

Michael Lembäcker, MA P.LL.M. MBA

Bewertung von Unternehmensanteilen mit Vermögensrechten in komplexen Kapitalstrukturen unter Verwendung internationaler Bewertungsansätze zur Umsetzung von KFS/BW 1 (Teil 1)

» RWZ 2025/54

Dieser Beitrag erscheint in zwei Teilen: Teil 1 (in dieser Ausgabe) behandelt die internationalen Bewertungsstandards sowie die theoretischen Grundlagen komplexer Kapitalstrukturen. Teil 2 (in der kommenden Ausgabe) widmet sich den konkreten Bewertungsmethoden und Praxisbeispielen zur Bewertung von Vorzugsaktien.

1. Einleitung

Eine sachgerechte Bewertung von Unternehmensanteilen setzt voraus, dass neben dem Unternehmenswert auch die Art und die Struktur der zugrunde liegenden Anteilsklassen berücksichtigt werden. Die *International Valuation Standards* (IVS 200) unterscheiden ausdrücklich zwischen einfachen und komplexen Kapitalstrukturen. Dies hat unmittelbare Auswirkungen auf die Wahl des Bewertungsansatzes.

Bei einfachen Kapitalstrukturen, etwa mit bspw nur einer Stammaktienklasse, lässt sich der Unternehmenswert idR auf Basis einer anteiligen Bewertung ableiten. Bei komplexen Kapitalstrukturen, bspw bei Vorzugsaktien mit bestimmten wirtschaftlichen Rechten, ist diese Vorgehensweise unzureichend. In diesen Fällen hat der Bewertende den Unternehmenswert unter Berücksichtigung ihrer jeweiligen ökonomischen Rechte und Rangfolgen auf die unterschiedlichen Anteilsklassen aufzuteilen.

Genau diesen Anspruch formuliert auch das österreichische Fachgutachten KFS/BW 1 (2014) bei der Bewertung von Unternehmensanteilen. In Rz 149 letzter Satz heißt es:

„*Einer unterschiedlichen Ausstattung von Unternehmensanteilen mit Vermögensrechten (zB Vorzugsaktien) ist allerdings bei der Bewertung Rechnung zu tragen.*“

Diese Aussage ist mehr als eine methodische Randbemerkung. Sie fordert, dass asymmetrische Rechteverteilungen innerhalb der Kapitalstruktur quantitativ berücksichtigt werden müssen. Demzufolge ist der Unternehmenswert nicht mehr linear, sondern entsprechend der vertraglichen und wirtschaftlichen Rechte zu verteilen. Dies betrifft insb Start-ups und wachstumsstarke Unternehmen. In diesen Fällen bestehen häufig mehrere Anteilsklassen mit unterschiedlichen Ausschüttungs-, Kontroll- und Wandlungsrechten.

Dieser Fachbeitrag beschäftigt sich mit den Herausforderungen bei der Bewertung von Unternehmensanteilen in komplexen Kapitalstrukturen, insb im Hinblick auf Vorzugsaktien. Dazu werden verschiedene international anerkannte Bewertungsansätze vorgestellt, die zeigen, wie der Unternehmenswert auf Basis unterschiedlicher Methoden auf die verschiedenen Anteilsklassen aufgeteilt werden kann. Anhand von Praxisbeispielen wird die Anwendung dieser Methoden veranschaulicht. Dabei wird auch verdeutlicht, wie die Wahl der Bewertungsmethode vom Reifegrad des Unternehmens und dem spezifischen Bewertungsanlass abhängt.

2. Internationale Bewertungsstandards

Zur Umsetzung dieser Anforderungen wurden folgende Bewertungsstandards herangezogen (sie stellen jedoch keinen Anspruch auf Vollständigkeit, sondern bieten einen methodischen Rahmen):

- *Valuation of Privately-Held-company equity Securities issued as compensation* des American Institute of Certified Public Accountants (2013);
- *International Valuation Standards, IVS 200 Business and Business Interests* des International Valuation Standards Council (2025);
- *International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines* des International Private Equity and Venture Capital Valuation Board (2022).

