

# 1. Start-ups

## 1.1. Einleitung und Definition

Start-ups sind anders. Jedes Start-up ist ein Jungunternehmen, aber nicht jedes Jungunternehmen ein Start-up. Start-ups arbeiten daran, Produkte, Dienstleistungen, Technologien oder Geschäftsmodelle mit einem hohen Innovationsgrad zu erschaffen. Diese adressieren einen großen Markt und weisen ein hohes Skalierungspotenzial auf. Die Innovationsleistung besteht darin, neuartige oder überlegene Lösungen für bestehende Problemstellungen zu finden.<sup>1</sup> Das Gründerteam, welches üblicherweise aus 1–3 Personen besteht, hat vor Gründung meist selbst einen persönlichen Bezug zum Marktproblem und übt daher einen wesentlichen Einfluss auf die Geschäftstätigkeit aus. Besonders bei Start-ups müssen phasenübergreifend Prioritäten öfters angepasst und somit Entscheidungen zeitnahe getroffen werden. Über den Lebenszyklus sind sie auf mehrere Finanzierungsrunden angewiesen, wobei dieser (im besten Fall) mit einem Verkauf an ein Großunternehmen oder mit einem Börsengang endet.

## 1.2. Lebenszyklus eines Start-ups

Die Betrachtung des Lebenszyklus eines Unternehmens ist notwendig, um die Besonderheiten und Probleme von Wachstumsunternehmen im Vergleich zu etablierten Unternehmen zu verdeutlichen. Ein Start-up durchläuft kontinuierlich einen Entwicklungsprozess, der in Anlehnung an Lebenszyklusmodelle in mehrere idealtypische Phasen eingeteilt werden kann. Jede dieser Phasen geht mit anderen Zielen, Risiken und Chancen, Aufgaben und Herausforderungen einher.<sup>2</sup> Eine klare Abgrenzung der Phase ist aufgrund der verschwimmenden Grenzen oftmals nicht eindeutig möglich und wird teilweise auch stark von den einzelnen Finanzierungsphasen bestimmt. Die Charakteristika der Phasen erfolgen auf Basis der Produkt- und Marktreife (Details siehe Punkt 1.2.1. und 1.2.2.) sowie des Finanzierungsbedarfs. Selten reicht eine einmalige Finanzierung für die Abdeckung des gesamten Lebenszyklus aus, weswegen die diversen Entwicklungsstufen aus Sicht des Investors auch als Investitions- oder Finanzierungsphasen bezeichnet werden.

### 1.2.1. Frühphase (Early Stage)

In der Frühphase liegt der Unternehmensschwerpunkt auf der Produktentwicklung mit dem Ziel der Überleitung und Umsetzung der Idee in verwertbare Resultate. Am Ende der Phase sollten neben einem marktfähigen Produkt auch schon erste Kunden vorliegen.

---

1 *Austrian Startups*, 2013.

2 *Jonas*, 2019.

Die folgende Grafik zeigt den idealtypischen Ablauf einer Venture-Capital-Beteiligung aus Sicht des VCs<sup>20</sup>:

