.[1612] Dieses Gesetzespaket wurde im Dezember 2023 beschlossen und ist im Jänner 2024 in Kraft getreten.[1613] Für SPACs könnten solche FlexCos allenfalls als Zielgesellschaft relevant sein. Jedoch können SPACs nicht (jedenfalls nicht ab dem Zeitpunkt ab dem der Börsengang angestrebt wird) als solche FlexCos betrieben werden (möglich wäre aber natürlich die Gründung einer FlexCo und spätere Umwandlung in eine AG (gem § 26 FlexKapGG), wobei dahingestellt sei inwiefern dies praktisch sinnvoll wäre).

Einige Reformen der letzten Jahre sind wohl als Schritte in Richtung Flexibilisierung aus Sicht der Praxis sehr begrüßenswert. Dazu gehört etwa das im Juli 2023 in Kraft getretene Wagniskapitalfondsgesetz.[1614] ZT greifen solche Neuerungen – wenn auch generell begrüßenswert – aber vermeintlich auch zu kurz, was sich bei der FlexCo gezeigt hat.[1615] Hierzu ist festzuhalten, dass FlexCos die Probleme, die sich für SPACs aufgrund des österreichischen Gesellschaftsrechts ergeben nicht aufzulösen vermögen. Für diese neue Gesellschaftsform wurden nämlich zwar im Vergleich zu GmbHs weitergehende Möglichkeiten insb hinsichtlich Finanzierungsmöglichkeiten (was im Start-Up Bereich sicherlich begrüßt wird) geschaffen.[1616] Insb da die Regelungen bezüglich der Kapitalerhöhung, Finanzierungsinstrumenten und Erwerb eigener Anteile jenen bei der AG angenähert sind, bleiben die oben aufgezeigten Problemfelder für SPACs in diesen Bereichen jedoch auch bei FlexCos bestehen (selbst wenn

[1610] Vgl etwa *Fochtmann-Tischler*/*Schubert*/*Bulajcsik*/*Stanek*, Austria: Introducing a new type of legal entity - The flexible company https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=b64f5c4c-de24-444f-8232-9f8758a22ca5&utm_source=Lexology+Daily+Newsfeed&utm_medium=HTML+email+-+Body+-+General+section&utm_campaign=Lexology+subscriber+daily+feed&utm_content=Lexology+Daily+Newsfeed+2023-12-27&utm_term= (abgefragt 28.12.2023); *Rizzi/Ringhofer*, ÖJZ 2023, 891 (894f).

[1611] Bundesgesetz, mit dem ein Flexible-Kapitalgesellschafts-Gesetz erlassen wird sowie das GmbH-Gesetz, das Firmenbuchgesetz, das Rechtspflegergesetz, das Notariatstarifgesetz, das Rechtsanwaltstarifgesetz, das Wirtschaftliche Eigentümer Registergesetz und das Gerichtsgebührengesetz geändert werden (Gesellschaftsrechts-Änderungsgesetz 2023 – GesRÄG 2023), BGBl. I Nr. 2023/179.

[1612] Bundesgesetz, mit dem das Einkommensteuergesetz 1988, das Körperschaftsteuergesetz 1988, das Umgründungssteuergesetz, die Bundesabgabenordnung, das Allgemeine Sozialversicherungsgesetz, das Kommunalsteuergesetz 1993 und das Familienlastenausgleichsgesetz 1967 geändert werden (Start-Up-Förderungsgesetz), BGBl I. Nr. 2023/200.

[1613] Vgl etwa *Schopper*, NZ 2023, 589; *Fochtmann-Tischler*/*Schubert*/*Bulajcsik*/*Stanek*, Austria: Introducing a new type of legal entity - The flexible company https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=b64f5c4c-de24-444f-8232-9f8758a22ca5&utm_source=Lexology+Daily+Newsfeed&utm_medium=HTML+email+-+Body+-+General+section&utm_campaign=Lexology+subscriber+daily+feed&utm_content=Lexology+Daily+Newsfeed+2023-12-27&utm_term= (abgefragt 28.12.2023).

[1614] Für eine Übersicht siehe etwa *Wingert*, ÖBA 2023, 856; *Kammel/Steidl*, Ein Wagniskapitalfondsgesetz für Österreich - dringende Notwendigkeit oder Wagnis?, ÖBA 2023, 492.

[1615] Vgl für Kritik etwa *Umfahrer*, Zum Begutachtungsentwurf des GesRÄG 2023 (FlexKapGG), NZ 2023, 273; *Kary*, Viel Wirbel um die flexible Kapitalgesellschaft, Die Presse - Recht 2022, 18; *Rizzi/Ringhofer*, ÖJZ 2023, 891 (897); *Hekele/Durstberger*, ecolex 2023, 1022 (1025).

[1616] Für eine Zusammenfassung siehe *Kinsky/Kurz*, Finanzierungsrunden bei der Flexiblen Kapitalgesellschaft, ecolex 2023, 911.

man hier außer Acht lässt, dass sich diese ohnehin nicht zum Börsengang eignen). Ob vereinzelte Erleichterungen betreffend Formerfordernisse und punktueller „Bürokratieabbau" ausreichen um den Wirtschaftsstandort Österreich für Gründer von Gesellschaften und ausländische Investoren auf eine Stufe mit „konkurrierenden" ausländischen Gesellschaftsformen[1617] und Zielländern wie Luxemburg oder den Niederlanden zu bringen, bleibt jedoch eher zu bezweifeln. Auch sind, will man die Attraktivität des Wirtschaftsstandorts Österreich steigern, einzelne Rechtsbereiche nicht losgelöst voneinander zu betrachten, sondern die für Gesellschaften anwendbare Rechtsordnung in ihrer Gesamtheit.[1618] Dies selbst, wenn man sich dabei auf eine rein rechtliche Perspektive fokussieren will. Dies scheint zumindest der deutsche Gesetzgeber mit dem Zukunftsfinanzierungsgesetz erkannt zu haben.[1619] Dabei ist die Ausgangslage im Vergleich zwischen Österreich und Deutschland zwar im Detail eine andere, viele der Probleme aber ähnlich gelagert.[1620]

Die Gründe, aus denen sich viele gegen die Gründung von Gesellschaften und konkret SPACs entscheiden werden, namentlich die geringe Bedeutung der Wiener Börse und das verhältnismäßig sehr strenge österreichische Kapitalerhaltungsrecht, werden weiterhin relevant bleiben. Realistisch erwartbar scheint daher, dass, auch nicht zuletzt aufgrund der derzeitigen makroökonomischen Umstände, in naher Zukunft in Österreich kein großer Zuzug von SPACs stattfinden wird. Wohl praktisch häufiger bleibt die Situation in der eine im (am häufigsten im EU-) Ausland (etwa der Euronexxt Amsterdam oder der Frankfurter Börse) notierte SPAC eine österreichische Zielgesellschaft identifiziert und einen De-SPAC mit dieser durchführt (etwa grenzüberschreitende Verschmelzung nach dem EU-UmgrG aus österreichischer Sicht). Zu betonen ist nämlich der Vollständigkeit halber auch, dass sich eine schlagartige signifikante Steigerung der Attraktivität des Kapitalmarkts/Wirtschaftsstandorts Österreich nicht mit einigen gezielt auf SPACs zugeschnittenen Reformen einstellen würde. Ähnlich wie auch in Deutschland stellen sich hier insb große bürokratische Hürden und wären Reformen in anderen Bereichen des Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrechts dringend nötig.[1621]

Wie gezeigt, werden einige typische Charakteristika einer SPAC kaum mit österreichischem Gesellschaftsrecht vereinbar sein. Bei den meisten Problempunkten wurden aber auch alternative Lösungsgestaltungen angeschnitten, weshalb es nicht unmöglich ist (wenn auch zugegeben unpraktischer als in anderen Jurisdiktionen) eine SPAC-Transaktion – freilich angepasst auf die gesetzlichen Rahmenbedingungen – in Österreich durchzuführen. Die programmatischen Zielsetzungen des Referentenentwurfs zum Zukunftsfinanzierungsgesetz

[1617] *Reich-Rohrwig/Kinsky/Kraus* (Hrsg), Austrian Limited (2021) 27.
[1618] Auch, wenn in dieser Arbeit nur Aspekte des Kapitalmarkt- und va des Gesellschaftsrechts behandelt wurden.
[1619] Zu den Reformen in den unterschiedlichen Bereichen siehe etwa *Casper*, ZHR 2023, 5; *Schalast*, Eckpunkte für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz: Neustart für Start-up-Deutschland?, BB 2022 H 39, I; *Kraack*, Die übernahmerechtlichen Regelungen im Regierungsentwurf für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz https://www.noerr.com/de/insights/die-uebernahmerechtlichen-regelungen-im-regierungsentwurf-fuer-ein-zukunftsfinanzierungsgesetz (abgefragt 01.05.2025).
[1620] Für eine Analyse der Situation in Deutschland siehe nur *Grobe/Müller/Rau*, BB 2024, 259.
[1621] Vgl etwa für Deutschland *Schalast*, Eckpunkte für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz: Neustart für Start-up-Deutschland?, BB 2022 H 39, I; *Geier*, BB 2023 H 20, I.

den Standort „durch Digitalisierung, Entbürokratisierung und Internationalisierung“[1622] attraktiver zu machen, kann jedenfalls auch für Österreich als wünschenswert aufgenommen werden. Nicht ausgeschlossen ist, dass weitere Reformen den österreichischen Kapitalmarkt attraktiver für ausländische Interessenten machen werden, die Bestrebungen des Gesetzgebers der letzten Jahre gehen jedenfalls in diese Richtung. Es bleibt abzuwarten, ob der österreichische Gesetzgeber gezielt auf SPACs zugeschnittene Regelungen (ähnlich wie in Deutschland) für zweckmäßig und erforderlich hält und solche umgesetzt werden. Aus derzeitiger Sicht sind jedoch keine konkreten Gesetzesvorschläge in dieser Hinsicht zu beobachten. Nicht auszuschließen (aber konkret auch nicht absehbar) wäre jedoch auch ein Tätigwerden des EU-Gesetzgebers, entweder (i) in Bezug auf eine Vereinheitlichung des Rechts der Kapitalgesellschaften in allen Mitgliedstaaten oder (ii) der Schaffung spezieller (einheitlicher) Mindeststandards für SPACs. Beides würde aus derzeitiger Sicht wohl ein „*forum shopping*“, wie es aktuell offensichtlich noch häufig vorkommt, unterbinden. Auch wenn in den letzten Jahren einiges an Bewegung in Richtung Harmonisierung in bestimmten Bereichen zu beobachten war,[1623] wäre eine Vereinheitlichung etwa des Kapitalerhaltungsrechts in den Mitgliedstaaten ein großer Schritt, von dem auch der österreichische Wirtschaftsstandort profitieren würde. Dass der EU-Gesetzgeber einen Anlass für spezifische einheitliche Regelungen für SPACs in sämtlichen Mitgliedstaaten weit oben auf seiner Prioritätenliste sieht, ist derzeit nicht ersichtlich,[1624] würde aber freilich in der Folge auch Auswirkungen auf die österreichische Rechtslage haben.

Für ein definitives Schlussfazit will ich mich wieder auf die aktuellen (rechtlichen) Gegebenheiten beziehen. Nach geltender österreichischer Rechtslage muss mE der abschließende Befund bleiben, dass (i) wenn SPACs (bzw deren künftige Gründer) eine Wahl über das auf die zu gründende Gesellschaft anwendbare Recht zu treffen haben und in Folge an welcher Börse diese (sowie ultimativ die Zielgesellschaft) notiert sein soll, das österreichische geltende Recht wenige positive Argumente für eine Entscheidung zugunsten des Standorts Österreich liefern wird, was auch wesentlich daran liegt, dass (ii) einige der typischen Charakteristika einer SPAC-Transaktion eindeutig nicht mit geltendem österreichischem Gesellschaftsrecht (insb österreichischem Kapitalaufbringungs- und Kapitalerhaltungsrecht) vereinbar sind. Final festhalten muss man damit im Sinne der hier interessierenden und abschließend kurz zu beantwortenden Forschungsfrage, dass in der typischen Ausgestaltung SPACs daher aus derzeitiger Sicht nicht als österreichische AGs gegründet werden können.

Auch wenn ich an unterschiedlichen Stellen versucht habe alternative Lösungsvorschläge zu einigen der typischen Ausgestaltungsformen bei SPACs vorzuschlagen, hätten sich SPACs

[1622] Referentenentwurf des Bundesministeriums der Finanzen und des Bundesministeriums der Justiz Entwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG), 1.

[1623] Vgl etwa Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: A Capital Markets Union for people and businesses-new action plan, COM/2020/590 final, wo auch das Problem des *forum shopping* hervorgehoben wird.

[1624] Trotz wieder ansteigender SPAC-Aktivität in den ersten Monaten des Jahres 2025, siehe bereits im einleitenden Kapitel 1.5.

doch weitgehend an die verhältnismäßig strikten österreichischen Gesetzesbestimmungen für Kapitalgesellschaften[1625] anzupassen. „Nimmt" man SPACs typische Charakteristika wie das Austrittsrecht und die damit verbundene Verwahrung der Einlagen auf einem Treuhandkonto, kann man sich auch fragen welche speziellen Anreize für Investoren diese „SPACs" dann noch bieten würden und, ob eine solche Transaktion noch eine praktisch interessante Alternative zu einem „herkömmlichen" Börsengang wäre. Die nächsten Jahre werden jedoch zeigen, inwiefern eine solche Transaktion unter Beteiligung österreichischer Gesellschaften praktisch (angepasst an die rechtlichen Rahmenbedingungen, die sich dann auch eventuell bereits iSe Liberalisierung oder, wohl sinnvoller, einer speziellen Ausrichtung auf SPAC-Transaktionen, vergleichbar den Schweizer und deutschen Vorbildern, geändert haben[1626]) durchgeführt wird oder ob es bei bloßen theoretischen Gedankenexperimenten, wie in der gegenständlichen Arbeit, bleiben wird. So spannend letztere auch sind, wäre ein praktischer Test sicherlich höchst interessant. Eine Änderung rechtlicher Rahmenbedingungen, wenn auch nicht unmöglich, ist in Österreich derzeit jedoch nicht absehbar. Dabei scheint zumindest die Einführung speziell auf SPACs zugeschnittener Bestimmungen inkl „Ausnahmeregelungen" (ähnlich wie durch das Zukunftsfinanzierungsgesetz in Deutschland eingeführt), die eine Durchführung von SPAC-Transaktionen mit sämtlichen typischen Charakteristika, die wie bereits dargestellt nicht mit geltendem österreichischem Recht vereinbar sind, praktischer und auch wahrscheinlicher als eine durchgreifende Änderung iSe Liberalisierung des österreichischen Rechts der Kapitalgesellschaften.[1627] Ein allfälliger Vorstoß in diese Richtung könnte entweder vom EU-Gesetzgeber kommen oder durch den österreichischen Gesetzgeber selbst, etwa mit Blick nach Deutschland bei dort allfällig positiven Erfahrungen und vermehrter SPAC-Aktivität. Internationale Vorbilder, deren Praktikabilität sich in Zukunft zeigen wird,[1628] bestehen für den EU- und den österreichischen Gesetzgeber jedenfalls.

[1625] Stichwort Satzungsstrenge, siehe schon Kapitel 4.7.

[1626] Auch wenn hier hervorzuheben ist, dass konkret keine Bestrebungen des österreichischen Gesetzgebers in dieser Hinsicht ersichtlich sind.

[1627] Siehe jedoch bereits oben zur FlexCo und den bereits stattgefundenen Änderungen im österreichischen Gesellschaftsrecht in jüngster Zeit, die optimistisch für weitere Reformen in Österreich stimmen könnten.

[1628] Wobei jedoch wohl einzuwerfen ist, dass eine Regelung besser als keine Regelung ist. Eine andere Frage – die wohl nicht zuletzt von der Ausgestaltung der Regelungen abhängig ist – ist, ob es zu einer tatsächlich spürbaren Auswirkung in der Praxis kommt, da nun in der Zukunft vermehrt SPACs nach deutschem Recht gegründet werden.