2.1. Valuation of Privately-Held-company equity Securities issued as compensation (AICPA)

Der Leitfaden des *American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA) zur Bewertung von Eigenkapitalinstrumenten für nicht börsennotierte Unternehmen, insb Kapitel 6 „Bewertung von Eigenkapitalinstrumenten mit komplexer Kapitalstruktur“, stellt einen Rahmen für die Ermittlung des *Fair Value* solcher Anteilsklassen dar. Er richtet sich primär an Bewertende im US-amerikanischen Kontext, ist jedoch auch international von Bedeutung.

Kapitel 6 des Leitfadens befasst sich mit der Bewertung von Beteiligungen innerhalb komplexer Kapitalstruktu-

ren. Dabei wird insb die Allokation des Unternehmenswerts auf unterschiedliche Anteilsklassen unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen Rechte der einzelnen Anteilsklassen behandelt.

2.2. International Valuation Standards (IVS)

Die *International Valuation Standards* (IVS) bilden den international anerkannten Rahmen für die Bewertung aller Vermögensklassen. Sie definieren allgemeine Prinzipien, die für eine konsistente und nachvollziehbare Wertermittlung maßgeblich sind. Innerhalb dieses Rahmens ist insb der Standard IVS 200 (*Business and Business Interests*) relevant, wenn Unternehmensanteile bewertet werden sollen.

Im Unterschied zu operativen Regelwerken wie dem AICPA-Leitfaden zielt der IVS 200 auf grundsätzliche Anforderungen ab. Da der IVS 200 explizit als internationaler Standard formuliert ist und in unterschiedlichen rechtlichen Systemen zur Anwendung kommt, verweist er nicht auf spezifische steuerliche und rechnungslegungsbezogene Regelungen.

2.3. International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines (IPEV)

Die *International Private Equity and Venture Capital Valuation Guide-lines* (IPEV) stellen einen internationalen Rahmen zur Bewertung von nicht börsennotierten Beteiligungen (*Private Capital Investments*) dar. Sie wurden vom IPEV-Board, unterstützt von Verbänden aus den Bereichen *Private Equity* und *Venture Capital*, entwickelt und sollen Bewertenden eine konsistente, marktnahe Ableitung des *Fair Values* ermöglichen.

Die Guidelines adressieren insb Beteiligungen im Kontext von *Venture Capital*, *Private Equity*, Mezzanine Finanzierungen. Ziel ist es, durch konzeptuelle Klarheit, Transparenz und Vergleichbarkeit eine bessere Beurteilung von Fondsportfolios zu ermöglichen.

2.4. Die Bewertungsstandards im Überblick

Die drei genannten Standards stehen in engem inhaltlichen Zusammenhang. Nachfolgend erfolgt eine differenzierte Betrachtung der Standards.

Standard	Standardsetter	Zielgruppe	Fokus
AICPA Guide (Kapitel 6)	American Institute of Certified Public Accountants (AICPA)	Bewertende, die <i>Fair Values</i> von Eigenkapitalinstrumenten ermitteln (zB für IRC 409A ¹ , ASC 718 ²)	Detaillierte Bewertungsmethoden bei komplexen Kapitalstrukturen
IVS 200	International Valuation Standards Council (IVSC)	Bewertende weltweit	Allgemeine Prinzipien zur Bewertung von Unternehmen und Beteiligungen

Standard	Standardsetter	Zielgruppe	Fokus
IPEV-Guidelines	International Private Equity & Venture Capital Valuation Board (IPEV)	Im Wesentlichen Private-Equity-, Venture-Capital-Investoren	<i>Fair Value</i> im Portfolio-Kontext; Praxisleitlinie für Investoren

¹ 409A Internal Revenue Code (US-Steuergesetzgebung)

² FASB ASC Topic 718 „Compensation – Stock Compensation“

Die IVS 200 bilden den Referenzrahmen für die Bewertung von Unternehmen und Beteiligungen auf internationaler Ebene. Die IPEV-Guidelines konkretisieren diesen Rahmen speziell für Beteiligungen im Bereich *Private Capital* und passen ihn an die praxisbezogenen Anforderungen institutioneller Investoren an. Der AICPA-Leitfaden vertieft wiederum die methodische Umsetzung. Insb bei der Bewertung komplexer Kapitalstrukturen, etwa bei der wertmäßigen Allokation auf unterschiedliche Anteilsklassen, stellt er detaillierte Modellvorgaben und Anwendungskriterien bereit, die in der praktischen Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen vielfach als Standard gelten.