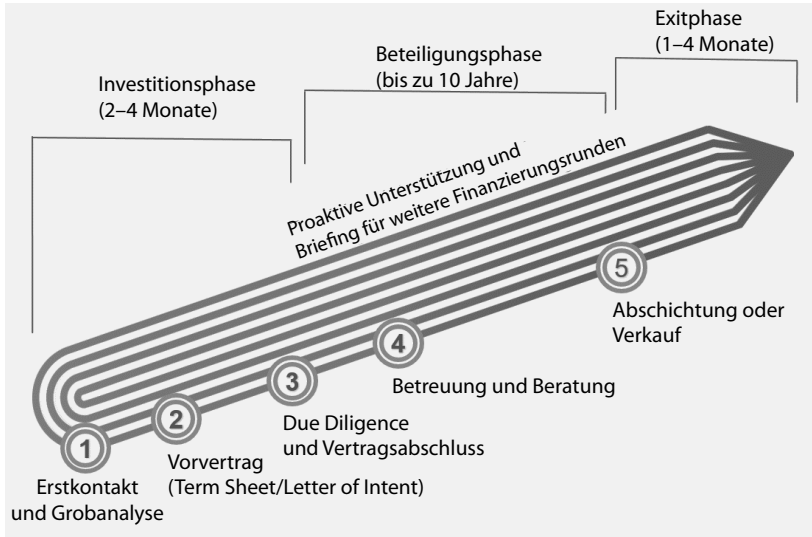


Abb 2: Unternehmenspräsentation aus Gründerfonds

### Erstkontakt – Investorenansprache & Kontaktaufnahme

Zu Beginn ist es für das Start-up wesentlich, geeignete Investoren zu finden. Häufig haben VCs einen engen Investmentfokus (zB Branche, Phase, Region), dessen fixe Parameter grundsätzlich erfüllt sein müssen.<sup>21</sup> Bei Nicht-Erfüllung erhält das Start-up eine Absage, die jedoch nicht als Aussage über die Qualität der Unternehmensidee zu bewerten ist. In den meisten Fällen steht am Beginn des Austauschs eine informelle (zB auf Events und Veranstaltungen) oder direkte (zB über eine E-Mail an den Investor) Kontaktaufnahme.

#### Die Gründerperspektive

„Im Vorfeld mag es zu einer Standardfloskel zählen, aber „Die Chemie muss stimmen“ – das ist ein wesentlicher Faktor. Viele VCs haben einen konkreten Markt oder einen Industriezweig, in dem sie vorzugsweise investieren und daher Erfahrungen haben – als Start-up profitiert man daher von zahlreichen Learnings. Je nach Finanzierungsbedarf sollte man bei der Investorensuche auch die Fähigkeit zu Folgefinanzierungen und Co-Investments mit größeren VCs betrachten.“

Richard Leitgeb, Founder Secureo GmbH

<sup>20</sup> Unternehmenspräsentation aus Gründerfonds.

<sup>21</sup> Torsten, 2019.

### 2.1.6. Aktien als Akquisitionswährung

Unternehmen, deren Aktien an der Börse gehandelt werden, können ihre Aktien als Akquisitionswährung einsetzen und sind damit weitaus flexibler in der Ausgestaltung der Akquisitionsfinanzierung. Durch die kontinuierliche Kursfeststellung ist ein objektiver Wertmaßstab gegeben und über die Fungibilität der Aktien kann eine Akquisition auch aus Sicht des Verkäufers deutlich an Attraktivität gewinnen. Dies geschieht üblicherweise durch eine Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage, bei der das gekaufte Unternehmen eingebracht wird und als Gegenleistung neue Aktien an den Verkäufer ausgegeben werden. Zu beachten ist, dass bestehende Aktionäre im Fall einer Sachkapitalerhöhung üblicherweise verwässert werden, was einen vorhergehenden Beschluss der Hauptversammlung über einen Bezugsrechtsausschluss notwendig macht und eine 75-%-Mehrheit des anwesenden Grundkapitals erfordert.

Besonders attraktiv ist diese Möglichkeit für Unternehmen, die (noch) keine positiven Cashflows, aber starke Wachstumsaussichten haben. Es stellt eine cashschonende Variante von Übernahmen dar. Auch hier gilt, dass eine ausreichende Liquidität der Aktien wichtig ist, sodass die ausgegebenen Aktien vom Verkäufer als „Bargeld-Äquivalent“ akzeptiert werden.

---

#### Praxistipp

Es sollte darauf geachtet werden, dass der neue Aktionär hinsichtlich der im Zuge der Kapitalerhöhung aus Sacheinlage erworbenen Aktien einer Halteperiode (eine sogenannte Lock-Up-Period) unterliegt, während der ein Verkauf nicht möglich ist. Dies dient zum Schutz der bestehenden Aktionäre und soll verhindern, dass der Aktienkurs kurzfristig unter Druck kommt.