6 Judikatur- und Literaturverzeichnis

Judikatur

BGH 06.03.2012, II ZR 56/10 = BGHZ 192, 341 = NJW 2012, 1875 = ZIP 2010, 579 = ZIP 2012, 817 = MDR 2012, 14 = MDR 2012, 658 = DNotZ 2013, 43 = NZI 2012, 460 = WM 2012, 845 = BB 2012, 1101 = BB 2012, 1756 = DB 2012, 1024 = NZG 2012, 539

BGH 06.11.2018, II ZR 199/17 = BGHZ 220, 179 = NJW 2019, 589 = ZIP 2019, 114 = MDR 2019, 171 = DNotZ 2019, 224 = NZI 2019, 289 = WM 2019, 115 = BB 2019, 206 = DB 2019, 120 = NZG 2019, 187

BGH 08.01.2019, II ZR 364/18 = BGHZ 220, 354 = NJW 2019, 1512 = ZIP 2019, 701 = MDR 2019, 557 = DNotZ 2020, 136 = WM 2019, 636 = BB 2019, 1100 = DB 2019, 776 = Rpfleger 2019, 398 = NZG 2019, 505

BGH 20.11.2006, II ZR 226/05 = ZIP 2007, 24 = ZIP 2007, 24 = ZIP 2007, 24

BGH 10.02.1977, II ZR 81/76 = BGHZ 68, 107 = NJW 1977, 850 = MDR 1977, 649 = DB 1977, 715

BGH 12.03.2007, II ZR 302/05 = BGHZ 171, 293 = NJW-RR 2007, 1487 = ZIP 2007, 1104 = DNotZ 2007, 854 = NZI 2007, 480 (Ls.) = NZI 2008, 37 = WM 2007, 1069 = BB 2007, 1237 = DB 2007, 1241 = NZG 2007, 513

BGH 16.07.2007, II ZR 3/04 = BGHZ 173, 246 = NJW 2007, 2689 = ZIP 2007, 1552 = MDR 2007, 1266 = DNotZ 2008, 213 = NZI 2007, 603 = NZI 2008, 40 = VersR 2008, 83 = WM 2007, 1572 = WM 2007, 1864 = BB 2007, 1970 = BB 2007, 781 = DB 2007, 1802 = DB 2007, 301 = JR 2008, 197 = NZG 2007, 667

BGH 21.04.1997, II ZR 179/95 = BGHZ 135, 244 = NJW 1997, 1926 = ZIP 1997, 883 = MDR 1997, 663 = VersR 1997, 886 = WM 1997, 970 = BB 1997, 1169 = DB 1997, 1068

BGH 21.12.2005 - 3 StR 470/04 = BGHSt 50, 331 = NJW 2006, 522 = ZIP 2004, 2044 = ZIP 2006, 72 = NStZ 2006, 214 = WM 2006, 276 = DB 2006, 323 = NZG 2006, 141

BGH 23.10.1985, ZR 210/84 = NJW 1984, 586 = NJW-RR 1986, 257 (Ls.) = ZIP 1986, 26 = MDR 1986, 312 = WM 1985, 1526 = BB 1986, 1042 = BB 1986, 1045

BGH 25.02.1982 - II ZR 174/80 = BGHZ 83, 122 = NJW 1982, 1703 = NJW 2017, 3084 = ZIP 1982, 568 = MDR 1982, 554 = NZG 1982, 1703

BGH 25.11.2002, II ZR 133/01 = BGHZ 153, 47 = NZG 2003, 280 = NJW 2003, 1032

BGH 26.04.2004 - II ZR 155/02 = BGHZ 159, 30 = NJW 2004, 1860 = NJW-RR 2004, 1619 (Ls.) = ZIP 2004, 993 = WM 2004, 1090 = BB 2004, 1182 = BB 2004, 1345 = DB 2004, 1200 = NZG 2004, 571

BGH 26.09.1994, II ZR 236/93 = NJW 1995, 260 = ZIP 1994, 1857 = MDR 1995, 486 = DNotZ 1995, 565 = WM 1994, 2160 = BB 1994, 2370 = DB 1994, 2539

BGH 06.11.2018, II ZR 199/17 = BGHZ 220, 179 = NJW 2019, 589 = ZIP 2019, 114 = MDR 2019, 171 = DNotZ 2019, 224 = NZI 2019, 289 = WM 2019, 115 = BB 2019, 206 = DB 2019, 120 = NZG 2019, 187

BMF 05.06.2013, BMF-010203/0252-VI/6/2013

BVwG 25.04.2023, W148 2265908/10001

EuGH 07.04.2016, C-483/14, *KA Finanz*

EuGH 25.04.2024, C-276/22, GesRZ 2024, 181

EuGH 25.10.2017, C-106/16, *Polbud*

EuGH 28.06.2012, Rs C-19/11, *Geltl*

OGH 01.12.2005, 6 Ob 271/05d = GeS 2006, 164 = RdW 2006/261, 279 = ecolex 2006, 398 = JBl 2006, 388 = ÖBA 2006/1337, 293 = GesRZ 2006, 148 = RZ 2006, 130 = SZ 2005/178 = AnwBl 2007, 338 = GesRZ 2016, 167 (*Zehetner*)

OGH 03.08.2021, 8 ObA 109/20t = ecolex 2021, 1114 (*Reich-Rohrwig*) = ZTR 2022, 52 (*Saria*) = GesRZ 2022, 132 (*Gerlach*) = ZVR 2022, 75 (*Danzl*, tabellarische Übersicht) = *Schönborn/Löw*, ecolex 2022, 144

OGH 04.03.2013, 8 Ob 20/13v = RWZ 2013, 139 = EvBl-LS 2013/99 = GesRZ 2013, 189 (*Kalss/Winner*, Judikaturübersicht) = ecolex 2013, 708 = GesRZ 2013, 286 (*Milchrahm*) = AnwBl 2013, 624 = *Reich-Rohrwig*, ecolex 2013, 940 (Rechtsprechungsübersicht) = *Dejaco*, NZ 2019, 81 = *Reich-Rohrwig/Aschl*, ecolex 2022, 850 (Rechtsprechungsübersicht)

OGH 04.10.1989, 3 Ob 519/89 = RIS-Justiz RS0019726 [T1]

OGH 05.04.2013, 8 Ob 66/12g = *Graf*, VbR 2013, 4 = VbR 2013, 22 = EvBl 2013, 922 (*Cach*) = JBl 2013, 727 = RdW 2013, 671 = ZIK 2013, 235 = ZFR 2014, 37 = RZ 2014, 17 EÜ4, 5 = *Schopper*, VbR 2014, 40 = ÖBA 2014/2037 (*Schopper*) = ZVR 2014, 75 (*Danzl*, tabellarische Übersicht) = SZ 2013/33

OGH 05.08.2009, 9 Ob 25/08d (9 Ob 26/08a) = ZFR 2009, 241 = ecolex 2009, 961 = wbl 2010/18 = ÖBA 2010/1646 = RdW 2009, 846 = Zak 2012, 403 (*Kolmasch*, Judikaturübersicht) = *Reich-Rohrwig*, ecolex 2013, 940 (Rechtsprechungsübersicht)

OGH 06.07.2010, 1 Ob 105/10p = ZFR 2010, 221 = ÖBA 2010/1663 = RdW 2010, 575 = ZIK 2011, 37 = *Anzinger/Klement*, GES 2011, 321 = Zak 2012, 186 (*Kolmasch*, Judikaturübersicht) = HS 41.006 = HS 41.045 = HS 41.224 = HS 41.234 = HS 41.283

OGH 07.06.1978, 1 Ob 617/78, SZ 51/79

OGH 08.05.2008, 6 Ob 232/07x = ZFR 2008, 199 = GesRZ 2008, 299 (*Karollus*) = wbl 2008/218 = ÖJZ-LS 2008/67 = ecolex 2008, 925 = RdW 2008, 714 = SZ 2008/63 = HS 39.002 = HS 39.053 = HS 39.085 = HS 39.119 = HS 39.360

OGH 08.05.2013, 6 Ob 28/13f = NZ 2013, 220 = GesRZ 2013, 189 (*Kalss/Winner*, Judikaturübersicht) = GesRZ 2013, 212 (*Schopper*) = GES 2013, 346 = wbl 2013/193 = *Edelmann*, ecolex 2013, 706 = ecolex 2013, 709 = *Schörghofer/Gruber*, ecolex 2013, 798 = RWZ 2013, 283 (*Wenger*) = RdW 2013, 460 = AnwBl 2013, 624 = *Gruber/Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2014, 73 = *Brugger*, NZ 2014, 145 = SZ 2013/47
OGH 08.07.2003, 5 Ob 120/03p

OGH 09.10.2014, 6 Ob 77/14p = - RWZ 2014, 364 (*Wenger*) = NZ 2015, 27 = wbl 2015/14 = Jus-Extra OGH-Z 5712 = ZFR 2015, 128 (*Auer*) = GES 2015, 73 = AnwBl 2015, 184 = ecolex 2015, 44 = GesRZ 2015, 136 (*Cach*) = JAP 2014/2015, 234 (*Rauter*) = RdW 2015, 296

OGH 09.10.2014, 6 Ob 77/14p = RWZ 2014, 364 (*Wenger*) = NZ 2015, 27 = wbl 2015/14 = Jus-Extra OGH-Z 5712 = ZFR 2015, 128 (*Auer*) = GES 2015, 73 = AnwBl 2015, 184 = ecolex 2015, 44 = GesRZ 2015, 136 (*Cach*) = JAP 2014/2015, 234 (*Rauter*) = RdW 2015, 296

OGH 10.05.1984, 8 Ob 574/83 = RIS-Justiz RS0060224

OGH 11.06.2008, 7 Ob 58/08t = RWZ 2008, 284 (*Wenger*) = ARD 5894/7/2008 = GeS 2008, 356 (*Schopper/Kapsch*) = GesRZ 2008, 378 (*Kalss/Zollner*) = wbl 2008/287 (*Torggler*) = ecolex 2008, 926 (*Reich-Rohrwig*) = RdW 2008, 647 = ZFR 2009, 68 = HS 39.034 = HS 39.035 = HS 39.039 = HS 39.120

OGH 11.11.1999, 6 Ob 4/99b = RWZ 2000/16, 47 (*Wenger*) = RWZ 2000/32, 97 (*Wenger*) = ecolex 2000/50, 121 = JBl 2000, 188 = GesRZ 2000, 25 = ARD 5111/24/2000 = SWK 2000, 874 = AnwBl 2001, 78 = SZ 72/172=RdW 2000/1, 1 (*Damböck/Hecht*) = ecolex 2000, 116 (*Nowotny*) = SWK 2000, W 4 (*Lauss*) = NZ 2000, 225 (*Fellner*) = SWK 2000, W 82 (*Jann/Weidlich*)

OGH 12.04.2000, 4 Ob 71/00w = RdW 2000/505, 534 = ÖJZ-LSK 2000/201 = ÖJZ EvBl 2000/176, 765 = SZ 73/68

OGH 13.09.2010, 6 Ob 110/12p = RWZ 2012, 321 (*Wenger*) = NZ 2012/143 S 373 - NZ 2012, 373 = ZUS 2012, 167 (*Knauder*, tabellarische Übersicht) = GES 2012, 498 = wbl 2013/14 = GesRZ 2013, 38 (*Torggler*) = RdW 2013, 76 = ZIK 2013,77 = MietSlg 64.120 = MietSlg 64.234 = MietSlg 64.241 = *Reich-Rohrwig*, ecolex 2013, 940 (Rechtsprechungsübersicht) = *Grossmayer*, ecolex 2013, 951 = ecolex 2013, 956 = SZ 2012/90 = *Dejaco*, NZ 2019, 81

OGH 13.10.2010, 3 Ob 86/10h = RWZ 2010, 328 (*Wenger*) = GES 2010, 273 = GesRZ 2011, 115 (*van Husen*) = ecolex 2011, 335 = RdW 2011, 148 = NZ 2011, 152 = ZUS 2011, 32

(*Knauder*, Rechtsprechungsübersicht) = ZIK 2011, 160 = AnwBl 2011, 94 = AnwBl 2011, 355 = SZ 2010/125 = *Koppensteiner*, wbl 2015, 1 = HS 41.052 = HS 41.027 = HS 41.063

OGH 13.12.2016, 3 Ob 167/16d = NZ 2017, 32 = ecolex 2017/97 S 215 - ecolex 2017, 215 = wbl 2017/56 = Jus-Extra OGH-Z 6163 = ÖBA 2017/2343 = AnwBl 2017, 282 = GES 2017, 147 = RdW 2017, 500 = ZIK 2017, 152 = *Reich-Rohrwig/Aschl*, ecolex 2022, 850 (Rechtsprechungsübersicht)

OGH 14.07.1999, 7 Ob 166/99h

OGH 14.09.2011, 6 Ob 29/11z = RWZ 2011, 355 (*Wenger*) = GES 2011, 491 = EvBl-LS 2012/19 = RdW 2012, 86 = GesRZ 2012, 122 (*Torggler*) = wbl 2012/84 = ZUS 2012, 21 (*Knauder*, tabellarische Übersicht) = ZIK 2012, 79 = *Milchrahm*, wobl 2012, 222 = wobl 2012/91 = ÖBA 2012/1818 (*Bollenberger*) = ZFR 2012, 185 (*Köppl*) = AnwBl 2012, 468 = MietSlg 63.067 = ecolex 2012, 989 = GesRZ 2013, 189 (*Kalss/Winner*, Judikaturübersicht) = *Reich-Rohrwig*, ecolex 2013, 940 (Rechtsprechungsübersicht)

OGH 15.03.2012, 6 Ob 28/12d = GES 2012, 230 = ÖBA 2012/1828 = ZFR 2012, 182 = GesRZ 2012, 252 (*Schuhmacher*) = wbl 2012/175 = ZIK 2012, 157 = - EvBl 2012, 763 (*Csoklich*) = ecolex 2012, 482 = *Gruber*, ÖBA 2012, 572 = RdW 2012, 471 = *Told*, GES 2012, 333 = ZUS 2012, 115 (*Knauder*, Rechtsprechungsübersicht) = *Sindelar*, ÖBA 2012, 763 = *Trenker*, VbR 2013, 16 = *Graf*, ecolex 2013, 864 = *Reich-Rohrwig*, ecolex 2013, 940 (Rechtsprechungsübersicht)

OGH 15.04.2010, 6 Ob 226/09t = ZfRV-LS 2010/42 = ecolex 2010, 776 = RWZ 2010, 264 (*Wenger*) = GesRZ 2010, 276 (*Winner/Obradovic*) = GES 2010, 123 = wbl 2010/201 = NZ 2010, 331 = AnwBl 2010, 569 = *Aburumieh/Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2010, 328 = RdW 2010, 509 = ZFR 2011, 128 (*Ruhm*) = SZ 2010/35 = *Reich-Rohrwig*, ecolex 2013, 940 (Rechtsprechungsübersicht) = HS 41.095 = HS 41.026 = HS 41.064 = HS 41.055 = HS 41.087 = HS 41.260 = HS 41.053 = HS 41.094 = HS 41.054

OGH 15.07.1997, 1 Ob 182/97i = Jus-Extra OGH-Z 2365 = RdW 1997,718 = ÖBA 1998, 230 = SZ 70/147 = HS 28.246 = HS 28.286 = HS 28.297 = HS 28.478 = HS 28.500 = HS 28.515
OGH 15.09.2020, 6 Ob 58/20b = ZIK 2021, 123 = *Schmid*, ZFR 2025, 67

OGH 15.12.2014, 6 Ob 14/14y = GES 2015, 17 = wbl 2015/56 = NZ 2015, 107 (*Till*) = ecolex 2015, 128 (*Brugger*) = GesRZ 2015, 130 (*Karollus*) = AnwBl 2015, 259 = JAP 2014/2015, 236 (*Milchrahm/Rauter*) = RZ 2015 EÜ55 - RZ 2015 EÜ56 = *Reisch/Hampel*, ZIK 2015, 91 = ZIK 2015, 118 = ZFR 2015, 335 = RdW 2015, 425 = SZ 2014/125 = ÖBA 2016/2221 = *Hermann*, GES 2016, 394 = *Prostor*, ZfRV 2019, 179 = *Reich-Rohrwig/Aschl*, ecolex 2022, 850 (Rechtsprechungsübersicht)

OGH 16.02.2011, 7 Ob 143/10w = GES 2011, 110 = GesRZ 2011, 235 (*Koppensteiner*) = wbl 2011/190 = NZ 2011, 281 = AnwBl 2011, 307 = ecolex 2011, 635 = RdW 2011, 471 = ZUS 2011, 84 (*Knauder*, Rechtsprechungsübersicht) = AnwBl 2011, 447

OGH 16.03.2007, 6 Ob 34/07d = GeS 2007, 243 = GesRZ 2007, 271 (*Torggler*) = ecolex 2007, 615 = wbl 2007/247 = RdW 2007, 665 = RZ 2007, 225 EÜ329 = ZVR 2008, 128 (*Danzl*, tabellarische Übersicht) = SZ 2007/36 = HS 38.058 = HS 38.122

OGH 16.11.2012, 6 Ob 153/12m = GES 2013, 16 = GesRZ 2013, 99 (*Krejci*) = wbl 2013, 169/60 = RdW 2013, 139 = ecolex 2013, 350 = GesRZ 2013, 189 (*Kalss/Winner*, Judikaturübersicht) = AnwBl 2014, 283 = *Reich-Rohrwig*, ecolex 2013, 940 (Rechtsprechungsübersicht)

OGH 17.01.2001, 6 Ob 121/00p = ecolex 2001/179, 537 (*Fantur*) = GesRZ 2001, 87 = RdW 2001/376, 342 = RWZ 2001/36, 100 = NZ 2002/95, 247

OGH 17.06.1959, 5 Ob 202/59 = RIS-Justiz RS0059733

OGH 17.07.2013, 3 Ob 50/13 v = RWZ 2013, 315 (*Wenger*) = GES 2013, 389 = NZ 2013, 343 = GesRZ 2013, 356 (*Artmann*) = AnwBl 2014, 11 = ÖBA 2014/1983 (*Bydlinski*) = RdW 2013, 723 = *Jurgutyte*, ÖJZ 2014, 300 = EvBl 2014, 304 = *Reich-Rohrwig*, ecolex 2013, 940 (Rechtsprechungsübersicht) = *Grossmayer*, ecolex 2013, 951 = ecolex 2013, 958 = *Gall/Kainberger*, GesRZ 2014, 218 = *Artmann*, ecolex 2018, 146 = *Karollus*, ecolex 2022, 868 - MBO II

OGH 17.09.2014, 6 Ob 35/14m = NZ 2014, 386 = GES 2014, 504 = wbl 2014/243 = AnwBl 2015, 131 = ecolex 2014, 1068 (*Reich-Rohrwig*) = RdW 2015, 96 = ZIK 2015, 79 = GesRZ 2015, 203 (*Heidinger*)

OGH 17.11.1999, 9 ObA 136/99m = ASoK 2000, 222 = ARD 5131/19/2000

OGH 17.12.1997, 7 Ob 293/97g

OGH 20.01.2000, 6 Ob 288/99t = RdW 2000/245, 280 = wbl 2000/221, 330 = ecolex 2000/208, 512 = GesRZ 2000, 89 = SZ 73/14

OGH 20.03.2013, 6 Ob 48/12w = GES 2013, 241 = *Brugger*, NZ 2013, 208 = NZ 2013, 218 = *Richter*, ZIK 2013, 84 = ZIK 2013,118 = RdW 2013, 389 = ÖBA 2013/1933 (*Wolkerstorfer/Gebetsberger*) = *Karollus*, GES 2013, 283 = ecolex 2013, 638 (*Hörlsberger/Rieder*) = GesRZ 2013, 230 (*Thurnher*) = ZFR 2013, 277 = *Umlauft*, NZ 2014, 109 = *Reich-Rohrwig*, ecolex 2013, 940 (Rechtsprechungsübersicht) = *Grossmayer*, ecolex 2013, 951 = *Gall/Kainberger*, GesRZ 2014, 218 = *Mitterecker*, GES 2016, 150 = *Karollus*, ecolex 2022, 868 - Kneisz I - MBO I

OGH 20.12.2018, 6 Ob 195/18x = NZ 2019, 65 = immolex-LS 2019/20 = Zak 2019, 76 = *Dejaco*, NZ 2019, 81 = ecolex 2019, 340 = wbl 2019/68 = ZfS 2019, 8 (*Karollus*) = PSR 2019, 18 (*Gruber/Hartlieb*, Judikaturübersicht) = PSR 2019, 40 = JEV 2019/5 = RdW 2019, 310 = ÖBA 2019/2582 = GesRZ 2019, 193 (*Kalss*) = *Hügel*, JEV 2019, 77 = JEV 2019/7 = *Foglar-Deinhardstein*, ÖJZ 2019, 938 = AnwBl 2019, 294 = AnwBl 2019, 295 = SZ 2018/113 = *Reich-Rohrwig/Aschl*, ecolex 2022, 850 (Rechtsprechungsübersicht)