Diese Auswahl erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit, bildet jedoch eine fundierte methodische Grundlage für die Bewertung von Unternehmensanteilen mit Vermögensrechten in komplexen Kapitalstrukturen. Dies ist insb im Kontext von *Fair-Value*-Bewertungen nach internationalen Rechnungslegungsstandards, für steuerliche Zwecke (ua gemeiner Wert) oder bei der Ableitung von Marktwerten für transaktionsnahe Bewertungen von Bedeutung.

3. Theoretischer Rahmen – Komplexe Kapitalstrukturen

Mit Risikokapital finanzierte Unternehmen verfügen oft über eine Kombination verschiedener Eigenkapitalinstrumente, die jeweils spezifische Rechte für die Inhaber bieten. Häufig geben diese Unternehmen neben Stammaktien auch Vorzugsaktien aus. Die Vorzugsaktien bestehen dabei aus mehreren Serien, die aus aufeinanderfolgenden Finanzierungsrounds resultieren. Jede dieser Serien ist mit Rechten ausgestattet, die sich möglicherweise von denen der anderen Serien unterscheiden.

Kapitalstrukturen, die mehrere Wertpapiergattungen umfassen, sind häufig in Start-up-Unternehmen zu finden, die mit Risikokapital (*Private Equity*) finanziert werden. Investoren streben durch eine Vielzahl von Strategien hohe Renditen an, bspw durch den Erwerb gut geführter Unternehmen, die als Expansionsplattform genutzt werden können (ein „*Roll-up*“), oder durch den Erwerb schlecht geführter Unternehmen, deren Rentabilität durch ein besseres Management verbessert werden kann (ein „*Turnaround*“).

Angesichts der hohen Risiken, die mit ihren Investitionen verbunden sind, streben Risikokapital- und *Private-Equity*-Investoren idR einen Schutz vor Verlusten sowie eine erhebliche Kontrolle oder Einflussnahme auf die Aktivitäten der Unternehmen an. Daher erhalten die Investoren im Gegenzug für ihre Kapital-

einlagen in das Unternehmen häufig Vorzugsaktien, die ihren Inhabern verschiedene Rechte einräumen.

Die Rechte der Vorzugsaktionäre lassen sich in zwei große Kategorien einteilen: wirtschaftliche und kontrollbezogene Rechte. Die wirtschaftlichen Rechte sollen den Vorzugsaktionären im Vergleich zu den Stammaktionären höhere und stabilere wirtschaftliche Ergebnisse ermöglichen. Kontrollrechte ermöglichen es Vorzugsaktionären, das Unternehmen in einer Weise zu beeinflussen oder zu kontrollieren, die in keinem Verhältnis zu ihren Anteilen steht.

Im Vergleich dazu tragen Stammaktionäre idR ein höheres unternehmerisches Risiko, da sie im Rang hinter den Vorzugsaktionären stehen und erst nach diesen an Gewinnen oder Liquidationserlösen beteiligt werden. Gleichzeitig bieten Stammaktien potenziell höhere Chancen auf Wertsteigerung. Vorzugsaktien hingegen häufig mehr Sicherheit und planbare Erträge.

Im Folgenden erfolgt eine nähere Darstellung der wirtschaftlichen und kontrollbezogenen Rechte von Vorzugsaktien, um eine bessere Nachvollziehbarkeit ihrer Funktion und Bedeutung zu ermöglichen.

3.1. Wirtschaftliche Rechte¹

3.1.1. Liquidationspräferenzen

Die Liquidationspräferenz gilt allgemein als eines der wichtigsten Unterscheidungsmerkmale zwischen Vorzugs- und Stammaktien, da sie den Vorzugsaktionären im Falle einer Liquidation Vorzugsrechte gegenüber den Stammaktionären einräumen. Dieser Vorzug kommt nicht nur im Falle einer Liquidation, sondern auch bei einer Verschmelzung, einem Verkauf oder einer Änderung der Beherrschungsverhältnisse zur Anwendung.