---

### 2.1.7. Mitarbeiterbeteiligung

Das Börselisting ermöglicht im Unterschied zu einer nicht-börsennotierten Gesellschaft eine effiziente Mitarbeiterbeteiligung, da der Börsehandel eine laufende Bewertung mit sich bringt. Es bestehen unterschiedliche Möglichkeiten der Strukturierung einer Mitarbeiterbeteiligung. Die Aktien für die Mitarbeiterbeteiligung können aus einer Kapitalerhöhung oder aus dem Rückkauf eigener Aktien stammen. Ebenso sieht man in der Praxis Mitarbeiterstiftungskonstruktionen, die häufig als stabiler Kernaktionär eingesetzt werden (zB *Voestalpine AG*), sowie die Ausgabe von Aktien an einzelne Mitarbeiter, die nicht gebündelt sind. Die Börsennotiz macht eine effiziente Strukturierung möglich und erlaubt den Mitarbeitern (nach Ablauf einer Frist) auch den Verkauf der Aktien. Für den Vermögensvorteil einer Beteiligung zu einem günstigeren Preis als dem Börsenkurs gibt es in Österreich Steuerfreiheit bis zu einem Betrag von EUR 3.000 bzw EUR 4.5000 im Falle einer Mitarbeiterstiftung.

### 3. Der Zeitpunkt für ein Börselisting

Die Frage des idealen Zeitpunkts für ein Börselisting kann nicht pauschal, sondern nur von Fall zu Fall entschieden werden. Folgende Abbildung zeigt vereinfacht die unterschiedlichen Eigenkapitalfinanzierungsquellen im Lebenszyklus von Unternehmen.

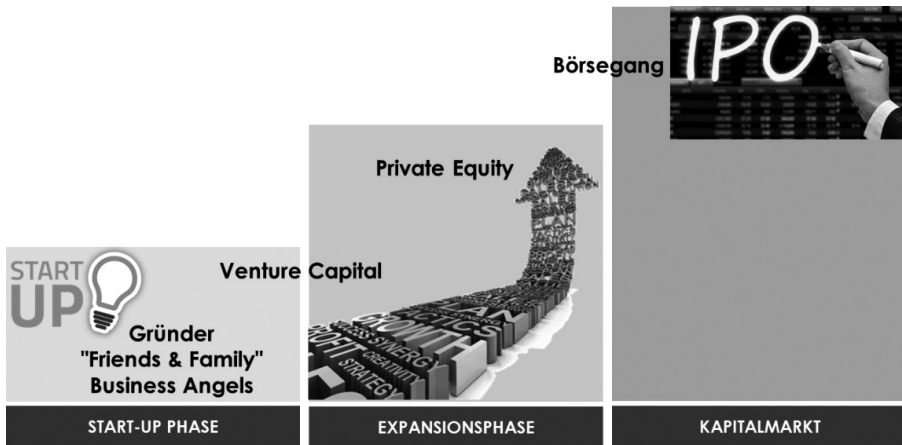


Abb 3: Eigenkapitalfinanzierung im Lebenszyklus [Quelle eigene Darstellung]

Der Börsegang steht üblicherweise in einem späteren Zeitpunkt der Unternehmensentwicklung zur Diskussion. Die frühen Phasen werden durch die Gründer selbst, „Friends & Family“, Business Angels und staatliche Förderstellen finanziert. Im Folgenden kommen institutionelle Investoren, wie Venture Capital und Private Equity, als Investoren hinzu. Der Börsegang ist typischerweise nach der Implementierung des nächsten Wachstumsschubs – finanziert durch Venture Capital/Private Equity – auf der Agenda und wird auch durch die Exit-Bemühungen der vorgenannten Investoren getrieben.