OGH 21.02.2008, 6 Ob 249/07x = ZFR 2008, 115 = ZIK 2008, 107 = EvBl 2008, 597 = ecolex 2008, 528 = ÖBA 2008/1500 = ZVR 2009, 75 (*Danzl*, tabellarische Übersicht) = HS 39.325 = HS 39.327

OGH 21.02.2024, 6 Ob 42/23d = NZ 2024, 314 (*Foglar-Deinhardstein*) = *Drobnik*, ZFR 2024, 328 = ÖBA 2024, 588/3030 (*Wimmer*) = GesRZ 2024, 318 (*Walch*) = RZ 2024/EÜ 131/132, 174 = ecolex 2024, 603 = RdW 2024, 470 = AnwBl 2024, 400 = GES 2024, 196 = wbl 2024, 483 = JUS Z/7379 = JUS Z/7380 = ZFR 2024, 333

OGH 21.06.2016, 1 Ob 93/16g = ÖBA 2016/2273 = wbl 2016/194 = RZ 2016 EÜ247 = RZ 2016, 282 EÜ248 = ZFR 2016, 545 = AnwBl 2016, 565 = ecolex 2016, 984 (*Fritzer/Hartlieb*) = RdW 2016, 824 = ZFR 2016, 593 (*Foglar-Deinhardstein*) = GesRZ 2017, 119 (*Kalss*) = ZIK 2017, 80 = EvBl 2017, 1068

OGH 22.02.1984, 1 Ob 688/83 = SZ 57/37 = JBl 1986, 49

OGH 22.05.2003, 8 Ob 262/02s = RdW 2003/377, 448 = GeS 2003, 441 = ecolex 2003/313, 763 = ZIK 2003/293, 212 = GesRZ 2004, 39 (*Schärf*) = AR 2005 H 2, 27 (*Gruber*) = AR 2005 H 6, 10 (*Stöger*)

OGH 22.07.2009, 3 Ob 72/09y = RWZ 2009/88, 332 (*Wenger*) = GesRZ 2010, 49 (*Enzinger*) = ÖJZ EvBl-LS 2009/166, 1018 = wbl 2009/269, 612 = RdW 2009/809, 842 = GBU 2009/10/02 = ecolex 2010/52, 164 = AnwBl 2010, 343 = SZ 2009/100 = HS 40.032 = = HS 40.042 = HS 40.043 = HS 40.044 = HS 40.237 = HS 40.260

OGH 22.10.2003, 3 Ob 287/02f = RWZ 2004/11 S 38 - RWZ 2004, 38 = GesRZ 2004, 57 = RdW 2004, 155 = wbl 2004, 192 = GeS 2004, 149 = ecolex 2004, 381 = SZ 2003/133 = *Reich-Rohrwig*, ecolex 2013, 940 (Rechtsprechungsübersicht)

OGH 22.12.2016, 6 Ob 232/16k = wbl 2017/57 = NZ 2017, 65 = GES 2017, 23 = ÖBA 2017/2336 = GesRZ 2017, 116 (*Zehetner*) = AnwBl 2017, 227 = ZIK 2017, 78 = RdW 2017, 245 = ecolex 2017, 537 = *Dejaco*, NZ 2019, 81 = *Reich-Rohrwig/Aschl*, ecolex 2022, 850 (Rechtsprechungsübersicht)

OGH 23.02.2016, 6 Ob 160/15w = EvBl-LS 2016/77 = *Konwitschka*, GesRZ 2016, 113 = ZfS 2016, 58 (*Karollus*) = PSR 2016, 95 = Jus-Extra OGH-Z 6023 = Jus-Extra OGH-Z 6024 = AnwBl 2016, 380 = RdW 2016, 478 = *Schima/Toscani*, JEV 2016, 74 = JEV 2016/10 = GES

2016, 158 = ecolex 2016, 695 (*Reich-Rohrwig*) = GesRZ 2016, 293 = ARD 6531/17/2017 = PSR 2017, 18 (*Hartlieb*, Judikaturübersicht) = *Welser*, ecolex 2017, 1073 = SZ 2016/19

OGH 23.06.2017, 6 Ob 221/16t = ZFR 2017, 387 (*Winner*) = *Barth/Durstberger*, GesRZ 2017, 195 = ÖBA 2017/2382 (*Diregger/Edelmann*) = wbl 2017/168 = *Wimmer*, ÖBA 2017, 678 = *Foglar-Deinhardstein*, NZ 2017, 321 = NZ 2017, 348 = GesRZ 2017, 323 (*Nicolussi*) = EvBl-LS 2017/149 = *Obradovic*, GES 2017, 357 = Jus-Extra OGH-Z 6273 = AnwBl 2017, 635 = ZfS 2017, 203 = ecolex 2017, 868 (*Reich-Rohrwig*) = RdW 2018, 25 = PSR 2018, 14 (*Hartlieb*, Judikaturübersicht) = PSR 2018, 28

OGH 24.01.2006, 10 Ob 34/05f = wbl 2006, 278 (*Schuhmacher*) = RdW 2006, 339 = ÖBA 2006, 607 = *Oberndorfer*, ÖBA 2006, 813 = ZFR 2007, 111 = HS 37.072 = HS 37.073 = HS 37.074 = HS 37.075 = HS 37.076 = HS 37.359 = HS 37.360 = HS 37.361 = Zak 2012, 186 (*Kolmasch*, Judikaturübersicht) = *Reich-Rohrwig*, ecolex 2013, 940 (Rechtsprechungsübersicht)

OGH 24.10.2000, 4 Ob 233/00v = ÖJZ-LSK 2001/52/54 = RdW 2001/166, 148 = ÖJZ EvBl 2001/58, 270 = JUS Z/3111 = wbl 2001/160, 230 = RWZ 2001/16, 42 = RZ 2001, 49 = SZ 73/163

OGH 24.11.2010, 9 Ob 5/10s = EvBl 2011, 367 (*Brunner*) = ZFR 2011, 85 = ecolex 2011, 309 = JBl 2011, 445 (*Dullinger*) = ÖBA 2011/1751 = ZVR 2011, 75 (*Danzl*, tabellarische Übersicht)

OGH 24.11.2015, 1 Ob 28/15x = RdW 2016, 105 = GES 2016, 60 = NZ 2016, 147 (*Auer*) = ÖBA 2016/2222 = GesRZ 2016, 219 (*Arlt*) = *Mitterecker*, GES 2016, 150 = ZIK 2016, 160 = *Reich-Rohrwig/Aschl*, ecolex 2022, 850 (Rechtsprechungsübersicht) - Kneisz II
OGH 25.01.2023, 6 Ob 31/22k = GES 2023, 74 = RdW 2023, 266 = *Drobnik*, NZ 2023, 342 = GesRZ 2023, 321 (*Plattner*)

OGH 25.06.1996, 4 Ob 2078/96h = RdW 1996, 471 = ÖJZ EvBl 1996/144 = JBl 1997, 108 = ecolex 1997, 437 = SZ 69/149 = RdW 1998, 593 (*Saurer*) = HS 27.148 = HS 27.235 = HS 27.441 = HS 27.533 = AnwBl 1997, 300 = ÖBA 1997, 193

OGH 25.11.2020, 6 Ob 203/20a = AnwBl 2021, 241 = ecolex 2021, 234 (*Foglar-Deinhardstein/Wünscher*) = GesRZ 2021, 190 (*Breisch*) = *Tomic*, wbl 2021, 369 = *Reich-Rohrwig/Aschl*, ecolex 2022, 850 (Rechtsprechungsübersicht) = SZ 2020/102

OGH 26.01.1990, 11 Os 23/89 = ÖJZ NRsp 1990/92-97 = ÖJZ EvBl 1990/78 = SSt 61/1

OGH 26.04.2001, 6 Ob 5/01f = ARD 5257/17/2001 = ecolex 2002, 26

OGH 26.04.2018, 6 Ob 38/18h = GES 2018, 180 = NZ 2018, 307 = *Rauter*, JAP 2018/2019, 35 = RdW 2018, 637 = AnwBl 2018, 650 = RWZ 2018, 321 = GesRZ 2018, 303 (*Zimmermann*) = *Wimmer*, NZ 2018, 401 = RZ 2018 EÜ213 = wbl 2019/13 = SZ 2018/33 = *Drobnik/Torggler*,

RdW 2020, 418 = *Drobnik/Torggler*, RdW 2020, 513 = *Pfandl/Bernasch*, ZIK 2022, 218 = *Artmann*, GES 2023, 104

OGH 26.07.2016, 9 Ob A 69/16m = ARD 6518/10/2016 = RdW 2016, 764 = GES 2016, 348 (*Fantur*) = ZAS-Judikatur 2016/97 = ecolex 2017, 1082 = *Reich-Rohrwig/Aschl*, ecolex 2022, 850 (Rechtsprechungsübersicht)

OGH 26.08.2004, 6 Ob 165/04i = ecolex 2005, 136 = *Reich-Rohrwig*, ecolex 2013, 940 (Rechtsprechungsübersicht)

OGH 26.08.2020, 9 ObA 136/19v = EvBl-LS 2020/162 = *Spendel*, wbl 2021, 121 = wbl 2021/41 = Arb 13.690 = ZVR 2021, 75 (*Danzl*, tabellarische Übersicht) = SZ 2020/73

OGH 26.09.2014, 5 Ob 4/14w = ZFR 2015, 91 = RZ 2015 EÜ12 = EvBl 2015, 357 = ZIK 2015, 121 = *Foglar-Deinhardstein*, ecolex 2015, 636 = ecolex 2015, 649 = MietSlg 66.200 = MietSlg 66.677 = *Dellinger/Schellner*, ÖBA 2016, 173 = ÖBA 2016/2197

OGH 27.04.2017, 2 Ob 52/16k = RWZ 2017, 185 = ZfS 2017, 46 = wbl 2017/128 = GES 2017, 195 = NZ 2017, 268 = PSR 2017, 136 = EvBl-LS 2017/136 = AnwBl 2017, 480 = RdW 2017, 624 = GesRZ 2017, 333 (*Torggler*) = PSR 2018, 14 (*Hartlieb*, Judikaturübersicht) = ecolex 2018, 343 (*Rizzi*) = SZ 2017/52

OGH 28.02.2012, 4 Ob 170/11w = Zak 2012, 114 = ÖBA 2012/1826 (*Apathy*) = ZFR 2012, 133 = Jus-Extra OGH-Z 5156 = Jus-Extra OGH-Z 5157 = EvBl 2012, 718 (*Borth-Böhler*) = RdW 2012, 335 = RZ 2012, 206 EÜ194, 195 = ZIK 2012, 199

OGH 28.02.2018, 6 Ob 244/17a = NZ 2018, 149 = wbl 2018/109 = GES 2018, 77 = ecolex 2018, 534 = AnwBl 2018, 492 = RdW 2018, 502 = ZIK 2018, 202

OGH 28.02.2018, 6 Ob 11/18p = GES 2018, 132 = wbl 2018/129 = AnwBl 2018, 493 = ecolex 2018, 738 = RdW 2018, 427 = GesRZ 2018, 245 (*Zehentmayer*)

OGH 28.03.2018, 6 Ob 41/18z = NZ 2018, 305 = GES 2018, 243 = RdW 2018, 502 = AnwBl 2018, 574 = AnwBl 2018, 650 = ecolex 2018, 1002 = GesRZ 2018, 346 (*Bauer*) = ZVR 2019, 75 (*Danzl*, tabellarische Übersicht) = MietSlg 70.179 = MietSlg 70.621 = MietSlg 70.625 = MietSlg 70.649

OGH 28.04.1982, 11 Os 54/82

OGH 29.01.2003, 7 Ob 267/02v = RdW 2003, 328 = ecolex 2003, 531 = ÖBA 2003, 694 (*Kalss*) = GesRZ 2003, 285 = Zak 2012, 83 (*Kolmasch*, Judikaturübersicht) = Zak 2012, 186 (*Kolmasch*, Judikaturübersicht)

OGH 29.05.2017, 6 Ob 99/17b = GES 2017, 254 = AnwBl 2017, 573 = - RdW 2017, 623 = ecolex 2017, 994

OGH 29.08.2017, 6 Ob 114/17h = NZ 2017, 390 = wbl 2017/208 (*Harrer*) = AnwBl 2018, 8 = ZFR 2018, 37 = GesRZ 2018, 50 (*Karollus*) = *Rauter*, JAP 2017/2018, 167 = ÖBA 2018/2440 = EvBl 2018, 224 (*Told*) = *Bollenberger*, Zak 2018, 24 = RdW 2018, 89 = ZIK 2018, 40 = GES 2018, 70 = ecolex 2018, 341 = *Fellner/Rüffler*, GES 2019, 59 = *Wiegele*, ecolex 2019, 746 = *Reich-Rohrwig/Aschl*, ecolex 2022, 850 (Rechtsprechungsübersicht)

OGH 29.09.2010, 7 Ob 35/10p = GeS 2010, 217 = RWZ 2010, 363 = wbl 2011/61 = ÖBA 2011/1694 = ZFR 2011, 82 (*Auer*) = GesRZ 2011, 110 (*Karollus*) = AnwBl 2011, 258 = ecolex 2011, 334 = RdW 2011, 147 = NZ 2011, 179 = ZIK 2011, 199 = *Reich-Rohrwig*, ecolex 2013, 940 (Rechtsprechungsübersicht) = HS 41.032 = HS 41.041 = HS 41.072 = HS 41.084

OGH 29.10.2014, 9 Ob A 68/14m = ARD 6437/7/2015 = ZAS-Judikatur 2015/26 = DRdA-infas 2015, 64 = DRdA 2015/42 (*Kühteubl*) = ZAS 2016, 40 (*Ludvik*)

OGH 29.11.2007, 2 Ob 134/07f = ecolex 2008/121, 335 = RdW 2008/287, 335

OGH 30.01.2017, 6 Ob 84/16w = RWZ 2017, 105 (*Wenger*) = AnwBl 2017, 283 = wbl 2017/93 = *Rauter*, JAP 2016/2017, 240 = GES 2017, 91 = Jus-Extra OGH-Z 6191 = *Grossmayer*, ecolex 2017, 424 = ecolex 2017, 431 = GesRZ 2017, 177 (*Babinek*) = RdW 2017, 493 = ZIK 2017, 160 = EvBl 2017, 1071 = *Riedler*, ÖJZ 2017, 1101 = JAS 2018, 155 (*Herda*) = ZVR 2018, 75 (*Danzl*, tabellarische Übersicht) = SZ 2017/11

OGH 30.03.2011, 7 Ob 77/10i = GES 2011, 223 = *Krejci*, GesRZ 2011, 193 = GesRZ 2011, 251 (*Diregger*) = *Karollus*, ÖBA 2011, 450 ÖBA 2011/1724 = *Völkl*, wbl 2011, 474 = wbl 2011/189 = AnwBl 2011, 355 = ZFR 2011, 238 (*Gruber*) = *Graf*, ecolex 2011, 599 = ecolex 2011, 609 (*Wilhelm*) = RdW 2011, 401 = AnwBl 2011, 407 = ZUS 2011, 84 (*Knauder*, Rechtsprechungsübersicht) = *Torggler*, ecolex 2011, 1121 = *Auer*, RdW 2011, 725 = JAP 2011/2012, 181 (*Jaindl*) = *Told*, GES 2012, 333 = *Sindelar*, ÖBA 2012, 763 = ZVR 2012, 75 (*Danzl*, tabellarische Übersicht) = SZ 2011/40 = *Trenker*, VbR 2013, 16 = *Reich-Rohrwig*, ecolex 2013, 940 (Rechtsprechungsübersicht) = *Wallisch*, wbl 2014, 551

OGH 31.08.2010, 5 Ob 39/10m = Zak 2010, 411 = immolex 2011, 25/12 (*Limberg*) = ecolex 2011, 34 = ecolex 2011, 49 = GesRZ 2011, 46 (*Nowotny*) = ARD 6139/8/2011 = AnwBl 2011, 166 = MietSlg 62.546 = *Reich-Rohrwig*, ecolex 2013, 940 (Rechtsprechungsübersicht)

OGH 31.10.1973, 1 Ob 179/73 = SZ 46/113

RIS-Justiz RS0019350

RIS-Justiz RS0019621

RIS-Justiz RS0019726

RIS-Justiz RS0023933

RIS-Justiz RS0028072

RIS-Justiz RS0028129

RIS-Justiz RS0031257

RIS-Justiz RS0049459

RIS-Justiz RS0049470

RIS-Justiz RS0058177

RIS-Justiz RS0059528

RIS-Justiz RS0059608

RIS-Justiz RS0059670

RIS-Justiz RS0059854

RIS-Justiz RS0059980

RIS-Justiz RS0060084

RIS-Justiz RS0061907

RIS-Justiz RS0104509

RIS-Justiz RS0105518

RIS-Justiz RS0105532

RIS-Justiz RS0105534

RIS-Justiz RS0105536

RIS-Justiz RS0105538

RIS-Justiz RS0105540

RIS-Justiz RS0107352

RIS-Justiz RS0112747

RIS-Justiz RS0112748

RIS-Justiz RS0113487

RIS-Justiz RS0117571

RIS-Justiz RS0118177

RIS-Justiz RS0120438

RIS-Justiz RS0121916

RIS-Justiz RS0124150

RIS-Justiz RS0128167

RIS-Justiz RS0130657

RIS-Justiz RS0132063

RIS-Justiz RS0133400

UVS Wien 22.02.2010, 06/FM/57/7999/2008

Literatur

A&O Shearman, Investment Adviser Fined $1.4 Million For Failure To Disclose SPAC Conflicts https://www.lit-wc.shearman.com/Investment-Adviser-Fined-1-Point-4-Million-For-Failure-To-Disclose-SPAC-Conflicts (abgefragt 25.06.2023).