Die Liquidationspräferenzen lassen sich im Wesentlichen in zwei Kategorien einteilen:

- Nicht partizipierende Vorzugsaktien:* Im Falle einer Liquidation oder eines Verkaufs hat der Inhaber solcher Aktien nur Anspruch auf den festgelegten Liquidationsvorzugsbetrag. Er hat keinen Anspruch an den darüber hinausgehenden Erlösen.
- Partizipierende Vorzugsaktien:* Bei einer Liquidation oder einem Verkauf hat der Inhaber von partizipierenden Vorzugsaktien zunächst das Recht, seinen Liquidationsvorteil zu erhalten. Anschließend hat er anteilig mit den Stammaktien Anspruch auf den verbleibenden Liquidationserlös. Die Gesamterträge der Vorzugsaktien kann in diesem Szenario begrenzt (zum Beispiel auf das Dreifache des ursprünglichen Kaufpreises der Vorzugsaktien) oder unbegrenzt sein.

Die Liquidationspräferenz ist ein wichtiges Element zur Maximierung der Rendite der Vorzugsaktionäre und kann je nach Liquidationsszenario variieren.

¹ Vgl Valuation of Privately-Held-company equity Securities issued as compensation des American Institute of Certified Public Accountants (2013); Antonella Puca, Early stage valuation: a fair perspective (2020).

Beispiel:²

Art der Anteile	Anteile	Investiertes Kapital	Präferenz pro Anteil	Liquidationserlös	Beteiligung in %
Series A-Vorzugsaktien	10.000.000	10.000.000 €	1,00 €	10.000.000 €	33,33 %
Series B-Vorzugsaktien	15.000.000	15.000.000 €	1,00 €	15.000.000 €	50,00 %
Stammaktien	5.000.000	-	-	-	16,67 %
Gesamt	30.000.000	25.000.000 €		25.000.000 €	100,00 %

Ein vereinfachtes Beispiel für die Verteilung der Liquidationserlöse in verschiedenen Szenarien:

Szenario 1: Erlöse aus der Liquidation: 25.000.000 € (nicht partizipierende Vorzugsaktien):

- Series A-Vorzugsaktien: 10.000.000 Aktien mit Liquidationspräferenz von 1,00 € pro Aktie → 10.000.000 €.
- Series B-Vorzugsaktien: 15.000.000 Aktien mit Liquidationspräferenz von 1,00 € pro Aktie → 15.000.000 €.
- Für Stammaktien verbleiben keine Liquidationserlöse.

Szenario 2: Erlöse aus der Liquidation: 50.000.000 € (nicht partizipierende Vorzugsaktien):

- Series A-Vorzugsaktien: 10.000.000 Aktien mit Liquidationspräferenz von 1,00 € pro Aktie → 10.000.000 €.
- Series B-Vorzugsaktien: 15.000.000 Aktien mit Liquidationspräferenz von 1,00 € pro Aktie → 15.000.000 €.
- Der Restbetrag von 25.000.000 € wird gleichmäßig unter den Stammaktionären verteilt.

Szenario 3: Erlöse aus der Liquidation 50.000.000 € (partizipierende Vorzugsaktien):

- Series A-Vorzugsaktien: 10.000.000 Aktien mit Liquidationspräferenz von 1,00 € pro Aktie → 10.000.000 €.
- Series B-Vorzugsaktien: 15.000.000 Aktien mit Liquidationspräferenz von 1,00 € pro Aktie → 15.000.000 €.
- Nun wird der verbleibende Betrag iHv 25.000.000 € zwischen den Stammaktionären und den partizipierenden Vorzugsaktionären aufgeteilt (25.000.000 € / 30.000.000 Anteile = 0,83 € pro Anteil).

3.1.2. Vorzugsdividenden

Vorzugsaktien sind häufig mit einem festen Dividendenanspruch verbunden, der sich idR auf einen bestimmten Prozentsatz des Ausgabepreises bezieht. Bei der Ausschüttung von Dividenden genießen Vorzugsaktionäre grds Vorrang gegenüber Stammaktionären.