Dieser schematische Ablauf trifft nicht auf alle Branchen und Unternehmen gleichmäßig zu. Biotechnologieunternehmen oder Explorationsunternehmen im Rohstoffbereich beispielsweise holen sich wesentlich früher in ihrer Entwicklung Kapital auch über die Börse. Zu diesem Zeitpunkt sind oftmals noch keine Umsatzerlöse vorhanden, jedoch übersteigt der Kapitalbedarf die Möglichkeiten der Gründer, Friends & Family und anderer Investoren.

Auch haben die Börsebetreiber ihr Angebot auf die Nachfrage von Unternehmen für eine frühzeitige Eigenkapitalaufnahme über die Börse angepasst. So haben die meisten europäischen Börsen wie auch die Wiener Börse ein Segment für jüngere Unternehmen entwickelt, für das die Anforderungen an die Börsefähigkeit und die nachfolgenden Verpflichtungen an die Bedürfnisse angepasst wurden.

## 1. Einleitung

Ist die Entscheidung für einen Börsegang getroffen, kann sich die Frage stellen, in welchem Land und mit welchem Börsevehikel dieser erfolgen soll. Neben der Börse Wien kommt häufig auch ein Börseplatz im Ausland in Betracht. Steuerliche Aspekte spielen hierbei typischerweise keine treibende Rolle, sollten aber dennoch nicht unbeachtet gelassen werden. Dabei stellt sich etwa die Frage, ob das Unternehmen als Ganzes an die Börse geht oder über einen Carve-Out nur einzelne Sparten am Kapitalmarkt platziert werden: In beiden Fällen müssen steuerplanerische und organisatorische Aspekte berücksichtigt werden. Zudem stellen zusätzliche Berichtspflichten des börsennotierten Unternehmens und die mit der Börsenotierung einhergehende größere öffentliche Aufmerksamkeit neue Anforderungen an die Steuerabteilungen.

Vor dem IPO muss zunächst die rechtliche Struktur des Börseaspiranten geklärt sein. Welche Rechtsform hat das Unternehmen? Wo soll die Gesellschaft ansässig sein? Diese Fragen lassen sich auf Grundlage des Gesellschaftsrechts und der regulatorischen Anforderungen am Ort des Finanzplatzes beantworten. Denn dieser hat damit unmittelbare Auswirkungen auf die rechtliche Struktur des IPO-Vehikels. Zudem muss der angehende Börseneuling Ausschüttungspotenzial für zukünftige Dividendenzahlungen schaffen. Dafür ist das örtliche Unternehmens-, Kapitalmarkt- und Bilanzrecht maßgeblich. Aber auch steuerrechtliche Aspekte spielen bei der Gestaltung der zukünftigen Unternehmensstruktur eine Rolle.

Um Dividendenzahlungen zu ermöglichen, sollte Liquidität – beispielsweise in Form von Gewinnausschüttungen – im internationalen Konzern an die börsennotierte Muttergesellschaft möglichst steuerneutral weitergeleitet werden können. Zudem müssen steuerliche Bedingungen für Ausschüttungen an zukünftige Aktionäre (bspw Quellensteuerpflichten) geprüft werden. Gegebenenfalls können Reorganisationen im Vorfeld des Börsegangs Rücklagen für steuerbegünstigte Ausschüttungen schaffen.

## 2. Vorbereitung des Börsegangs aus steuerrechtlicher Sicht

### 2.1. Umstrukturierungen und Rechtsformwahl

Typischerweise erfolgen Börsegänge in Österreich in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft (AG) oder Societas Europea (SE). Unternehmen, die in einer anderen Rechtsform geführt werden, müssen daher in Vorbereitung auf den Börsegang entsprechend umgegründet werden. Die steuerrechtlichen Folgen dieser Umgründung hängen einerseits davon ab, ob es im Zuge dieser Umstrukturierung zu einem Wechsel der Besteuerungsform kommt, also zu einem Wechsel von der Einkommensteuer (EStG) zur Körperschaftsteuer (KStG), und andererseits, ob

für diese Umgründung die Begünstigungen des Umgründungssteuergesetzes (UmgrStG) anwendbar sind. Ein einfacher Rechtsformwechsel, also die formwechselnde Umwandlung einer GmbH in eine AG, führt nicht zum Wechsel der Besteuerungsform und auch nicht zu einer Vermögensübertragung auf ein anderes Steuersubjekt, sodass dieser Vorgang auch ohne die Anwendung der steuerrechtlichen Begünstigungen des UmgrStG keine Besteuerung auslöst. Das Unternehmen wird aus steuerlicher Sicht einfach unter der neuen Gesellschaftsform fortgeführt.