A. Reich-Rohrwig, Aufklärungspflichten vor Vertragsabschluss (2015)

Aburumieh, Das Up-stream-Darlehen ist tot - hoch lebe das Up-stream-Darlehen!, ecolex 2020, 1073

Aburumieh/Adensamer/Foglar-Deinhardstein, Praxisleitfaden Verschmelzung (2014)

Aburumieh/Foglar-Deinhardstein, Internationale Umstrukturierungen Einlagenrückgewähr, Firmenbuchverfahren, Kapitalentsperrung, GesRZ 2010, 328

Adensamer/Eckert, Das Kollisionsrecht der grenzüberschreitenden Verschmelzung, GeS 2007, 95

Alexander, Trump's SPAC Is Screwing His Own Supporters While Enriching Wall Street Elites https://www.forbes.com/sites/danalexander/2021/10/28/trumps-spac-is-screwing-his-own-supporters-while-enriching-wall-street-elites/ (abgefragt 19.02.2024)

Aliaj, Lionsgate to carve out and list studio business in $4.6bn Spac deal https://www.ft.com/content/5ca1df59-abd9-4727-a341-ce7e1ccdf279 (abgefragt 29.12.2023)

Aliaj/Miller, Trump media company co-founders allege 'stock grab' in lawsuit https://www.ft.com/content/41486d7a-72f4-4f29-a0e0-73ed7cfa1221 (abgefragt 03.03.2024)

Aliaj/Vandevelde, Three men charged with insider trading related to Trump media Spac https://www.ft.com/content/98408a49-9d58-40cc-be97-67ac5220a127 (abgefragt 02.07.2023)

Althuber/Schopper (Hrsg), Handbuch Unternehmenskauf und Due Diligence[2] (2014)

Altmeppen (Hrsg), Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung: GmbHG[10] (2010)

Aman, „Down Stream Fusion", Verbot der Einlagenrückgewähr, Gläubigerschutz und Minderheitenrechte, RdW 1995, 292

Aman, Down Stream Fusion - verbotene Einlagenrückgewähr und Gläubigerschutz RdW 1996, 465

Andrews, SPACs: Will They Rise Again? https://www.nasdaq.com/articles/spacs-will-they-rise-again (abgefragt 12.07.2024)

Arnold, Verdeckte Gewinnausschüttung im Handelsrecht, GesRZ 1985, 86

Arnold/Romei/Politi, Diverging inflation raises prospect of rate cuts by ECB before Fed https://www.ft.com/content/3ee9dcd2-1dfb-4e71-bbeb-f3929b93334a (abgefragt 04.04.2024)

Artmann, Einlagenrückgewähr und Sicherheiten von Gesellschaftern und Dritten, ecolex 2018, 146

Artmann/Karollus (Hrsg), Kommentar zum Aktiengesetz I[5] (2011)

Artmann/Karollus (Hrsg), Kommentar zum Aktiengesetz[6] (Stand 1.9.2019, rdb.at)

Artmann/Rüffler/Torggler (Hrsg), Die Organhaftung: zwischen Ermessensentscheidung und Haftungsfalle (2013)

Artmann/Rüffler/Torggler (Hrsg), GVÖ Band 10: Unternehmensfinanzierung (2023)

Asgari, Deutsche Börse's aborted proposal to Euronext highlights Europe's IPO woes https://www.ft.com/content/56742a50-7583-4b8b-8a9e-b968e7119dd0 (abgefragt 12.12.2023)

Asgari/Smith/Douglas, In charts: why European stock markets are in crisis https://www.ft.com/content/dda0d04a-7cbb-4b84-9375-b20225f780c3 (abgefragt 03.03.2024)

Ashworth, Is the capital markets slump about to end? https://www.ft.com/content/cbff67a3-d81f-4c61-90c2-8905a37f8181 (abgefragt 25.08.2023)

Ashworth, The IPO window is open! (For some) https://www.ft.com/content/cec787b9-3621-4091-8b1b-2469fce27fd4 (abgefragt 01.08.2024)

Asif/Sabeter, Private equity firms face pressure as dry powder hits record $2.59 trillion https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/private-equity-firms-face-pressure-as-dry-powder-hits-record-2-59-trillion-79762227 (abgefragt 27.01.2024)

Assadi, Die Frage nach einer allfälligen Prospektpflicht eines Mitarbeiterkapitalbeteiligungsprogramms, ÖBA 2020, 612

Association for Financial Markets in Europe, European SPACs https://www.lw.com/admin/upload/SiteAttachments/European SPACs Guide to Regulatory Obligations 2022-3.pdf (abgefragt 11.05.2023)

Ausschuss Handelsrecht unter Mitwirkung der Ausschüsse Steuerrecht (zu Art. 16) sowie Insolvenzrecht (zu Art. 19) des Deutschen Anwaltvereins, Stellungnahme zum Entwurf eines Zukunftsfinanzierungsgesetzes, NZG 2023, 738

BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, 10 https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_modul_C.pdf?__blob=publicationFile&v=5 (abgefragt 01.05.2023)

Bafin, SPACs https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/Produkte/Aktie/SPACs/SPACs_node.html (abgefragt 13.10.2023)

BaFin, Verbot des Empfehlens und der Verleitung https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Emittentenleitfaden/Modul3/Kapitel1/Kapitel1_4/Kapitel1_4_3/kapitel1_4_3_node.html (abgefragt 01.05.2025)

Baker, Arm Listing Set to Be Turning Point for IPO Market, SoftBank https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-08-21/arm-listing-set-to-be-turning-point-for-ipo-market-softbank#xj4y7vzkg (abgefragt 25.08.2023)

Barlow/Chitwood/Ellin/Fox/Gasaway/Micheletti/Noel, De-SPAC Transaction Trends in 2023, https://www.skadden.com/-/media/files/publications/2023/06/de_spac_transaction_trends_in_2023.pdf?rev=a0def9cfccae4a3fa2b31b3efc20e548 (abgefragt 19.08.2023)

Barth, Der Zwischenschritt, GesRZ 2017, 312

Barth/Hirschler, EU Listing Act, GesRZ 2024, 136

Barth/Natlacen, Neue EU-Rechtsakte zur Stärkung der Kapitalmarktunion, GesRZ 2022, 319

Barth/Natlacen, Überarbeitung des PRIIP-Basisinformationsblattes, GesRZ 2019, 372

Barton, High redemption rates see SPACs relying on alternative financing, https://www.reuters.com/legal/transactional/high-redemption-rates-see-spacs-relying-alternative-financing-2022-01-14/ (abgefragt 08.05.2023)

Bayer, Anmerkung zu BGH, U. v. 6.3.2012 – II ZR 56/10 – (Zur Haftung bei unterbliebener Offenlegung der wirtschaftlichen Neugründung einer GmbH), EWiR 2012, 347

Bayliss, Explainer: How Bill Ackman's SPARC differs from a SPAC https://www.reuters.com/markets/deals/how-bill-ackmans-sparc-differs-spac-2023-10-02/ (abgefragt 21.10.2023)

Bazerman/Patel, SPACS: What you need to know https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know (abgefragt 05.05.2023)

Behrens, Anerkennung, internationale Sitzverlegung und grenzüberschreitende Umstrukturierung von Gesellschaften nach dem Centros-Urteil des EuGH, JBl 2001, 341

Berghuber, Die innerstaatliche grenzüberschreitende Verschmelzung, GesRZ 2024, 304

Berghuber, Grenzüberschreitende Umgründung: Gläubiger vs Organmitglied, GES 2024, 224

Bergmann/Kalss (Hrsg), Rechtsformwahl (2020)

Bergmann/Ratka (Hrsg), Handbuch Personengesellschaften (2016)

BGH 8.1.2019, II ZR 364/18, GesRZ 2019, 280 (*Milchrahm*)

Bhandari/Basil, Autonomous truck startup Plus to go public in $1.2 billion deal with Michael Klein-backed SPAC https://www.reuters.com/technology/self-driving-startup-plus-go-public-through-12-billion-spac-deal-2025-06-05/ (abgefragt 07.06.2025)

Birkner (Hrsg), Handbuch Übernahmerecht (2012)

Blocher/Gelter/Pucher (Hrsg), Festschrift Christian Nowotny (2015)

Böhler, Nichtigkeit des Geschäfts bei verdeckter Einlagenrückgewähr?, ÖBA 2004, 433

Börse Frankfurt, https://www.boerse-frankfurt.de/aktien/most-traded/DE0008469008/XETR (abgefragt 08.12.2023)

Börse Frankfurt, SPACs - alternative form of financing and investment, https://www.boerse-frankfurt.de/spacs (abgefragt 02.01.2023)

Braumann, Gewinnscheine und Anlegerschutz, ÖBA 1984, 397

Brauneis/Rohner, Marktreaktionen auf Eigengeschäfte von Führungskräften am Österreichischen Kapitalmarkt, ÖBA 2019, 178

Breuer/Hartmann/Kleefisch, Finanzinnovationen der Fremdfinanzierung, ÖBA 2003, 277

Brugger, Aktuelles zur Satzungsstrenge nach OGH 6 Ob 28/13f, NZ 2014, 145

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

Brugger, Unternehmenserwerb[2] (Stand 1.10.2020, rdb.at)

Bundesregierung, Zukunftsfinanzierungsgesetz – Wichtiger Impuls für neues Wachstum, https://www.bundesregierung.de/breg-de/aktuelles/zukunftsfinanzierungsgesetz-2213554 (abgefragt 24.08.2023)

Burtscher, Materielle Insichgeschäfte im Zivil- und Gesellschaftsrecht, ÖBA 2019, 901

Buttars-Redeen/Weidinger, Besonderheiten in Rechnungslegung und Prüfung bei SPAC-Transaktionen, BB 2021, 1963

Cameron, Decline and Fall https://www.ibanet.org/Decline-and-fall (abgefragt 28.10.2023)

Capolaghi/Farooqui, SPACs: is the party over? https://www.ey.com/en_lu/private-equity/spacs--is-the-party-over- (abgefragt 02.05.2023)

Casper, Das Zukunftsfinanzierungsgesetz, ZHR 2023, 5

CFA Institute, The new age of Special Purpose Acquisition Companies, 9 https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/cfa-spac-investors.pdf (abgefragt 08.05.2023)

Clarfelt, Companies rush to take advantage of sharp drop in borrowing costs https://www.ft.com/content/79720397-7383-45f6-b364-fecdd6391e88 (abgefragt 12.12.2023)

C*lifford Chance*, SPACs in Europe https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2021/02/spacs-in-europe.pdf (abgefragt 08.12.2023)

Coben, Spacs are hot again, and even Goldman wants a piece of the action https://www.ft.com/content/d1eaef78-2ca5-4c24-aea6-4dbed31a7dd8 (abgefragt 19.06.2025)

Coben, The King of Spacs is back https://www.ft.com/content/e859c75e-26b0-41a3-a278-8c649178ec77 (abgefragt 24.06.2025)

Cohan, Investors should beware a revival of Spacs https://www.ft.com/content/97607124-3e87-403c-b270-1da3e16c6928 (abgefragt 11.08.2024)

Cohan, The Spac bubble and bust is one for the history books https://www.ft.com/content/83f0feba-5168-44da-90d7-b0aa11030cf0 (abgefragt 23.11.2023)

Cohen, New SEC rules on Spacs shut the barn door after horses have bolted https://www.ft.com/content/1247fb93-f466-4fbf-96d9-9af91eb24b69 (abgefragt 30.01.2024)

Cohen, Scrutinising the UK's new "match fit" listing rule book, https://www.ft.com/content/29da6ddd-16e7-46da-b45f-79531bfce644 (abgefragt 04.01.2024)

Coletti/Horton/Inness/Poon, Capital Markets, Professional Perspective - Recent Trends for European SPACs, https://www.bloomberglaw.com/external/document/XCDK8CS000000/capital-markets-professional-perspective-recent-trends-for-europ (abgefragt 02.05.2023=

Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: A Capital Markets Union for people and businesses-new action plan, COM/2020/590 final

Courvoisier, Special Purpose Acquisition Companies https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=2f43b77f-b0b4-474a-b80a-dcbf3f131d1b (abgefragt 07.10.2023)

Croma Pharma, Croma-Pharma bleibt vorerst österreichisches Privatunternehmen https://www.ots.at/presseaussendung/OTS_20230810_OTS0028/croma-pharma-bleibt-vorerst-oesterreichisches-privatunternehmen (abgefragt 20.12.2023)

Crook, The Spac trap has been reset, not eliminated https://www.ft.com/content/712cfa06-ff8c-4fea-848c-eaf1c5965458 (abgefragt 06.04.2025)

D'Alvia, From Darkness to Light: A Comparative Study of Special Purpose Acquisition Companies in the European Union, the UK, and the US, Cambridge Yearbook of European Legal Studies (2022) https://www.cambridge.org/core/journals/cambridge-yearbook-of-european-legal-studies/article/from-darkness-to-light-a-comparative-study-of-special-purpose-acquisition-companies-in-the-european-union-the-uk-and-the-us/2A6464EC1117864ACD604B5E046A6916 (abgefragt 21.12.2023)

Damböck/Hecht, OGH: Allgemeine Kapitalerhaltungsgrundsätze gelten bei Verschmelzung!, GBU 2000, 8

de la Merced, Bill Ackman drops SPAC deal with Universal Music https://www.nytimes.com/2021/07/19/business/bill-ackman-universal-music.html (abgefragt 10.08.2024)

Dellinger (Hrsg), Bankwesengesetz – Kommentar (8. Lfg 2016)

Dellinger (Hrsg), Bankwesengesetz – Kommentar (12. Lfg 2024)

Dellinger, Quo vadis Kridahaftung, ecolex 1990, 341

Dellinger, Vorstands- und Geschäftsführerhaftung im Insolvenzfall (1991)

Dempsey, Marex files for US listing in blow to London stock market https://www.ft.com/content/3f07e35d-9f1d-4736-b0f3-d3114fe9693f (abgefragt 09.12.2023)

Der Standard, Europas größte Börsenhülle Pegasus Europe gibt auf, die Flops mehren sich, https://www.derstandard.at/story/2000145427081/europas-groesste-boersenhuellepegasus-europe-gibt-auf-die-flops-mehren-sich?ref=rec (abgefragt 19.08.2023)

Deutsche Börse, Special Purpose Acquisition Companies (SPAC), https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-de/primary-market/going-public/listing-trends/SPAC (abgefragt 05.01.2023)

Deutscher Bundestag, Bundestag billigt das Zukunftsfinanzierungsgesetz https://www.bundestag.de/dokumente/textarchiv/2023/kw46-de-zukunftsfinanzierungsgesetz-976556 (abgefragt 23.11.2023)

Diregger, Prospekthaftung, GesRZ 2011, 251

Diregger/Eigner, Das freiwillige Delisting vom Amtlichen Handel, ÖBA 2018, 850

Doralt, Shareholder Value und Stakeholder Value, ÖBA 2000, 639

Doralt/Nowotny/Kalss (Hrsg), AktG[3] (Stand 1.6.2021, rdb.at)

DORDA, DORDA begleitet erfolgreichen Wachstumskurs von Croma-Pharma mit erster De-Spac-Transaktion in Österreich, https://www.dorda.at/news/dorda-begleitet-erfolgreichen-wachstumskurs-von-croma-pharma-mit-erster-de-spac-transaktion (abgefragt 05.01.2023)

Drobnik/Mayer, Differenzhaftung bei Verschmelzung und nomineller Kapitalerhöhung, RdW 2019, 445

Drobnik/Torggler, Veräußerung des GmbH-Vermögens, übertragende Auflösung und Holzmüller/Gelatine (Teil I), RdW 2020, 420

E. Gruber/Foglar-Deinhardstein, Satzungsstrenge und neue Spielräume für "autonome" Satzungsbestimmungen, GesRZ 2014, 73

Ebner/Nicolussi, Anlegerschutz nach der Prospektverordnung und dem KMG 2019, VbR 2019, 200

Eckert, Die Verschmelzung nach dem EU-UmgrG, GesRZ 2023, 292

Eckert, Internationales Gesellschaftsrecht (2010)

Eckert/Schopper (Hrsg), AktG-ON Kommentar zum Aktiengesetz[1.00] (Stand 1.7.2021, rdb.at)

Edelmann, Statutarische Vorkaufsrechte bei nicht börsenotierten AG - Besprechung der OGH-E 6 Ob 28/13f, ecolex 2013, 706

Edelmann/Winner, Das Delisting nach dem BörseG 2018, ZFR 2017, 375

Elsner/Hössl/U.Torggler, Die Satzungsstrenge: Leitbild und Realität der AG, GesRZ 2017, 78

Endter/Degen/Turcinov, Diesmal gekommen, um zu bleiben? SPACs im Jahr 2021, BWP 2021, 34

Enriques, A Harmonized European Company Law: Are We There Already?, ICLQ 2017, 763

Enzinger, Anwendbarkeit des § 48 GmbHG auf schuldrechtliche Ersatzansprüche der GmbH aufgrund eines behaupteten Verstoßes gegen Bestimmungen eines Syndikatsvertrages, GesRZ 2010, 49

Erbler, Der Gang an die Börse -Vorbereitung eines IPO und Börsezulassung, ecolex 2008, 962

Erman (Hrsg), BGB[17] (2023)

ESMA, Consultation Paper Draft guidelines on the Market Abuse Regulation, ESMA/2016/162

ESMA, ESMA update of the CESR recommendations, ESMA/2013/319

ESMA, ESMA-Leitlinien zu komplexen Schuldtiteln und strukturierten Einlagen, ESMA/2015/1787

ESMA, Public Statement - SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations, ESMA32-384-5209

ESMA, Questions and Answers Application of the AIFMD ESMA34-32-352, 14. Juni 2023 abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-32-352_qa_aifmd.pdf.

Europäische Kommission, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien in Gesellschaften, die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt beantragen, COM/2022/761 final

European Commission, Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive (EU) 2017/1132 as regards the use of digital tools and processes in company law and Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive (EU) 2017/1132 as regards cross-border conversions, mergers and divisions COM(2018)141, 25 April 2018

European Commission, Key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs) https://finance.ec.europa.eu/consumer-finance-and-payments/retail-financial-services/key-information-documents-packaged-retail-and-insurance-based-investment-products-priips_en (abgefragt 11.05.2023)

European Parlament, Cross-border mergers, divisions and transfers of seat: Is there a need to legislate?, PE 556.960, Juni 2016

Everson, Trump Media Executives Launch New SPAC Seeking $179 Million—And Target Crypto, Defense Sectors https://www.forbes.com/sites/zacheverson/2025/03/19/trump-media-spac-renatus-tactical-nunes-swider-ipo/ (abgefragt 06.04.2025)

Extrajournal, Croma-Pharma macht SPAC-Deal: Die Kanzleien, https://extrajournal.net/2022/12/30/croma-pharma-macht-spac-deal-die-kanzleien/ (abgefragt 05.01.2023)

Fagan/Levmore, SPACS, PIPES, and Common Investors, 25 U. Penn. J. Bus. L. 2022, 1

Farrell, Wall Street's Riskiest Stock Deals Are Back, With a Trump Bump https://www.nytimes.com/2025/05/19/business/trump-spac-deals.html (abgefragt 24.05.2025)

Fasching/Stepan, Das Phänomen SPACs (Teil I), ecolex 2022, 452

Fasching/Stepan, Das Phänomen von SPACs (Teil II), ecolex 2022, 623

FCA, FCA proposes to simplify rules to help encourage companies to list in the UK https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-proposes-simplify-rules-help-encourage-companies-list-uk (abgefragt 09.12.2023)

FCA, Policy Statement PS24/6, Primary Markets Effectiveness https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps24-6.pdf (abgefragt 21.07.2024)

FCA, PRIIPs – Scope Rules and amendments to Regulatory Technical Standards, PS22/2 (March 2022) https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps22-2.pdf.