Ein wesentliches Unterscheidungsmerkmal betrifft die Kumulierbarkeit der Dividendenansprüche.

² In Anlehnung an Exhibit 3.1. Capital Structure – Antonella Puca, Early stage valuation: a fair value perspective (2020).

- a) *Nicht kumulative Dividenden* verfallen, wenn sie in einem bestimmten Geschäftsjahr nicht beschlossen oder bezahlt werden. Sie werden also nicht in die Folgejahre übertragen.
- b) *Kumulative Dividenden* hingegen werden, auch wenn sie in einzelnen Jahren ausgesetzt wurden, angesammelt und bei nächster Gelegenheit oder spätestens bei Liquidation vorrangig ausgezahlt. Im Falle einer Liquidation werden diese rückständigen Dividenden häufig als zusätzliche Einlage der Vorzugsaktionäre behandelt, wodurch sich ihr Anspruch auf den Liquidationserlös erhöht.

3.1.3. Wandlungsrechte (Conversion rights)

Wandlungsrechte geben Vorzugsaktionären das Recht, ihre Vorzugsaktien zu einem vertraglich festgelegten Preis in Stammaktien umzuwandeln („Wandlungsverhältnis“). In einer Vereinbarung zum Kauf von Vorzugsaktien gibt das Wandlungsverhältnis an, wie viele Stammaktien durch Ausübung des Wandlungsrechts einer Vorzugsaktie erworben werden können.

Ein Wandlungsverhältnis von 2 und ein Wandlungspreis von 1 € zeigen bspw an, dass jede Vorzugsaktie in zwei Stammaktien zu je 0,50 € (insgesamt 1 € für beide Aktien) umgewandelt werden kann.

IdR verlangen die Bestimmungen bezüglich der Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien, dass alle ausstehenden Vorzugsaktien automatisch in Stammaktien umgewandelt werden, wenn dies im Fall eines „qualifizierten Börsengangs“ (*qualified IPO*) gemäß der Vorzugsaktienvereinbarung oder der Satzung des Unternehmens vorgesehen ist.

3.1.4. Verwässerungsschutzrechte (Antidilution rights)

Diese Rechte sollen eine Verwässerung der Anteile der Vorzugsaktionäre im Falle späterer Finanzierungsrunden verhindern oder zumindest verringern. Sie führen zu einer automatischen Anpassung des ursprünglichen Umtauschverhältnisses von Vorzugsaktien in Stammaktien, wenn ein Unternehmen später Aktien zu einem Preis pro Aktie ausgibt, der unter dem ursprünglichen Ausgabepreis der bestehenden Vorzugsaktien liegt. Gemäß dem Leitfaden des *American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA) können Verwässerungsschutzrechte grob in drei Kategorien unterteilt werden: *Full Ratchet* und zwei Arten von *Partial Ratchet*.

Beim *Full Ratchet* wird das Umwandlungsverhältnis vollständig an den niedrigeren Ausgabepreis angepasst, unabhängig von der Anzahl der neu ausgegebenen Aktien. Die beiden Formen des *Partial Ratchets* sehen hingegen eine nur teilweise Anpassung vor.



Beispiel:³

Angenommen zum 1. Januar des Jahres 1 besteht folgende Kapitalstruktur:

Art der Anteile	Ausstehende Anteile	Ausgabepreis	Präferenz pro Anteil	Umwandlungspreis	Umwandlungsverhältnis	Vollständig umgewandelte Aktien	Vollständig umgewandelte Eigentumsanteile
Series A-Vorzugsaktien	2.000.000	10 €	10 €	10 €	1,0	2.000.000	19,23 %
Stammaktien	8.400.000	-				8.400.000	80,77 %
Gesamt						10.400.000	100,00 %

Am 15. Februar des ersten Jahres gibt das Unternehmen eine neue Runde von 5.000.000 Series B-Wandelaktien zu einem Preis von 8 € pro Aktie aus. Die Series B-Vorzugsaktien haben eine 1x-Liquidationspräferenz und eine 1x-Umwandlungsquote. Aus der folgenden Tabelle geht die Kapitalstruktur des Unternehmens nach der neuen Finanzierungsrunde hervor, unter der Annahme, dass die Series A-Vorzugsaktionäre keine *Antidilution*-Rechte besitzen. Die Series B-Aktionäre halten jetzt 32,47 % am Unternehmen und der Anteil der Series A-Aktionäre wurde von 19,23 % auf 12,99 % verwässert.