Anders verhält es sich jedoch, wenn im Zuge der Umstrukturierung entweder Vermögen auf einen anderen Steuerpflichtigen übertragen oder die Besteuerungsform gewechselt wird, also ein Einzelunternehmen oder eine Personengesellschaft in eine Kapitalgesellschaft eingebracht wird oder zwei Kapitalgesellschaften zu einer verschmolzen werden. Derartige Vorgänge würden nach den allgemeinen Bestimmungen und Prinzipien der Einkommen- oder Körperschaftsteuer eine Veräußerungs-, Tausch- oder Liquidationsbesteuerung auslösen. Wie bei einer Betriebsaufgabe bzw Unternehmensveräußerung käme es je nach Ausgangslage zur Besteuerung von stillen Reserven (Differenz zwischen Buchwert und Verkehrswert). Durch die Anwendung des UmgrStG werden diese Umgründungen jedoch hinsichtlich der Ertragsteuer steuerneutral behandelt. Im Bereich der Verkehrssteuern enthält das UmgrStG Begünstigungen, so unterliegt etwa die Übertragung von Immobilien auch im Zuge von Umgründungen der Grunderwerbsteuer, jedoch mit einem geringeren Steuersatz.

### 2.1.1. Verschmelzung

Unter Verschmelzung<sup>1</sup> (Fusion) wird die Vereinigung von mindestens zwei Kapitalgesellschaften (insb GmbH und AG) zu einer Kapitalgesellschaft verstanden. Die entsprechenden gesellschaftsrechtlichen Vorschriften finden sich im Aktiengesetz und im GmbH-Gesetz. Es gibt folgende Verschmelzungsmöglichkeiten:

- Bei der Verschmelzung durch Aufnahme überträgt mindestens eine Kapitalgesellschaft ihr Vermögen auf eine bereits existierende Kapitalgesellschaft. Sämtliche Rechte und Pflichten gehen im Wege der Gesamtrechtsnachfolge über. Die übertragende Gesellschaft geht ohne Liquidationsbesteuerung unter. Die Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft erhalten im Gegenzug Anteile an der übernehmenden Gesellschaft.
- Bei der Verschmelzung durch Neugründung übertragen zwei oder mehrere Kapitalgesellschaften ihr Vermögen auf eine neu gegründete Kapitalgesell-

---

<sup>1</sup> Die steuerrechtlichen Folgen einer Verschmelzung sind in Art I UmgrStG geregelt. Die hier enthaltene Kurzdarstellung dient ausschließlich dem kursorischen Überblick über die Wirkungsweise einer Verschmelzung. Für tieferegehende Informationen wird auf die entsprechende Fachliteratur verwiesen.