Feeley, Trump Sues Truth Social Company Co-Founders to Zero Them Out https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-04-02/trump-sues-co-founders-of-truth-social-media-company-over-shares (abgefragt 03.04.2024)

Feltl (Hrsg), GmbHG (Stand 1.2.2022, rdb.at)

Feltl, Die Zielvorgaben des § 70 Abs 1 AktG ecolex 2011, 533

Fida, Mehrzuteilung und "Greenshoe"-Option aus gesellschafts- und kapitalmarktrechtlicher Sicht, ÖBA 2005, 43

Fidler, Beteiligungsfinanzierung, verbotene Einlagenrückgewähr und akzessorische Kreditsicherheiten, ÖBA 2018, 600

Fildes, Australia moves to speed up IPO process to counter listings slump https://www.ft.com/content/4891ca45-a1fd-457a-93b8-aba6e05bea7a (abgefragt 10.06.2025)

Financial Times, Arrival/Spac: desperate companies need desperate financial engineering, https://www.ft.com/content/c1c176cc-e8dc-44dd-bb9b-f7bf942df3ed (abgefragt 03.05.2023)

Financial Times, How a failed retailer and a tax shield can create an accidental Spac https://www.ft.com/content/c2d0f05e-60b6-434f-9200-eb5719f2e234 (abgefragt 19.02.2024)

Financial Times, Lordstown Motors: EV maker's ruin is among Spac blowbacks that will endure https://www.ft.com/content/57d42eca-b566-4ce0-942c-1bbabebf6e01 (abgefragt 02.07.2023)

Financial Times, Private equity is more stuck than ever — and secondaries will benefit https://www.ft.com/content/35b0c461-cf6d-49f0-a541-b798415c0c5b (abgefragt 24.05.2025)

Financial Times, Private equity needs a new IPO playbook https://www.ft.com/content/424d1eee-80da-4b26-818f-7ea32256d680 (abgefragt 24.05.2025)

Fink/Haiss, Der Finanzplatz Wien im Wettbewerb mit der Finanzmarktreform in Zentraleuropa, ÖBA 1999, 133

Fleischer, Mitwirkungsbefugnisse der Aktionäre bei Struktur-, Vergütungs- und Personalentscheidungen in Deutschland, Österreich und der Schweiz, GesRZ 2010, 193

FMA, AIF & Verwalter Alternativer Investmentfonds https://www.fma.gv.at/investmentfonds-und-verwaltungsgesellschaften/aif-verwalter-alternativer-investmentfonds/ (abgefragt 09.12.2023)

FMA, Information für Konzessionswerber, https://www.fma.gv.at/finanzdienstleister/wertpapierdienstleister/information-fuer-konzessionswerber/ (abgefragt 18.09.2024)

Fochtmann-Tischler/*Schubert*/*Bulajcsik*/*Stanek*, Austria: Introducing a new type of legal entity - The flexible company https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=b64f5c4c-de24-444f-8232-9f8758a22ca5&utm_source=Lexology+Daily+Newsfeed&utm_medium=HTML+email+-+Body+-+General+section&utm_campaign=Lexology+subscriber+daily+feed&utm_content=Lexology+Daily+Newsfeed+2023-12-27&utm_term= (abgefragt 28.12.2023)

Foglar-Deinhardstein (Hrsg), Handbuch Verdeckte Gewinnausschüttung (2019)

Foglar-Deinhardstein, Anmerkungen zum (grenzüberschreitenden) Triangular Merger, GesRZ 2012, 326

Foglar-Deinhardstein, Einlagenrückgewähr: Unechte Dritte und Umfang der Nichtigkeit?, ÖJZ 2019, 938

Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer (Hrsg), GmbHG[2] (2024)

Forst, EHC sichert sich mit Sullivan und Schönherr Croma-Pharma, https://www.juve.de/deals/ehc-sichert-sich-mit-sullivan-und-schoenherr-croma-pharma/ abgefragt 29.01.2023)

Franklin/Aliaj, US mortgage lender Better to go public after 'arduous' two years, https://www.ft.com/content/d655005d-01c0-4a04-af00-0fd0e91e4981 (abgefragt 25.08.2023)

Frenz, Zusagen in der Fusionskontrolle, EWS 2015, 79

Frey, Corporate Crossing (2007)

Frotz, Grundsätzliches zur Haftung von Gesellschaftsorganen und für Gesellschaftsorgane, GesRZ 1982, 103

G. Nowotny, Umgründungsrecht wohin? oder Der Hilferuf eines Firmenbuchrichters, ecolex 2000, 116

Gabler Bankenlexikon, https://www.gabler-banklexikon.de/definition/umtauschanleihe-62170 (abgefragt 06.09.2023)

Gaedke/Kroc/Lugger/Pinter/Stadler (Hrsg), Erfolgsfaktor Betriebswirtschaft[3] (2017) URG-Kennzahlen

Gaggl/Sigari-Majd, Abänderung von Stimmverboten durch den Gesellschaftsvertrag, ecolex 2003, 338

Gall/Kainberger, Aktuelle Fragen der Transaktionsstrukturierung im Lichte der Judikatur des OGH zur Einlagenrückgewähr, GesRZ 2014, 217

Gandel, Morgan Stanley hands new leaders tens of millions in restricted stock https://www.ft.com/content/c5362223-1ce8-489c-8207-a0bd1985ed70 (abgefragt 28.10.2023)

Gara/Aliaj, Donald Trump's $10bn media group sinks 21% after disclosing widening losses https://www.ft.com/content/3518b416-bdb0-49c3-9231-37d84d837933 (abgefragt 03.04.2024)

Gara/Aliaj/Stacey/McDougall, Donald Trump has $4.6bn stake in social media group after market debut https://www.ft.com/content/99f713a5-71fa-4a28-b1ee-5b6f8998887e (abgefragt 02.04.2024)

Gara/Haverstock/Klebnikov, How SPACs became Wall Street's money tree https://www.forbes.com/sites/antoinegara/2020/11/19/the-looming-spac-meltdown/ (abgefragt 24.02.2024)

Gara/Levingston/Louch, Private equity groups hunt for new exit strategies as cash piles up https://www.ft.com/content/079ccde6-3c3d-4791-953b-6e3e8203ef12 (abgefragt 27.01.2024)

Gara/Platt/Louch, Private equity: higher rates start to pummel dealmakers https://www.ft.com/content/8b4a5df6-7f6d-480f-8d20-55793854c37e (abgefragt 01.11.2023)

Garen, Executive Compensation and Principal-Agent Theory, Journal of Political Economy 1994, 1175

Gassner/Hable, Grenzüberschreitende Verschmelzungen nach dem EU-VerschG –Eindrücke aus der Praxis, GES 2009, 168

Gehling, „Obligationsähnliche Genussrechte": Genussrechte oder Obligation?, WM 1992, 1093

Geier, Referentenentwurf eines Zukunftsfinanzierungsgesetzes - geeignetes Instrument zur Sicherung des Wohlstands?, BB 2023 H 20, I

Gellis (Hrsg), Kommentar zum GmbH-Gesetz[7] (2009)

Gerring/Schwartz, IPO activity still slow in 1H 2023, but market conditions are improving https://www.ey.com/en_us/ipo/1h-2023-ipo-market-trends (abgefragt 26.08.2023)

Geßler/Hefermehl/Eckhardt/Kropff (Hrsg), Aktiengesetz[11] (1986)

Geurts, SPAC - nur ein schneller Zugang zum Kapitalmarkt?, RdF 2023, 172

Geyer/Schelm, Das neue europäische Prospektrecht - ein Überblick aus Sicht der Praxis, BB 2019, 1731

Goette/Habersack/Kalss (Hrsg), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz AktG[4] (2016)

Goette/Habersack/Kalss (Hrsg), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz AktG[5] (2019)

Goldfarb, SPAC shell games will keep hiding the ball https://www.reuters.com/breakingviews/spac-shell-games-will-keep-hiding-ball-2023-10-05/ (abgefragt 08.10.2023)

Gordon/Mechanic/Moore/Riccardi/Coie, M&A, Professional Perspective - SEC's Proposed SPAC Rules & Market Reaction https://www.bloomberglaw.com/external/document/XADAEFPO000000/m-a-professional-perspective-sec-s-proposed-spac-rules-market-re (abgefragt 27.01.2024)

Gorzala, IPO "light", ÖBA 2019, 835

Gratzl/Hausmaninger/Justich (Hrsg), Handbuch zur Aktiengesellschaft[2] (2016)

Grigoleit (Hrsg), Aktiengesetz[2] (2020)

Grobe/Müller/Rau, Rapide Skalierung von Tech-Start-ups - Systemische Grenzen des deutschen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts sowie Potenziale durch das ZuFinG, BB 2024, 259

Grössbacher/Breitenfeldt, M&A in den USA: Unterschiede zwischen Share Deal und Asset Deal, VWT 2019, 284

Grossmayer, Einlagenrückgewähr - drei aktuelle Entscheidungen, ecolex 2013, 951

Gruber (Hrsg), Börsegesetz/Marktmissbrauchsverordnung (Stand 1.7.2020, rdb.at)

Gruber, Sind Unternehmensanleihen PRIPs?, wbl 2020, 199

Gruber/Harrer (Hrsg), GmbHG[2] (2018)

Grünwald/Schummer/Zollner (Hrsg), Festschrift für Waldemar Jud (2012)

Günther, Special Purpose Acquisition Companies und die Ineffizienz des Kapitalsystems (2021)

Haberer, Anm zu BGH II ZR 104/07, GES 2008, 317

Haberer, Zwingendes Kapitalgesellschaftsrecht Rechtfertigung und Grenzen (2009)

Haberer/Krejci (Hrsg), Konzernrecht (Stand 1.7.2016)

Habersack/Casper/Löbbe (Hrsg), GmbHG Großkommentar[3] (2019)

Hainz/Krejci (Hrsg), Festschrift für Johannes Reich-Rohrwig zum 60. Geburtstag (2014)

Hall, What You Need to Know About Stock Options, https://hbr.org/2000/03/what-you-need-to-know-about-stock-options (abgefragt 21.05.2023)

Hammond, US venture capital fundraising hits a 6-year low https://www.ft.com/content/cfb186c8-22f4-4a82-b262-f4380a5d82b8 (abgefragt 05.01.2024)

Hammond/Rubenstein, SPACs struggle amid regulatory uncertainty and volatile markets, https://www.whitecase.com/insight-our-thinking/us-ma-fy-2022-spacs-struggle-regulatory (abgefragt 02.05.2023)

Harrer/Neumayr/Told (Hrsg), Organhaftung (2022)

Harrer/Portmann/Zäch (Hrsg), Festschrift für Heinrich Honsell zum 60. Geburtstag (2002)

Harrer/Rüffler/Schima (Hrsg), Festschrift für Hans-Georg Koppensteiner zum 80. Geburtstag (2016)

Hartlieb, Das Handelsverbot des Art 19 Abs 11 MarktmissbrauchsVO (MAR) – zum Umgang mit Informationsvorsprüngen von Führungskräften, wbl 2019, 661

Hartlieb, Der Schutz besonderer Gläubiger in der Umstrukturierung der AG, 117

Hartlieb/Simonishvili, Directors‘ Dealings nach der Marktmissbrauchsverordnung, ZFR 2015, 61

Hartlieb/Zollner, Sanierungsfusionen, ecolex 2015, 970

Hartmann/Raptis, Die EU-Prospektverordnung - ein Überblick, ZFR 2019, 502

Hasenauer/Ebner, EU Listing Act: Änderungen bei der Ad-hoc-Publizität, GesRZ 2024, 290

Hausmaninger/Gratzl/Justich (Hrsg), Handbuch Aktiengesellschaft[2] (2016)

Heeter/Levingston, US drives rebound in global M&A deals https://www.ft.com/content/60762c47-f6f5-4355-b232-bd1b42e77773 (abgefragt 12.07.2024)

Heinrich, Stimmverbote in Aufsichtsrat und Vorstand, GesRZ 2020, 13

Heiser, Haftung von Organen von Kapitalgesellschaften (Teil I) CFO aktuell 2009, 264

Hekele/Durstberger, Erleichterungen bei Anteilsübertragungen durch das FlexKapGG? - Anwaltsurkunde und Interessenkonflikt, ecolex 2023, 1022

Helbich/Wiesner/Bruckner (Hrsg), Handbuch Umgründungen[5] (2005)

Hell, The SPACs are back, BKR 2021, 26

Herbst-Bayliss, Explainer: How Bill Ackman's SPARC differs from a SPAC https://www.reuters.com/markets/deals/how-bill-ackmans-sparc-differs-spac-2023-10-02/ (abgefragt 21.10.2023)

Heronymus, Investieren in eine Blackbox https://www.zeit.de/wirtschaft/2021-03/spac-boerse-investment-aktienmarkt-trend (abgefragt 08.10.2023)

Hirschler, Gläubigerschutz bei grenzüberschreitenden Verschmelzungen, GesRZ 2023, 299

Hirt, Die perfekte Post-Merger-Integration: Planungs- und Umsetzungsphase (Teil II), CFOaktuell 2015, 105

Hirte/Mülbert/Roth (Hrsg), Aktiengesetz Großkommentar[5] (2015)

HM Treasury, UK Listings Review, https://www.gov.uk/government/publications/uk-listings-review (abgefragt 02.01.2025)

Hochenberg/Primoff/Usgaonkar, End-of-Life Options for Ex-SPACS, The Review of Securities and Commodities Regulation 2023, Vol 56 No 12

Hoffmann, 2024 Sees Reawakened Global M&A Activity https://www.nasdaq.com/articles/2024-sees-reawakened-global-ma-activity (abgefragt 13.07.2024)

Hoffmann-Becking/Austmann (Hrsg), Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts[4] (2014)

Hölters (Hrsg), Aktiengesetz[3] (2017)

Holzki, Ferienhausplattform Hometogo kann an der Frankfurter Börse starten, https://www.handelsblatt.com/technik/it-internet/spac-in-deutschland-ferienhausplattform-hometogo-kann-an-der-frankfurter-boerse-starten/27607200.html (abgefragt 02.05.2023)

Hook, Miner ACG to raise $300mn in test of London's capital markets https://www.ft.com/content/5ddfda0e-2fd1-4e0c-994d-159c79d83d90 (abgefragt 02.07.2023)

Höpfel/Ratz (Hrsg), Wiener Kommentar zum Strafgesetzbuch[2] (Stand 1.3.2025, rdb.at)

Hopkins/Howard/Kelly, M&A in the current economic and geopolitical climate, https://iclg.com/practice-areas/mergers-and-acquisitions-laws-and-regulations/01-manda-in-the-current-economic-and-geopolitical-environment?utm_source=GatorMail&utm_medium=email&utm_campaign=Practice+Spotlight+M%26A+-+19%2f07&utm_term=Mergers+and+acquisitions+in+the+current+economic+and+geopolitic

al+environment&utm_content=163214&gator_td=m86gPcJ2hQml4kWutDe25tD7QJfgLRv3Ot3WN3oV0CA6ViVvoz9bnhOE8jZaf5b%2flODKa7BmVs%2fmY5LxvT8b3ZkwBjrgyHwW0kS7ZstxAfGIpX911xed91QKJnkh8phwo6GJnDnEcdT5rRq51wtoC1lXVfNTYCvBBCvulFzAH3eQ3UggrJf2TnQkojo9Udaer0zhmnt5AR5vV1wcsRQowyZNHKxl6jfmhZ5OMyqfhOU%3d (abgefragt 01.05.2024)

Hopt, M&A, Due Diligence und Kautelarpraxis, ZHR 2022, 7

Hopt/Roth/Peddinghaus/Kort (Hrsg), Aktiengesetz (2006)

Hu/Parry/Rubinstein, 2021: A Spectacular Year for SPACs https://corpgov.law.harvard.edu/2022/02/17/2021-a-spectacular-year-for-spacs/ (abgefragt 05.01.2023)

Hubner, Gläubigerschutz bei grenzüberschreitenden Umgründungen nach dem EU-Umgründungsgesetz, GES 2023, 115

Huemer, Scheingeschäfte im Gesellschaftsrecht, GRAU 2021, 100

Hüffer/Koch (Hrsg), Kommentar zum Aktiengesetz [13] (2018)

Hüffer/Koch (Hrsg), Kommentar zum Aktiengesetz [15] (2021)

Hüffer/Koch (Hrsg), Kommentar zum Aktiengesetz[12] (2016)

Hügel, Verschmelzung und Einbringung: Unternehmensübertragung auf verbandsrechtlicher Grundlage im österreichischen und deutschen Gesellschafts-, Bilanz- und Ertragsteuerrecht der Kapitalgesellschaften (1993)

Hughes/Chen/Megaw, 'Cornerstone' investors prop up US IPOs in shaky market https://www.ft.com/content/29138009-8c4b-45af-965e-ade4129f7b9b (abgefragt 25.08.2023)

Indaap/Platt/Oliver, WeWork files for bankruptcy amid office market downturn https://www.ft.com/content/775ec01c-1f57-4105-bbc2-b048865056f7 (abgefragt 23.01.2024)

INSEAD, Global Innovation Index 2021: Innovation investments resilient despite Covid-19 pandemic; Switzerland, Sweden, U.S., U.K. and the Republic of Korea lead ranking; China edges closer to top 10 https://www.insead.edu/newsroom/2021-global-innovation-index-2021-innovation-investments-resilient-despite-covid-19-pandemic (abgefragt 10.07.2023)

J. Reich-Rohrwig, GmbH-Recht I[2] (1996)

J. Reich-Rohrwig, Verschmelzung von SPAC mit Target - zulässig oder unzulässig?, ecolex 2022, 628

J. Reich-Rohrwig/Zimmermann, Haftung der Geschäftsleiter: Beweislast, Dokumentationspflichten, Einsichts- und Zurückbehaltungsrechte, ecolex 2014, 964