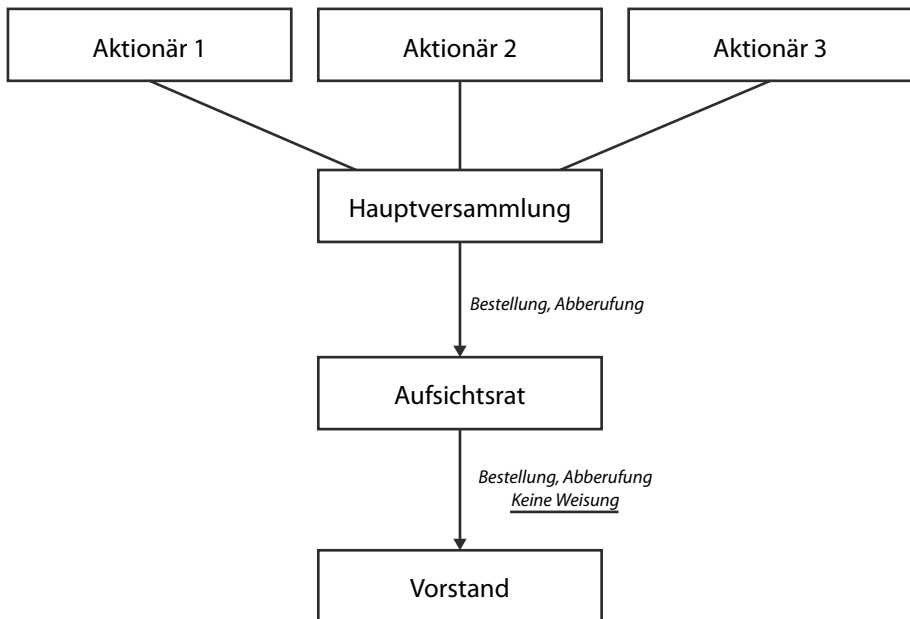


Abb 2: Format „Organe der Aktiengesellschaft“

## 2.2. Leitungsorgane

### 2.2.1. Der Geschäftsführer der GmbH

#### Anzahl der Geschäftsführer, Bestellung und Abberufung

Die GmbH muss zumindest einen Geschäftsführer haben. Die Geschäftsführer werden im Gesellschaftsvertrag oder durch Beschluss der Gesellschafter (§ 34 GmbHG) bestellt (§ 15 Abs 1 3. S GmbHG).

Von der körperschaftlichen Bestellung als Organ ist die arbeits- bzw schuldrechtliche Anstellung zu unterscheiden, die nicht zwingend zeitlich zusammenfallen muss. Für den Abschluss dieses Anstellungsvertrags ist die Gesellschafterversammlung zuständig (falls nicht der Gesellschaftsvertrag dies anders regelt).

Die Gesellschafter können die Bestellung des Geschäftsführers jederzeit ohne Grund widerrufen (§ 16 GmbHG). Wird einem Gesellschafter allerdings ein Sonderrecht auf Geschäftsführung eingeräumt, so ist für seine Abberufung eine Klage auf Abberufung aus wichtigem Grund nötig.

#### Vertretung der Gesellschaft

Die Gesellschaft wird durch ihre Geschäftsführer gerichtlich und außergerichtlich vertreten (§ 18 GmbHG).

### 3. Die Umwandlung der GmbH in eine Aktiengesellschaft

#### 3.1. Allgemeines

Wie schon in der Einleitung erwähnt, begegnet man in der Beratungspraxis überwiegend Unternehmen, die als GmbH organisiert sind, wenn es um die Frage eines möglichen Listings geht. Der meist erste (Umsetzungs-)Schritt auf dem Weg zum Listing besteht in der Umwandlung der GmbH in eine Aktiengesellschaft gemäß den Vorschriften der §§ 245 ff AktG. Um auch in diesem Zusammenhang einen ersten Überblick zu geben, folgt im Anschluss eine kurze Zusammenfassung der notwendigen Schritte und Implikationen der Umwandlung.

Bei der Umwandlung handelt es sich nicht um eine Änderung des Rechtsträgers, weshalb sich im Vergleich zur Spaltung oder Einbringung nicht die Frage der Rechtsnachfolge stellt. Der Rechtsträger, die Gesellschaft, bleibt ident, ändert lediglich, wie man im Juristendeutsch gern blumig formuliert, sein Rechtskleid.

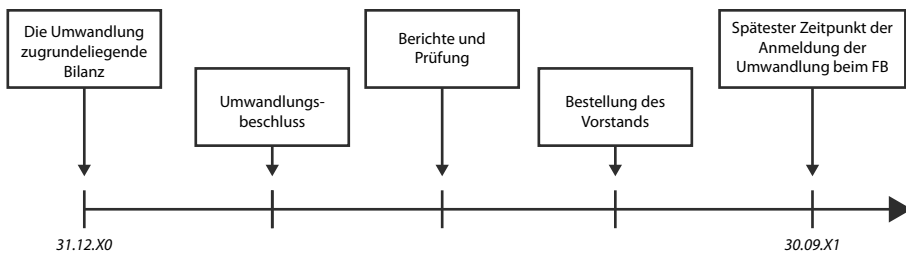


Abb 3: Format „typische Timeline einer Umwandlung“

#### 3.2. Vorbereitungshandlungen

In Vorbereitung auf die bevorstehende Umwandlung haben die Geschäftsführer zunächst nach den allgemeinen Vorschriften des UGB eine Bilanz aufzustellen (§ 246 Abs 3 AktG). Die Bilanz muss nicht veröffentlicht werden und muss zu einem höchstens neun Monate vor der Anmeldung der Umwandlung liegenden Stichtag aufgestellt werden. In der Praxis wird die Umwandlung zeitlich so gelegt, dass eine bereits nach allgemeinen Bestimmungen aufgestellte (und geprüfte) Bilanz aus dem letzten Jahresabschluss verwendet werden kann.

#### 3.3. Umwandlungsbeschluss durch die Generalversammlung

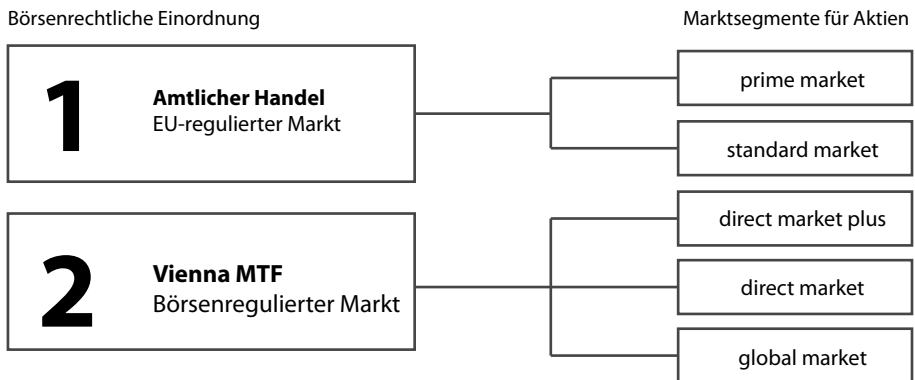
Gemäß § 245 Abs 1 AktG wird die GmbH durch Beschluss der Generalversammlung in eine Aktiengesellschaft umgewandelt, wobei gemäß § 245 Abs 2 AktG



### 2.3. Zulassung bzw Einbeziehung zum Börsehandel – Märkte

Bereits mit MiFID I<sup>10</sup> legte der Europäische Gesetzgeber grundsätzlich die Definition der unterschiedlichen Handelsplätze für Finanzinstrumente in Europa fest. Dabei unterschied er generell zwischen den sogenannten „Geregelten Märkten“ und den „Multilateralen Handelssystemen“ (Multilateral Trading Facility – MTF).<sup>11</sup> Beiden ist gemein, dass sie den Handel von Finanzinstrumenten durch eine Vielzahl von Parteien nach fixen Regeln ermöglichen müssen. Die grundsätzlichen Unterschiede liegen in den Zulassungsvoraussetzungen für Finanzinstrumente (wie beispielsweise Mindestgröße, Bestandsdauer der emittierenden Gesellschaft oder die Mindeststreuung der Finanzinstrumente) und den Transparenzpflichten bereits gelisteter Emittenten (zB in Form von Finanzberichten). Sind diese für die Geregelten Märkte grundsätzlich durch europäische Rechtsnormen vorgegeben<sup>12</sup>, so steht es den Betreibern von MTF weitgehend frei, Regeln sowohl für den Zugang als auch für die nachfolgende Transparenz festzulegen.