Jabornegg/Strasser (Hrsg), Kommentar zum Aktiengesetz[4] (2003)

Jabornegg/Strasser (Hrsg), Kommentar zum Aktiengesetz[5] (2011)

Jaeger/Stöger (Hrsg), Kommentar zu EUV/AEUV (Stand 1.10.2018, rdb.at)

Jaritz, Wandeldarlehen bei der GmbH, ecolex 2025, 344

Jaufer, Das Unternehmen in der Krise[4] (2022), 306

Jennewein, Verschmelzung up und down ist nicht dasselbe – Antwort auf Umlauft, NZ 2014,109, GesRZ 2014, 175

Jiménez, Trump's SPAC soars in stock market before merger with Truth Social https://english.elpais.com/economy-and-business/2024-02-16/trumps-spac-soars-in-stock-market-before-merger-with-truth-social.html# (abgefragt 19.02.2024)

Jones, Britain grapples for agreement over listing rules overhaul https://www.reuters.com/world/uk/britain-grapples-agreement-over-listing-rules-overhaul-2023-09-25/ (abgefragt 09.12.2023)

Jopson/Muela, Spain eases rules in bid to stop IPOs being derailed by market turmoil https://www.ft.com/content/6a9a438b-a74b-4d86-8331-5ff0bd091e6b (abgefragt 24.05.2025)

Joseph, Ackman's SPARC is seeking new deals with private companies https://www.reuters.com/markets/deals/ackmans-sparc-is-seeking-new-deals-with-private-companies-2023-10-01/ (abgefragt 10.01.2024)

Joser, Naked Warrants als Finanzierungsalternative am Beispiel einer SPAC-AG Handlungsbedarf im deutschen Aktienrecht?, NZG 2022, 991

Just, Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) – Börsengang durch die Hintertür?, ZIP 2009, 1699

K. Schmidt, Gesellschaftsrecht[4] (2002)

K. Schmidt/Lutter (Hrsg), AktG[4] (2020)

K. Schmidt/Lutter (Hrsg), AktG[3] (2015)

K. Schmidt/Lutter (Hrsg), AktG[5] (2024)

Kainz, „Special Purpose Acquisition Vehicle" als IPO-Möglichkeit, Börsenkurier 2021, https://www.wienerborse.at/news/wiener-boerse-news/spacs-im-anflug-auf-die-boersen/ (abgefragt 02.05.2023)

Kalss, Kernaktionäre: Europäische Anerkennung für die Garanten eines attraktiven Standortes, GesRZ 2021, 337

Kalss, Reform des Aktienrechts - Nutzen wir die dritte Chance!, ecolex 2022, 98

Kalss (Hrsg), Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung, einschließlich internationale Verschmelzung und Gesellschafterausschluss[3] (Stand 1.7.2021, rdb.at)

Kalss/Frotz/Schörghofer (Hrsg), Handbuch für den Vorstand (2017)

Kalss/Hasenauer, Ad-hoc-Publizität bei Beteiligungs- und Unternehmenstransaktionen, GesRZ 2010, 301

Kalss/Nowotny/Schauer, Österreichisches Gesellschaftsrecht[2] (Stand 1.6.2017, rdb.at)

Kalss/Oppitz/Schörghofer, Vorstand und Aufsichtsrat (Stand 1.11.2019, rdb.at)

Kalss/Oppitz/Torggler/Winner (Hrsg), Börsegesetz und Marktmissbrauchsverordnung (Stand 1.8.2019, rdb.at)

Kalss/Oppitz/Zollner (Hrsg), Kapitalmarktrecht[2] (2015)

Kalss/Rüffler (Hrsg), GmbH-Konzernrecht (2003)

Kalss/Torggler (Hrsg), Wiener Unternehmensrechtstag Band 9: Reform des Gesellschaftsrechts (2022)

Kalss/U. Torggler (Hrsg), Einlagenrückgewähr (2014)

Kammel, Die Publizitätsvorschriften des KMG und InvFG, ZFR 2008, 182

Kammel, PRIIP-Verordnung – über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte, ÖBA 2021, 64

Kammel/Steidl, Ein Wagniskapitalfondsgesetz für Österreich - dringende Notwendigkeit oder Wagnis?, ÖBA 2023, 492

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

Karollus, Debt Push Down bei der Akquisitionsfinanzierung, Verbot der Einlagenrückgewähr und Finanzierungsverbot, ecolex 2022, 868

Karollus, Gesellschaftsrechtliche Verantwortlichkeit von Bankorganen bei Kredit- und Sanierungsentscheidungen – zugleich ein Beitrag zur Business Judgment Rule (§ 84 Abs 1a AktG und § 25 Abs 1a GmbHG), ÖBA 2016, 252

Karollus, Holzmüller/Gelatine-Grundsätze und Beteiligungserwerb, Aufsichtsrataktuell 2024, 143

Karollus, Neues zur Konkursverschleppungshaftung und zur Haftung aus culpa in contrahendo, ÖBA 1995, 7

Karollus, Zur Reichweite der Nichtigkeitssanktion bei verdeckten Gewinnausschüttungen ecolex 2008, 47

Kary, Viel Wirbel um die flexible Kapitalgesellschaft, Die Presse - Recht 2022, 18

Kaserer, EU Listing Act - Gute Nachrichten für Wachstumsunternehmen, BB 2023 H 25, I

Kastner/Doralt/Nowotny (Hrsg), Grundriß des österreichischen Gesellschaftsrechts[5] (1990)

Kepplinger, Grenzüberschreitende Verschmelzungen, zulässig - aber undurchführbar?, wbl 2000, 485

Khanna, The IPO is broken: How SPACS are redefining the road to going public https://www.nortonrosefulbright.com/en-gb/knowledge/publications/78e804ee/the-ipo-is-broken-how-spacs-are-redefining-the-road-to-going-public (abgefragt 01.05.2025)

Kinsky/Kurz, Finanzierungsrunden bei der Flexiblen Kapitalgesellschaft, ecolex 2023, 911

Klampfl, Anwendbares Recht und Schutz von Gläubigern bei der grenzüberschreitenden Verschmelzung, GesRZ 2016, 228

Klausner/Ohlrogge, Was the SPAC Crash Predictable?, 40 Yale J. on Regul. 2023, 101

Klausner/Ohlrogge/Ruan, A Sober Look at SPACs, 39 Yale J. on Regul. 2022, 228

Knauth, WeWork explores bankruptcy loan options amid landlord dispute https://www.reuters.com/business/wework-explores-bankruptcy-loan-options-amid-landlord-dispute-2024-02-05/ (abgefragt 24.02.2024)

Knötzl/Schacherreiter/Schopper, Der Rückschaufehler bei der richterlichen Urteilsfindung im Schadenersatzprozess, JBl 2017, 2

Koch-Schulte, Management in M&A-Transaktionen, BB 2020, 1131

Kodek, Jahrbuch Wirtschaftsrecht und Organverantwortlichkeit (2011)

König/Schwarzinger (Hrsg), Festschrift für Werner Wiesner zum 65. Geburtstag (2004)

Koppensteiner, Gläubigerschutz bei der übertragenden Umwandlung nach § 2 UmwG, ecolex 2023, 410

Koppensteiner, Neues zur „Existenzvernichtungshaftung“, JBl 2008, 749

Koppensteiner, Satzungsbegleitende Nebenvereinbarungen in der GmbH, GesRZ 2021, 216

Koppensteiner, Überbewertung von Vermögen bei der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, wbl 2015, 1

Koppensteiner, Überbewertung von Vermögen bei der Verschmelzung, wbl 2014, 678

Koppensteiner, Verschmelzung und Vermögensbindung, wbl 1999, 333

Koppensteiner, Wider ungeschriebene Zuständigkeiten der Hauptversammlung, GES 2022, 232

Koppensteiner, Zur Außenhaftung von Geschäftsführern und Vorständen, GES 2015, 379

Koppensteiner, Zur Bedeutung der Verjährung nach § 83 Abs 5 GmbHG, § 56 Abs 4 AktG, GesRZ 2008, 75

Koppensteiner, Zur grenzüberschreitenden Verschmelzung, GesRZ 2006, 111

Koppensteiner, Zur Haftung der Gesellschafter bei Zahlungsunfähigkeit der GmbH, JBl 2006, 681

Koppensteiner/Rüffler (Hrsg), GmbH-Gesetz[3] (2007)

Koppensteiner/Rüffler, Die Bestellung von Sicherheiten durch eine Kapitalgesellschaft für Verbindlichkeiten ihrer Gesellschafter GesRZ 1999, 86

Kowallik, Börsengänge und Transaktionen mit Special Purpose Acquisition Companies, DB 2021, 1301

KPMG, Why so many companies are choosing SPACs over IPOs https://kpmg.com/us/en/articles/2022/why-choosing-spac-over-ipo.html (abgefragt 01.05.2025)

Kraack, Die übernahmerechtlichen Regelungen im Regierungsentwurf für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz https://www.noerr.com/de/insights/die-uebernahmerechtlichen-regelungen-im-regierungsentwurf-fuer-ein-zukunftsfinanzierungsgesetz (abgefragt 01.05.2025)

Kramer/Schuhmacher (Hrsg), Festschrift für Hans-Georg Koppensteiner zum 65. Geburtstag (2001)

Krebs, Interessenkonflikte bei Aufsichtsratsmandaten in der Aktiengesellschaft (2002)

Krejci, Anlegerschutz des Aktionärs, Kapitalerhaltung und fehlerhafte AG, GesRZ 2011, 193

Krejci, Zum GmbH-rechtlichen Ausschüttungsverbot, wbl 1993, 269

Kreuzer, Cash-Pooling, CFOaktuell 2020, 239

Kreuzer, Initial Public Offering, CFOaktuell 2012, 87

Krief/Mahfoud/Barger, Private Equity Dry Powder Will Likely Spur M&A Opportunities https://www.nortonrosefulbright.com/-/media/files/nrf/nrfweb/knowledge-pdfs/private-equity-dry-powder-will-likely-spur-ma-opportunities.pdf (abgefragt 27.01.2024)

Krist, Die Existenzvernichtungshaftung bei der GmbH (2020)

Kusznier, Vorteilsanrechnung bei Vorstandshaftung, GesRZ 2017, 156

Kuthe, Der Referentenentwurf des Zukunftsfinanzierungsgesetzes, BB 2023, 1603

Kuthe, Der Referentenentwurf eines Zweiten Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (ZuFinG II), BB 2024, 2371

Kwas/Krenn (Hrsg), Einstieg für Unternehmensgründer & Unternehmensentwickler (2018) Finanzierung, 194ff

Ladler, Meilensteine der Banken- und Kapitalmarktunion: Re-Regulierung ohne Ordnungsprinzipien?, ZFR 2022, 524

Laurer/Schütz/Kammel/Ratka (Hrsg), Bankwesengesetz[4] (Stand 1.4.2023)

Lee, SK Group's SPAC To Merge With Online Trading Platform Webull In $7.3 Billion Deal https://www.forbes.com/sites/zinnialee/2024/02/29/sk-groups-spac-to-merge-with-online-trading-platform-webull-in-73-billion-deal/ (abgefragt 03.03.2024)

Lehner, Die Beweislastverteilung bei der GmbH-Geschäftsführerhaftung, GesRZ 2005, 128

Leixner, Investmentfondsgesetz 2011 (2011)

Leupold/Ramharter, Nützliche Gesetzesverletzungen – Innenhaftung der Geschäftsleiter wegen Verletzung der Legalitätspflicht?, GesRZ 2009, 253

Levingston, Global dealmaking drops below $3tn for first time since 2013 https://www.ft.com/content/0174093d-08e6-4763-a299-3f0527b71d31 (abgefragt 29.12.2023)

Levingston/Aliaj/Fontanella-Khan, Dealmaking languishes at decade low on private equity drought https://www.ft.com/content/5491578c-6f7f-4132-a103-740d6a11b234 (abgefragt 30.09.2023).

Levingston/Fontanella-Khan/Aliaj, Dealmaking at 10-year low in first quarter as bank crisis hits confidence https://www.ft.com/content/25f9e0b5-c31c-4db4-bf58-e95bb9a7d3c1 (abgefragt 07.05.2023)

Levingston/Louch/Megaw, New listing flops drain optimism for IPO market revival https://www.ft.com/content/f25f42ba-c5ad-4dd7-8436-938a0de76d21 (abgefragt 01.11.2023)

Lewis/Levingston/Hammond/Kinder, SoftBank's $50bn Arm IPO more than five times oversubscribed, bankers say https://www.ft.com/content/a4dc854b-cdf9-4c13-b973-f39b3fa917a4 (abgefragt 09.09.2023)

Lewis/Matera/Patel, M&A, Professional Perspective - The Rise of Private Credit & Its Impact on Acquisition Dynamics https://www.bloomberglaw.com/external/document/X8GKQD10000000/m-a-professional-perspective-the-rise-of-private-credit-its-impa (abgefragt 28.10.2023)

Linklaters, Eligibility of SPACs for UCITS funds https://www.linklaters.com/en/knowledge/publications/alerts-newsletters-and-guides/2021/december/20/eligibility-of-spacs-for-ucits-funds (abgefragt 10.12.2023)

Lipschultz, Bill Ackman is Still Playing the SPAC Market - Just on His Terms https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-10-18/what-is-a-sparc-bill-ackman-reimagines-the-spac-with-pershing-square-vehicle#xj4y7vzkg (abgefragt 21.10.2023)

Lipschultz, Deal-Needy SPACs Scour the Globe for Targets as Deadlines Loom, https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-04-04/deal-needy-spacs-scour-the-globe-for-targets-as-deadlines-loom?leadSource=uverify%20wall (abgefragt 02.05.2023)

Lipschultz, SPAC Barons Ride Again, This Time With New Investors and Targets https://www.bloomberg.com/news/newsletters/2025-02-20/spac-barons-ride-again-this-time-with-new-investors-and-targets (abgefragt 06.04.2025)

Lipschultz, SPAC Euphoria Turns Into Painful Reckoning as Liquidity Runs Dry https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-12-15/spac-euphoria-turns-into-painful-reckoning-as-liquidity-runs-dry#xj4y7vzkg (abgefragt 15.10.2023)

Lipschultz, The Bill Ackman SPARC Is Getting a Fresh Look Two Years Later https://news.bloomberglaw.com/mergers-and-acquisitions/the-bill-ackman-sparc-is-getting-a-fresh-look-two-years-later (abgefragt 21.10.2023)

Lipschultz, Veterans Drive SPAC IPO Rebound as Hunt for Deals Picks Up https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-02-20/veterans-drive-spac-ipo-rebound-as-hunt-for-deals-picks-up (abgefragt 06.04.2025)

Lipschultz, VinFast's 400% Surge Is an Anomaly for Beaten-Down SPAC Industry https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-08-29/vinfast-s-400-surge-is-an-anomaly-for-beaten-down-spac-industry (abgefragt 01.09.2023).

Lobnik, Shadow Trading und Insiderrecht, GesRZ 2023, 315

Loh, Singapore, Hong Kong Spac failures highlight thwarted ambitions https://www.ft.com/content/e5f03221-4d8f-4cc7-b36a-c3dacfe5949d (abgefragt 20.02.2024)

Loitz, SPAC Special Purpose Acquisition Company – Money goes public, DB 2018, M4

Louch/Levington, Deals between European private equity firms halve year-on-year as rising rates hit https://www.ft.com/content/fc193548-9f16-4e2c-9845-69beac2b2c69 (abgefragt 07.05.2023)

Lutter, Die Business Judgement Rule in Deutschland und Österreich, GesRZ 2007, 79

Lutter, Umwandlungsgesetz (UmwG): Kommentar mit systematischer Darstellung des Umwandlungssteuerrechts und Kommentierung des SpruchG[5] (2013)

Lvingston/Louch/Megaw, New listing flops drain optimism for IPO market revival https://www.ft.com/content/f25f42ba-c5ad-4dd7-8436-938a0de76d21 (abgefragt 01.11.2023)

M. Binder/Khol, Bankenehe HypoVereinsbank und Bank Austria - Kurzanalyse, ecolex 2000, 875

M. Doralt, Management Buyout (2002)

Macfarlanes, The new UK Listing Rules: what does this mean for me? https://www.macfarlanes.com/what-we-think/2024/the-new-uk-listing-rules-what-does-this-mean-for-me/ (abgefragt 21.07.2024)

Macher/Buchberger/Kalss/Oppitz (Hrsg), Kommentar zum Investmentfondsgesetz[2] (Stand 1.11.2013)

Majcen/Zahradnik, Stärken und Schwächen der österreichischen Regulierung von AIF und AIFM, ÖBA 2023, 632

Malik, Trump Media shares plummet 21% days after debut https://www.reuters.com/markets/us/trumps-media-company-falls-after-raising-going-concern-doubts-2024-04-01/ (abgefragt 03.04.2024)

Mantone/Dholakia, Trillion-dollar M&A run continues https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/research/trillion-dollar-ma-run-continues (abgefragt 28.10.2023)

Mark/Wagner, Die neue EU-Prospektverordnung: Die wichtigsten Änderungen im Prospektregime, ecolex 2020, 7

Martin/Ritz, Die Aufschubentscheidung nach Art. 17 Abs. 4 MMVO bei Gerüchten im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen, IWRZ 2022, 195

Massoudi/Ralph/Aliaj/Abboud, Bill Ackman abandons Spac plan to take $4bn stake in Universal Music https://www.ft.com/content/e819d8c9-2f0f-43f5-a652-1dd216da31f1 (abgefragt 10.08.2024)

McGahey, How Working From Home Helped Push WeWork Into Bankruptcy https://www.forbes.com/sites/richardmcgahey/2023/11/15/how-working-from-home-helped-push-wework-into-bankruptcy/ (abgefragt 24.02.2024)

Megaw, Funding surge for blank cheque companies points to Spac bounceback https://www.ft.com/content/f6838c6f-e7de-4e69-914b-fbdbc1cbd298 (abgefragt 05.08.2024).