Die WBAG betreibt als Börseunternehmen den Amtlichen Handel als Geregelten Markt und den Vienna MTF als MTF.<sup>13</sup>



Die Einbeziehung von Aktien in den direct market plus, direct market und global market ist durch die AGB der Wiener Börse AG geregelt.

Abb 1: Börsenrechtliche Einordnung der Märkte und Marktsegmente der WBAG für Aktien

10 MiFID I = Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente.

11 Mit MiFID II = Richtlinie 2014/65/EU über Märkte und Finanzinstrumente, wurden die Handelsplätze um die OTFs (*Organised Trading Facilities*) ergänzt. Mangels Relevanz wird auf diese hier nicht näher eingegangen.

12 Für die Zulassung vor allem durch die Börsenzulassungsrichtlinie 2001/34/EG, für die Transparenzpflichten vor allem durch die Transparenzrichtlinie 2004/109/EG.

13 Eine Abfrage aller Geregelten Märkte und MTFs in Europa findet sich unter [https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma\\_registers\\_upreg](https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_upreg) (abgerufen 18.12.2019).

## 4.2. Zulassung zum Handel an einem Geregelten Markt – „Listingprospekt“

Der zweite Sachverhalt, der eine Prospektpflicht auslöst, ist die Zulassung zum Handel an einem Geregelten Markt – an der Wiener Börse der Amtliche Handel.

Der Handel an einem Geregelten Markt bedarf der Zulassung durch das Börseunternehmen (in Österreich die WBAG), wobei bestimmte Zulassungsvoraussetzungen vorliegen müssen (siehe bereits Punkt 2.3.1.). Dem Antrag auf Zulassung zum Amtlichen Handel ist der gebilligte Prospekt anzuschließen.<sup>36</sup>

Wird ein öffentliches Angebot mit einem Antrag auf Handelszulassung verbunden, sind freilich nicht zwei gesonderte, sondern ist nur ein (kombinierter) Prospekt zu erstellen.

---

### Kein Listingprospekt bei MTFs

Wie eben beschrieben, ist ein Listingprospekt nur bei der Zulassung zum Handel an einem Geregelten Markt zu veröffentlichen. Die bloße Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem MTF (zB dem Vienna MTF – siehe Punkt 2.3.2.) unterliegt daher nicht der Pflicht zur Erstellung eines Prospekts gemäß der ProspektVO. Erfolgt allerdings zugleich ein öffentliches Angebot (IPO), so ist freilich auch bei der Zulassung zum Handel an einem MTF ein (Angebots-)Prospekt zu veröffentlichen. Der Betreiber des MTF kann allerdings die Erstellung und Veröffentlichung eines Informationsmemorandums vorschreiben (siehe Punkt 6.).

---

## 5. Prospektfreiheit und Prospektausnahmen

Der Prospekt dient der Information und dem Schutz der Anleger.<sup>37</sup> Unzureichende (fehlende) oder falsche Informationen in einem Prospekt können zu einer **Haftung** des Emittenten führen.<sup>38</sup> Zugleich gibt es aber Sachverhalte, in denen der Anlegerschutz nicht in voller Intensität gewahrt werden muss, zB aufgrund der Professionalität der Anleger, oder ein voller Anlegerschutz unverhältnismäßig wäre. Die ProspektVO kennt daher Umstände, unter denen – trotz öffentlichem Angebot – kein Prospekt erstellt werden muss:

### 5.1. Prospektfreiheit bei unter EUR 2 Mio

Der europäische Gesetzgeber hat erkannt,<sup>39</sup> dass bei einem öffentlichen Angebot von weniger als EUR 1 Mio die Kosten für die Erstellung des Prospekts in keinem

---

36 § 42 Abs 3 Z 7 BörseG 2018.

37 Vgl Erwägungsgründe 7 und 10 der ProspektVO.

38 Auf die Prospekthaftung wird in diesem Beitrag nicht näher eingegangen; es wird auf die einschlägige Literatur und Judikatur verwiesen.

39 Vgl Erwägungsgrund 12 der ProspektVO.