Megaw, Strong gains by newly listed stocks raise hopes of IPO market revival https://www.ft.com/content/cdcda231-0695-4e5f-bbf0-93acfe7b2ec4 (abgefragt 10.01.2024)

Megaw, US set for IPO comeback as private equity firms seek to offload holdings https://www.ft.com/content/5dcf3d4e-8e16-470b-b33d-fc73d3043f58 (abgefragt 05.01.2025)

Mehrkha, Zukunftsfinanzierungsgesetz https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=491a2bb3-c58b-416c-9294-fdde99ae6fce (abgefragt 23.11.2023)

Merkt, Vertragsform beim Kauf von Anteilen an einer ausländischen Gesellschaft, ZIP 1994, 1417, 1420

Milch, Venture-Capital-Beratung: der Wandeldarlehensvertrag bei der GmbH, BB 2016, 1538

Mittendorfer (Hrsg), Unternehmenskauf in der Praxis[2] (2019)

Mitterecker, Grenzüberschreitende Verschmelzungen (2014)

Mitterecker, Management-Buy-Out und Verbot der Einlagenrückgewähr, die Zweite, GES 2016, 50

Mitterecker, Summengrundsatz bei Verschmelzungen mit kapitalentsperrendem Effekt, GesRZ 2016, 393

Monks, Markets Brace for SPAC Boom 2.0 as Blank-Check Vehicles Surge https://www.bloomberg.com/news/newsletters/2024-12-20/markets-brace-for-spac-boom-2-0-as-blank-check-vehicles-surge (abgefragt 06.04.2025)

Morley, How SPACs Made Old Things Old Again https://www.yalejreg.com/bulletin/how-spacs-made-old-things-old-again/ (abgefragt 24.02.2024)

Napokoj, Bestandschutz eingetragener Verschmelzungen, GES 2007, 231

Napokoj, Rückzahlungsansprüche der Aktiengesellschaft gegen Aktionäre aus dem Verbot der Einlagenrückgewähr, GES 2007, 70

Napokoj/Foglar-Deinhardstein/Pelinka (Hrsg), AktG Taschenkommentar (2019)

Natarajan/Gillespie, Goldman Ditches Ban on SPACs as Blank-Check Firms Stage Comeback https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-06-17/goldman-ditches-ban-on-spacs-as-blank-check-firms-stage-comeback (abgefragt 19.06.2025)

Naumovska, The SPAC bubble is about to burst https://hbr.org/2021/02/the-spac-bubble-is-about-to-burst (abgefragt 15.10.2023)

Nguyen, Vietnamese EV maker VinFast gets go-ahead for Nasdaq SPAC listing, https://www.reuters.com/markets/deals/vietnam-ev-maker-vinfast-gets-spac-shareholders-nod-list-us-2023-08-10/ (abgefragt 02.05.2023)

Nishant, Trading platform Webull to list on Nasdaq via $7.3 bln SPAC deal https://www.reuters.com/markets/deals/digital-investment-firm-webull-go-public-us-via-73-bln-spac-deal-2024-02-28/ (abgefragt 03.03.2024)

Nolte/Nolting, Hybrides Kapital: Wandel- und Umtauschanleihe als Finanzierungs- und Anlageform, ÖBA 2002, 767

Nowotny, Handels- und gesellschaftsrechtliche Probleme einer Unternehmensteilung, DRdA 1989, 93

O'Dwyer, UK financial regulator says listing rules overhaul could lead to more failures https://www.ft.com/content/92954f4e-7b02-4b19-bd5c-8c5214fca9d5 (abgefragt 21.12.2023)

Obradović, Verbot der Einlagenrückgewähr: Vermögensschutz vs Liquiditätsschutz und Gläubigerschutzmaßnahmen, GesRZ 2024, 150

Oechsler/Dörhoffer, Die Umsetzung der Redemption Rights einer SPAC durch Amortisation nach §237 Abs 2 Nr 3 AktG, ZIP 2022, 610

OGH 16.11.2012, 6 Ob 153/12m, GesRZ 2013, 99 (*Krejci*)

OGH 17.5.2023, 6 Ob 24/23g, ecolex 2023, 850 *(Peissl/Prasser)*

OGH 17.7.2013, 3 Ob 50/13v, ÖBA 2014/1983 (*Bydlinski*)

OGH 20.11.1991, 1 Ob 617/91 JBl 1992, 444 *(Ostheim)*

OGH 20.3.2013, 6 Ob 48/12w, ecolex 2013, 638 (*Hörlsberger/Rieder*)

OGH 21.02.2024, 6 Ob 42/23d, ecolex 2024, 603 (*Wimmer*)

OGH 22.10.2003, 3 Ob 287/02f, RWZ 2004/11, 38 *(Wenger)*

OGH 22.12.1994, 2 Ob 591/94, RdW 1995, 132 *(C. Nowotny)*

OGH 22.12.2016, 6 Ob 232/16k, GesRZ 2017, 116 *(Zehetner)*

OGH 23.6.2017, 6 Ob 221/16t, ecolex 2017/364 (*J. Reich-Rohrwig*)

OGH 23.6.2017, 6 Ob 221/16t, GesRZ 2017, 323 (*Nicolussi*)

OGH 24. 11. 2015, 1 Ob 28/15x, ecolex 2013, 953 (*C. Grossmayer*)

OGH 25.11.2020, 6 Ob 203/20a, ecolex 2021 (*Foglar-Deinhardstein*)

OGH 26.4.2016, 6 Ob 79/16k, GesRZ 2016, 412 (*Artmann*)

OGH 27.4.2017, 2 Ob 52/16k, GesRZ 2017, 333 (*Torggler*)

OGH 27.8.2024, 4 Ob 119/24i, ecolex 2024, 1029 (*J. Reich-Rohrwig*)

OGH 3 Ob 75/06k, ÖBA 2007, 816 (*Eckert*)

OGH 31.7.2015, 6 Ob 196/14p, GesRZ 2015, 326 (*Kalss*)

OGH 4.3.2013, 8 Ob 20/13v, GesRZ 2013, 286 (*Milchrahm*)

OGH 6 Ob 195/18x, GesRZ 2019, 193 (*Schramm/Kalss*)

OGH 7 Ob 58/08t, ecolex 2008, 926 *(J. Reich-Rohrwig)*

Pacheco/Li/Cao, China Steel Website Zhaogang Nears Hong Kong's First SPAC Merger, Sources Say https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-08-30/china-steel-website-zhaogang-nears-hong-kong-s-first-spac-merger-sources-say#xj4y7vzkg (abgefragt 01.09.2023)

Pachinger/Mayr-Riedler, Verschärfungen im europäischen Kapitalmarktrecht, GesRZ 2015, 230

Palma/Temple-West, US private funds face more disclosures under new SEC rule, https://www.ft.com/content/ad10181a-3bf2-40ff-9c9e-f45725ab97d3 (abgefragt 07.05.2023)

Papadopoulos, EU regulatory approaches to cross-border mergers: exercising the right of establishment, E.L. Rev. 2011, 71

Pequeño, Trump Media Demands 'Faithless' Co-Founders Give Up 8.6% Stake, New Lawsuit Says https://www.forbes.com/sites/antoniopequenoiv/2024/04/02/trump-media-demands-faithless-co-founders-give-up-86-stake-in-new-lawsuit/ (abgefragt 03.04.2024)

Perera, SPAC Inks $4.75M Deal To End Merger Misrepresentation Suit https://www.law360.com/amp/articles/2349434 (abgefragt 06.06.2025)

Perner/Simonishvili, Das neue EU-Umgründungsgesetz, GesRZ 2023, 148

Petsche/Mair (Hrsg), Handbuch Compliance[3] (2019)

Pfluger, Eurotelesites startet an der Wiener Börse https://www.derstandard.de/story/3000000188106/eurotelesites-startet-an-der-wiener-boerse (abgefragt 08.12.2023)

Picot/Land, Der internationale Unternehmenskauf, DB 1998, 1601, 1605 f

Pierer, Reformbedarf bei der mündelsicheren Vermögensanlage, ÖBA 2023, 255

Platt/Clarfelt, Private credit funds step in for companies facing mountains of debt https://www.ft.com/content/7c4a994b-024e-4e6e-992c-7409de8943ed (abgefragt 13.10.2023)

Platt/Edgecliffe-Johnson, WeWork: how the ultimate unicorn lost its billions https://www.ft.com/content/7938752a-52a7-11ea-90ad-25e377c0ee1f (abgefragt 24.02.2024)

Posner, SEC adopts new rules on SPACs—just investor protection or will it spell the demise of SPACs? https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=f4e3c4e6-d76e-4ac5-b667-7a9e4a25530b&utm_source=Lexology+Daily+Newsfeed&utm_medium=HTML+email+-+Body+-+General+section&utm_campaign=Lexology+subscriber+daily+feed&utm_content=Lexology+Daily+Newsfeed+2024-01-26&utm_term= (abgefragt 27.01.2024)

Potyka, EuGH-Urteil in der Rs KA Finanz - Änderung des § 226 Abs 3 AktG erforderlich?, RdW 2016, 388

Potyka/Rieder, Die Umsetzung der EU-Mobilitätsrichtlinie in Österreich, RdW 2022, 742

Pwc, Global M&A Industry Trends in 2023: The Mid Year Update https://www.pwc.at/en/deals/trends.html (abgefragt 28.10.2023)

Ramharter, PRIIP-VollzugsG: Neues zum Vertrieb von Versicherungsanlageprodukten und Altersvorsorgeverträgen, ZFR 2018/136 (277)

Ramharter, PRIIP-VO: Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte, VbR 2018, 10

Rathammer/Sam, Ad-hoc- und Directors' Dealings-Verpflichtungen im MAR Regime, ÖBA 2016, 436

Referentenentwurf des Bundesministeriums der Finanzen und des Bundesministeriums der Justiz Entwurf eines Gesetzes zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen (Zukunftsfinanzierungsgesetz – ZuFinG), 88

Rehahn, Teilschritte gestreckter Vorgänge als Insiderinformationen, GPR 2012, 319

Reich-Rohrwig, Begutachtungsentwurf zur flexiblen Kapitalgesellschaft (FlexCo), ecolex 2023, 497

Reich-Rohrwig, GmbH-Recht I^2 (1996)

Reich-Rohrwig, Grundsatzfragen der Kapitalerhaltung bei der AG, GmbH sowie GmbH & Co KG (2004)

Reich-Rohrwig, Ist der Vorstand einer Aktiengesellschaft weisungsgebunden?, ecolex 1990, 285

Reich-Rohrwig/Kinsky/Kraus (Hrsg), Austrian Limited (2021)

Rericha/Strass, Kapitalaufbringung und -erhaltung bei der Abgabe von Gewährleistungen durch die Gesellschaft iZm Kapitalerhöhungen, wbl 2016, 730

Reuters, Barcelona strikes $1 bln merger deal to list soccer club's media business https://www.reuters.com/markets/deals/fc-barcelonas-unit-list-us-via-1-bln-spac-deal-2023-08-11/ (abgefragt 19.08.2023)

Reuters, Factbox-Major European SPAC listings this year, https://www.reuters.com/article/europe-spac-analysis-factbox-idCAKBN2GN0AF (abgefragt 05.01.2023)

Ridley/Morrison, Public-to-private deals offer a bright spot in flat M&A market, https://debtexplorer.whitecase.com/leveraged-finance-commentary/public-to-private-deals-offer-a-bright-spot-in-flat-ma-market - ! (abgefragt 08.08.2023)

Rieder, Das neue EU-Umgründungsgesetz (Teil I), ecolex 2023, 673

Rieder, Das neue EU-Umgründungsgesetz (Teil II), ecolex 2023, 772

Rieder/Potyka (Hrsg), EU-Umgründungsgesetz (Stand 1.8.2023, rdb.at)

Rirsch/Dämon/Tomanek, PRIIP-VO – Der vergessene Anwendungsbereich – Veranlagungen nach KMG und Crypto-Assets, ÖBA 2020, 37

Rizzi/Ringhofer, Die neue Gesellschaftsform der FlexKapG, ÖJZ 2023, 891

Roither, Stock Options - Mitarbeiteraktienoptionen im Bilanz- und Steuerrecht, 6

Roth/Altmeppen (Hrsg), GmbHG^5 (2005)

Ruch, Die Rückkehr der Spac-Spekulanten https://www.fuw.ch/die-rueckkehr-der-spac-spekulanten-740776084130 (abgefragt 06.04.2025)

Ruel/Bushey/Kerr, Vietnamese electric-car maker worth more than Ford or GM after US listing, https://www.ft.com/content/c5af0740-7fba-4c9d-962d-8a1b563196e3 (abgefragt 19.08.2023)

Rüffler, Schadenersatzpflicht der Vorstandsmitglieder einer Bankaktiengesellschaft bei Unterschreitung der Eigenmittelerfordernisse, GES 2012, 375

Rummel/Lukas/Geroldinger (Hrsg), Kommentar zum Allgemeinen Bürgerlichen Gesetzbuch[4] (Stand 1.5.2022, rdb.at)

Saini/Arunasalam, Lionsgate to spin off studio business in $4.6-billion SPAC deal https://www.reuters.com/markets/deals/lionsgate-inks-46-billion-spac-deal-studio-business-2023-12-22/ (abgefragt 29.12.2023)

Sakoui/Sen/Wu, Dealmakers eye $4 trillion-plus M&A haul in 2025 on Trump boost https://www.reuters.com/markets/deals/dealmakers-eye-4-trillion-plus-ma-haul-2025-trump-boost-2024-12-19/ (abgefragt 05.01.2025)

Sample, Trump Media's Stock Has Nothing to Do With Its Business https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2024-04-06/-djt-trump-media-s-price-is-about-donald-trump-not-tmtg (abgefragt 06.04.2024)

Saurer, Leveraged Management Buy-Out (1995)

Saurer, Die verbotene Einlagenrückgewähr beim „Downstream-Merger"Eine Replik zu Aman, „Down Stream Fusion", RdW 1996, 155

Schalast, Eckpunkte für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz: Neustart für Start-up-Deutschland?, BB 2022 H 39, I

Schalast, Energieschub für den Finanzplatz? WIN-Initiative, ZuFinG II und Fondsmarktstärkungsgesetz, RdF 2024, 241

Schalast/Geurts/Türkmen, SPACs: Mode, Boom oder doch ein "Must have"?, BB 2021, 1283

Schanz, SPACS – Neue Finanzierungsform und deutsches Recht, NZG 2011, 1407

Schauer, Rechtfertigt der Zweck die Mittel?, GRAU 2022, 49

Schiemer/Jabornegg/Strasser (Hrsg), Kommentar zum Aktiengesetz[3] (1993)

Schima, Reform des Untreuetatbestands und Business Judgment Rule im Aktien- und GmbH-Recht, GesRZ 2015, 286

Schindler/Abram, Year in review: mergers & acquisitions in Austria https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=41ae2760-eda4-42e3-aaf6-0839fa380914&utm_source=lexology+daily+newsfeed&utm_medium=html+email+-+body+-+general+section&utm_campaign=lexology+subscriber+daily+feed&utm_content=lexology+daily+newsfeed+2025-06-25&utm_term= (abgefragt 24.06.2025)

Schinerl/Berghuber, Venture Debt, ÖBA 2023, 33

Schlosser, Die Organhaftung der Mitglieder des Vorstands der Aktiengesellschaft (2002)

Schnorbus/Kornack, Prospektrechtliche Anforderungen an SPACs und andere bestimmte Kategorien von Emittenten (Specialist Issuers), BB 2022, 1667

Schopper, Genussrechte und EKEG, ZUS 2011/33, 107

Schopper, Heilung von Verstößen gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr, ecolex 2019, 736

Schopper, Kapitalgesellschaftsrecht in Bewegung, NZ 2023, 1

Schopper, Vorhang auf für die Flexible Kapitalgesellschaft samt neuer Formpflicht bei Anteilsübertragungen und Übernahmeerklärungen, NZ 2023, 589

Schopper/Strasser, Konturen einer Existenzvernichtungshaftung in Österreich, GesRZ 2005, 176

Schopper/Walch, Ad-hoc-Publizität bei zeitlich gestreckten Sachverhalten – zugleich eine Besprechung von VwGH 2012/17/0554, ZFR 2014, 255

Schörghofer/Zwick, Das neue EU-Umgründungsgesetz – Eine Einführung in alle Umgründungsarten (I), GES 2023, 328

Schörghofer/Zwick, Das neue EU-Umgründungsgesetz – eine Einführung in alle Umgründungsarten (II), GES 2023, 396

Schrank, Directors‘ Dealings: Wann darf das Management mit Aktien handeln?, CFOaktuell 2011, 107

Schumacher, A New Development in Private Equity: The Rise and Progression of Special Purpose Acquisition Companies in Europe and Asia, Northwestern Journal of International Law & Business 2020, 391

Schütze, Spac-Deal geplatzt – Croma sucht Private-Equity-Partner https://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/arzneimittel-spac-deal-geplatzt-croma-sucht-private-equity-partner/29313092.html (abgefragt 20.12.2023)

Schwab/Zahidi, Global Competitiveness Report Special Edition 2020: How Countries are Performing on the Road to Recovery https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2020/ (abgefragt 10.07.2023)

Scott/Gulliver, No, SPACs Do Not Dilute Investors – A Theoretical and Empirical Analysis https://capmktsreg.org/wp-content/uploads/2024/07/Gulliver_Scott_SPACs-07.08.24.pdf (abgefragt 06.06.2025)

SEC, Factsheet - SPACs, Shell Companies, and Projections: Final Rules https://www.sec.gov/files/33-11265-fact-sheet.pdf (abgefragt 27.01.2024)

SEC, SEC Adopts Rules to Enhance Investor Protections Relating to SPACs, Shell Companies, and Projections https://www.sec.gov/news/press-release/2024-8 (abgefragt 27.01.2024)

SEC, SEC Proposes Rules to Enhance Disclosure and Investor Protection Relating to Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections, https://www.sec.gov/news/press-release/2022-56 (abgefragt 05.01.2023)

Seibt, Interessenkonflikte im Aufsichtsrat Festschrift Hopt (2010)

Seibt/Wollenschläger, Revision des Marktmissbrauchsrechts**,** AG 2014, 593

Seiler/Widder, Die De-SPAC-Transaktion: Ein praktischer Überblick, BKR 2021, 676

Selzner, SPAC-Transaktionen in Deutschland, ZHR 174 (2010), 320

Sen/Rosemain/Herbst-Bayliss, Ackman reinvents SPAC in Universal Music deal talks https://www.reuters.com/business/ackmans-spac-nearing-deal-with-universal-music-group-wsj-2021-06-03/ (abgefragt 10.08.2024)

Shahshahani, Hard Cases Make Bad Law? A Theoretical Investigation, https://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2150&context=faculty_scholarship (abgefragt 02.04.2025)

Sherman, Trump poised for billions as stock market deal passes https://www.bbc.com/news/business-68609007 (abgefragt 02.04.2024)

Sieder, Die oftmals ungenutzte "EuVECA-Chance"?, ÖBA 2022, 501

Sieder/Baumgartner, EU Listing Act: MAR-Änderungen aus Sicht der Praxis, ZFR 2025, 15

Sim/Wisely/O'Donaghue/Lighbody/Bell, Asset sale v share sale: Key advantages, and disadvantages - Part 1 of 2 https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=36fd9e01-13fa-4bdf-89c7-d4e206e5541b (abgefragt 20.02.2024)

Sindelar, Zwischenschritte als Insiderinformation – Steht die jüngst dazu vom VwGH aufgestellte Judikatur im Einklang mit den Vorgaben der Marktmissbrauchsverordnung?, ÖBA 2015, 487

SIX, SPA Kotierung von Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) an der Schweizer Börse https://www.six-group.com/de/products-services/the-swiss-stock-exchange/listing/equities/ipo/spac.html (abgefragt 07.10.2023)

Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP, FCA Releases Policy Statement on New Rules for SPACs, 28. 7. 2021 https://www.skadden.com/insights/publications/2021/07/fca-releases-policy-statement (abgefragt 09.12.2023)

Slaughter and May, M&A in 2023 https://www.slaughterandmay.com/media/zylahdqb/m-a-in-2023.pdf (abgefragt 28.10.2023)

Smialek, Fed Chair Powell Says It's Too Early to Guess When Rates Will Fall https://www.nytimes.com/2023/12/01/business/economy/federal-reserve-jerome-powell-rates.html (abgefragt 13.12.2023)

Smith, Bank of Canada seen pushing back on rate cut bets as financial conditions loosen https://www.reuters.com/markets/rates-bonds/bank-canada-seen-pushing-back-rate-cut-bets-financial-conditions-loosen-2023-12-12/ (abgefragt 12.12.2023)

Smith/Tysoe/Bateman, UK Listing regime reforms: FCA publishes final version of new Listing Rules https://www.slaughterandmay.com/insights/new-insights/uk-listing-regime-reforms-fca-publishes-final-version-of-new-listing-rules/ (abgefragt 21.07.2024)

Spactrack, Active and Pre-IPO SPAC-Screener https://spactrack.io/spacs/ (abgefragt 08.10.2023)

Spatz, Grundlegendes zur Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen, RdW 2005, 140

Spindler/Stilz (Hrsg), Aktiengesetz[3] (2015)

Spindler/Stilz (Hrsg), Aktiengesetz[4] (2019)

Spindler/Stilz (Hrsg), Beck-Online Großkommentar Aktienrecht[5] (2022)

Steer/Gara, Small banks fuel revival in blank-cheque Spac deals, https://www.ft.com/content/6eb4b7b6-af96-48a8-ac3a-cea61c5dc0ed (abgefragt 19.05.2025)

Steinbach, Welche Vorteile ein SPAC-Merger für IPO-Kandidaten bietet https://www.ey.com/de_de/insights/ipo/welche-vorteile-ein-spac-merger-fuer-ipo-kandidaten-bietet (abgefragt 19.08.2023)

Steinhart, Kapitalerhaltung und fremdfinanzierte Unternehmensübernahmen (2009)

Stepan, SPACs im Spannungsverhältnis zum österreichischen Gesellschaftsrecht, ZFR 2022, 583

Straube (Hrsg), Kommentar zum Handelsgesetzbuch mit einschlägigen Rechtsvorschriften[3] (2003)

Straube/Ratka/Rauter (Hrsg), Wiener Kommentar zum GmbH-Gesetz (Stand 1.3.2025, rdb.at)

Straube/Ratka/Rauter (Hrsg), Wiener Kommentar zum Unternehmensgesetzbuch[4] (Stand 1.4.2025, rdb.at)

Strohmeier, Special purpose acquisition companies: SPACs im Spannungsfeld von deutschem Aktien- und Kapitalmarktrecht (2012)

Sun, Why the Venture Capital Secondary Market is So Hot Right Now https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-04-28/why-the-venture-capital-secondary-market-is-so-hot-right-now (abgefragt 24.05.2025)

Süß/Wachter (Hrsg), Handbuch des internationalen GmbH-Rechts[4] (2021)

Swoboda, Ausgestaltung von Stimmbindungen, ecolex 2019, 519

Talos/Winner (Hrsg), EU-Verschmelzungsgesetz[2] (2016)

Talos/Winner (Hrsg), EU-UmgrG - EU-Umgründungsgesetz (2024)

Tan, Skin in the Game: Does Outside Directors' Equity-based Compensation Induce or Mitigate Stock Price Crash Risk? https://corpgov.law.harvard.edu/2025/04/22/skin-in-the-game-does-outside-directors-equity-based-compensation-induce-or-mitigate-stock-price-crash-risk/ (abgefragt 01.05.2025)

Teichmann/Falker, Ausgewählte Compliance-Risiken bei Anreizsystemen aus der Perspektive des Aufsichtsrats, Aufsichtsrataktuell 2020 H 1, 18

The Economist, Arm's flotation could revive the market for IPOs https://www.economist.com/business/2023/08/24/arms-flotation-could-revive-the-market-for-ipos (abgefragt 25.08.2023)

Thiergart/Olbertz, Börsengang leicht gemacht? – Übernahme und Verschmelzung eines Zielunternehmens auf die SPAC in der Rechtsform der SE, BB 2010, 1548

Thomale, Die EU-Mobilitätsrichtlinie - ein Wachstumsimpuls für das österreichische Umgründungsrecht (Teil II), RdW 2020, 424

Told, Die FlexCo im Spannungsfeld multipler Gesellschafterkategorien, ÖJZ 2023, 897

Told, Sonderrechtsinhaber und sonstige Gläubiger in Verschmelzung und Spaltung (nach C-483/14), GES 2017, 63

Told, Zum Entlastungsbeweis bei der Managerhaftung, wbl 2012, 181

Tomic, Zur Zulässigkeit von up-stream Verschmelzungen überschuldeter Tochtergesellschaften (Sanierungsverschmelzungen): Anmerkungen zu OGH 6 Ob 203/20a, wbl 2021, 369

Toole, Two-year M&A boom runs out of steam, 6.10.2022 https://www.refinitiv.com/perspectives/market-insights/two-year-ma-boom-runs-out-of-steam/ (abgefragt 05.01.2023)

Toomey, Global M&A by the Numbers: Q3 2022, https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/blog/global-ma-by-the-numbers-q3-2022 (abgefragt 05.01.2023)

Torggler, Von Schnellschüssen, nützlichen Gesetzesverletzungen und spendablen Aktiengesellschaften, wbl 2009, 168

Trend, BWT fliegt aus dem Prime Market https://www.trend.at/finanzen/boerse/boerse-wien/bwt-prime-market-355237 (abgefragt 25.08.2023)

Tricot/Ellin/Lau, UK Listing Rules Reform Proposals — The Dawn of a Lighter Touch Regime in London?, https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=f5855e18-cac5-439f-8fbf-7b3db06cb44f (abgefragt 06.05.2023)

U. Torggler (Hrsg), GmbHG (Stand 1.8.2014, rdb.at)

U. Torggler (Hrsg), UGB[3] (2019)

U. Torggler, Interessenkonflikte, insb bei „materiellen Insichgeschäften", ecolex 2009, 920

U. Torggler, Zur Konzernhaftung nach österreichischem Recht, GesRZ 2013, 11

Udin, UK equity fund outflows slow, https://www.ft.com/content/3a64eb96-2c1d-4886-b5f0-80df18a8a821 (abgefragt 06.05.2023)

Ulmer/Habersack/Löbbe (Hrsg), GmbHG Großkommentar [2] (2016)

Umfahrer, GmbH-Handbuch für die Praxis[7] (Stand 1.6.2021, rdb.at)

Umfahrer, Zum Begutachtungsentwurf des GesRÄG 2023 (FlexKapGG), NZ 2023, 273

v. Godin/Wilhelmi (Hrsg), Gesetz über Aktien und Kommanditgesellschaften auf Aktien (Aktiengesetz)[2] (1950)

Veil, Der EU Listing Act, ZFR 2023, 161

Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht[2] (2014)

Voigt/Winkler, Individuelle Nebenvereinbarung (Side Letter) - Mit Private Equity und Venture Capital auf Wachstumskurs, BB 2023, 135

Völkl, Der österreichische Corporate-Governance-Kodex im Licht der §§ 70 und 84 Aktiengesetz, GesRZ 2003, 73

Volkmann, Das ZuFinG - Chancen für den Unternehmens- und Finanzstandort Deutschland, BB 2024, 1224

von der Linden/Schäfer, Der RefE eines Zukunftsfinanzierungsgesetzes – die wichtigsten Punkte aus aktienrechtlicher Perspektive, DB 2023, 1078

von Rabenau, Kommen jetzt die deutschen SPACs? https://www.taylorwessing.com/de/insights-and-events/insights/2023/07/kommen-jetzt-die-deutschen-spacs (abgefragt 07.10.2023)

Walbert (Hrsg), Haftung von leitenden Angestellten und Geschäftsführern (Stand 1.1.2020, rdb.at)

Walker/Martin/Smith/Morris, Holders of $17bn of Credit Suisse bonds wiped out under UBS takeover https://www.ft.com/content/d1ae9a54-c4a7-4742-8b2d-afff549f4f95 (abgefragt 09.09.2023)

Walker/White, Europe's Spacs scramble for targets as market hit by hangover, https://www.ft.com/content/d732fe11-e18b-4b8b-8432-27827d22040e (abgefragt 04.05.2023)

Weilinger/Borth-Böhler/Bernat (Hrsg), Festschrift Heinz Krejci zum 60. Geburtstag: Zum Recht der Wirtschaft (2001)

Weitnauer, Handbuch Venture Capital[7] (2022)

Weitzell, SPACs – Wo lauern die kapitalmarktstrafrechtlichen Risiken?, NZG 2021, 1145

Welser, Vertretung ohne Vollmacht (1970)

Wenninger/Schmidt, Änderung der Ad hoc-Publizität durch den EU Listung Act https://legal.pwc.de/de/news/fachbeitraege/aenderung-der-ad-hoc-publizitaet-durch-den-eu-listung-act (abgefragt 01.05.2025)

White & Case, https://www.whitecase.com/insight-our-thinking/us-ma-fy-2022-spacs-struggle-regulatory (abgefragt 02.05.2023)

White & Case, US SPACs Data Hub https://www.whitecase.com/publications/insight/us-spacs-data-hub (abgefragt 28.12.2023)

White/Klasa, Europe's biggest Spac to be wound up, https://www.ft.com/content/4c90c2a1-571b-49bd-a960-1fdc9ac64bb6 (abgefragt 04.05.2023)

Wiener Börse, direct market – Aktien https://www.wienerborse.at/aktien-direct-market/ (abgefragt 26.08.2023)

Wiener Börse, Einfacher Kapitalmarkt-Einstieg für KMU – direct market plus https://www.wienerborse.at/listing/boersegang-ipo/directmarketplus/ (abgefragt 13.01.2024)

Wiener Börse, Funkturm-Unternehmen EuroTeleSites AG ab heute neu im prime market der Wiener Börse https://www.wienerborse.at/news/wiener-boerse-news/eurotelesites-prime-market-23032023/ (abgefragt 08.12.2023)

Wiener Börse, global market – Aktien https://www.wienerborse.at/aktien-global-market/ (abgefragt 25.08.2023)

Wiener Börse, global market – Jetzt internationale Aktien bei uns handeln https://www.wienerborse.at/handel/marktsegmentierung/equity-market/global-market/ (abgefragt 26.08.2023)

Wiener Börse, Liste der börsennotierten Unternehmen in Österreich an der Wiener Börse https://www.wienerborse.at/listing/aktien/unternehmensliste/ (abgefragt 20.05.2023)

Wiener Börse, Managers‘ Transactions – Eigengeschäfte von Führungskräften, https://www.wienerborse.at/marktdaten/statistiken/directors-dealings/ (abgefragt 04.05.2025)

Wiener Börse, Market Maker https://www.wienerborse.at/handel/liquiditaetsanbieter/market-maker/ (abgefragt 26.08.2023)

Wiener Börse, Marktsegment: direct market plus, https://www.wienerborse.at/handel/marktsegmentierung/equity-market/direct-market-plus/ (abgefragt 24.08.2023)

Wiener Börse, Marktsegment: prime market für österreichische Blue Chips, https://www.wienerborse.at/handel/marktsegmentierung/equity-market/prime-market/ (abgefragt 24.08.2023)

Wiener Börse, Monatsstatistik Dezember, https://www.wienerborse.at/marktdaten/statistiken/monatsstatistiken/monatsstatistik-kassamarkt/?c18113%5Bfile%5D=7mgtn6MjEPXpynVf8XkHnQ&cHash=26e40556c056ebdd74aabbe5b1f474cb (abgefragt 01.02.2025)

Wiener Börse, Neunotierungen bzw. Einbeziehungen 2023, https://www.wienerborse.at/listing/aktien/neunotierungen/neunotierungen-2023/ (abgefragt 08.12.2023)

Wiener Börse, prime market – Aktien https://www.wienerborse.at/aktien-prime-market/?c1087-sort=-marketCapitalization&cHash=1c3b0d4c5f8ef8e30bfe8014f019e603 (abgefragt 08.12.2023)

Wiener Börse, Q&A – Die wichtigsten Fragen rund um den Börsengang https://www.wienerborse.at/listing/boersegang-ipo/beratung-service/ (abgefragt 24.08.2024)

Wiener Börse, Regelwerk direct market plus, https://www.wienerborse.at/uploads/u/cms/files/emittenten/aktien/regelwerk-direct-market-plus.pdf (abgefragt 24.08.2023)

Wiener Börse, Strukturierung der Transaktion, https://www.wienerborse.at/listing/boersegang-ipo/ablauf/strukturierung-der-transaktion/ (abgefragt 24.08.2023)

Wiener Börse, Umsetzung der Börseneinführung und Aktienplatzierung, https://www.wienerborse.at/listing/boersegang-ipo/ablauf/umsetzung-der-boerseneinfuehrung-und-aktienplatzierung/ (abgefragt 24.08.2023)

Wiener Börse, Vienna MTF https://www.wienerborse.at/wissen/boersenlexikon/buchstabe-v/vienna-mtf/ (abgefragt 21.10.2023)

Wiener Börse, VST BUILDING TECHNOLOGIES: Wechsel Marktsegment & Market Group - 24.11.2021 https://www.wienerborse.at/news/wiener-boerse-news/vst-building-technologies-wechsel-marktsegment-24112021/ (abgefragt 25.08.2023)

Wiener Börse, Wiener Börse 2023: Anleihen-Rekordjahr in herausforderndem Umfeld https://www.wienerborse.at/news/wiener-boerse-news/wiener-boerse-2023/ (abgefragt 29.12.2023)

Wiener Börse, Wiener Börse 2024: Hohe Aktienumsätze, neues Allzeithoch bei Anleihen-Listings und ATX TR https://www.wienerborse.at/news/wiener-boerse-news/wiener-boerse-2024/ (abgefragt 03.01.2025)

Wiener Börse, Zulassung – Geregelte Märkte, https://www.wienerborse.at/uploads/u/cms/files/emittenten/boersegang/zulassung-geregelte-maerkte.pdf (abgefragt 24.08.2023)

Wiesner, Lehre von der fehlerhaften Gesellschaft (1981)

Wiesner/Hirschler/Mayr (Hrsg), Handbuch Umgründungen[24] (2023)

Wigglesworth, The private capital industry's 'dry powder' has hit $4tn https://www.ft.com/content/cb161f56-de60-4a4d-bdf9-b0b3e0e62174 (abgefragt 27.01.2024)

Wilfling, Ausgewählte rechtliche Aspekte der PRIIP-Verordnung, ZFR 2017, 525

Wilfling, Directors' Dealings: Welche Pflichten Aufsichtsräte treffen, Aufsichtsrataktuell 2017 H 1, 16

Wilfling/Komuczky, Die Haftung für verpackte Anlageprodukte und Versicherungsanlageprodukte nach der PRIIP-Verordnung, ÖBA 2017, 697

Wimmer, Differenz- und Existenzvernichtungshaftung bei Sanierungsfusionen im GmbH-Recht, GesRZ 2019, 143

Wingert, Das Wagniskapitalfondsgesetz, ÖBA 2023, 856

Winner, Die Zielgesellschaft in der freundlichen Übernahme: Pflichten von Verwaltungsorganen und Sachverständigen nach dem Übernahmegesetz (2002)

Wirtschaftsanwälte, Grenzüberschreitende Verschmelzung – ARLT begleitet OCC Gruppe https://www.wirtschaftsanwaelte.at/grenzueberschreitende-verschmelzung-arlt-begleitet-occ-gruppe/ (abgefragt 19.05.2023)

Wrusch, Der EU-Listing Act führt zu signifikanten Vereinfachungen im Prospektrecht https://www.taylorwessing.com/de/insights-and-events/insights/2024/07/corporate-markets-navigator-eu-listing-act (abgefragt 12.07.2024)

Wünscher, FlexCo: Unternehmenswertanteile und Einlagenrückgewähr - Haftungsfalle für Mitarbeiter?, GesRZ 2024, 146

Wünscher/Schörghofer, Gesellschafts-, zivil- und unternehmensrechtliche Stolperfallen bei Liegenschaftstransaktionen im Wege eines Asset Deals, GES 2023, 160

Zib/Dellinger (Hrsg), Unternehmensgesetzbuch: Großkommentar (2019)

Zib/Russ/Lorenz (Hrsg), Kapitalmarktgesetz (2008)

Zivny/Mock (Hrsg), EU-ProspektVO/KMG 2019[3] (Stand 1.11.2021, rdb.at)

Zoidl, Die Rückerstattungsansprüche bei verbotener Einlagenrückgewähr, GesRZ 2014, 87

Zoldan, The Evolution of the SPAC https://www.nasdaq.com/articles/the-evolution-of-the-spac (abgefragt 08.10.2023)

Zöllner/Noack (Hrsg), Kölner Kommentar zum Aktiengesetz[2] (1986)

Zöllner/Noack (Hrsg), Kölner Kommentar zum Aktiengesetz[3] (2011)

Zollner/Simonishvili, Verwässerungsschutz im Verschmelzungsrecht - Überlegungen zum Anwendungsbereich des § 226 Abs 3 AktG, GesRZ 2013, 182

Zottl/Pendl, Die Überprüfung der Barabfindung, GesRZ 2019, 216

Zuffer, Berichtigungs- und Aktualisierungspflicht von Prospekten, ÖBA 2003, 847

Zukova, The Spac is Dead, Long Live the Spac!, https://www.securities-services.societegenerale.com/en/insights/views/news/spac-dead-long-live-spac/ (abgefragt 23.11.2023)