Art der Anteile	Ausstehende Anteile	Ausgabepreis	Präferenz pro Anteil	Umwandlungspreis	Umwandlungsverhältnis	Vollständig umgewandelte Aktien	Vollständig umgewandelte Eigentumsanteile
Series A-Vorzugsaktien	2.000.000	10 €	10 €	10 €	1,0	2.000.000	12,99 %
Series A-Vorzugsaktien	5.000.000	8 €	8 €	8 €	1,0	5.000.000	32,47 %
Stammaktien	8.400.000	-				8.400.000	54,55 %
Gesamt						15.400.000	100,00%

³ In Anlehnung an Exhibit 3.1. Capital Structure – Antonella Puca, Early stage valuation: a fair value perspective (2020).

Unter den Bedingungen einer Vollratchet-Bestimmung wird der Umwandlungspreis der zuvor ausgegebenen Series A-Vorzugsaktien auf den Preis der Series B-Vorzugsaktienrunde (8 € pro Anteil) angepasst. Das Umwandlungsverhältnis der Series A-Vorzugsaktien wird auf 1,25 (der ursprüngliche Preis von 10 €, geteilt durch den Preis der neuen Series B-Aktien von 8 €) festgelegt.

Somit werden die ursprünglichen 2.000.000 Series A-Vorzugsaktien in 2.500.000 Series A-Vorzugsaktien umgewandelt.

Art der Anteile	Ausstehende Anteile	Ausgabepreis	Präferenz pro Anteil	Umwandlungspreis	Umwandlungsverhältnis	Vollständig umgewandelte Aktien	Vollständig umgewandelte Eigentumsanteile
Series A-Vorzugsaktien	2.000.000	10 €	10 €	8 €	1,25	2.500.000	15,72 %
Series A-Vorzugsaktien	5.000.000	8 €	8 €	8 €	1,0	5.000.000	31,45 %
Stammaktien	8.400.000	-				8.400.000	52,83 %
Gesamt						15.900.000	100,00 %

Die partielle *Ratchet-Formel* (*Narrow-based weighted average*) führt zu einem neuen Umwandlungspreis von 8,57 € für Series A-Vorzugsaktien. Dies wiederum führt zu einem Umwandlungsverhältnis von 1,17 Stammaktien pro Vorzugsaktie. Dies entspricht einem Anteil von 14,83 % an der Unternehmensbeteiligung der Series A-Aktionäre auf vollständig umgewandelter Basis.

Formel für den neuen Umwandlungspreis (NBWA): $\text{Ausgabepreis der Vorzugsaktien der Serie A} \times (A + B) / (A + C)$; somit $10 \text{ €} \times (2.000.000 + 5.000.000 \times 8 \text{ €} / 10 \text{ €}) / (2.000.000 + 5.000.000) = 8,57 \text{ €}$

Erläuterung:

A: Anzahl der ausstehenden Series A-Vorzugsaktien vor der neuen Runde.

B: Gesamtbetrag, der für Series B-Vorzugsaktien bezahlt wurde, geteilt durch den Preis pro Aktie, der für Series A-Vorzugsaktien gezahlt wurde.

C: Anzahl der neuen Series B-Vorzugsaktien, die zum neuen Preis ausgegeben wurden.

Art der Anteile	Ausstehende Anteile	Ausgabepreis	Präferenz pro Anteil	Umwandlungspreis	Umwandlungsverhältnis	Vollständig umgewandelte Aktien	Vollständig umgewandelte Eigentumsanteile
Series A-Vorzugsaktien	2.000.000	10 €	10 €	8,57 €	1,17	2.333.333	14,83 %
Series A-Vorzugsaktien	5.000.000	8 €	8 €	8 €	1,0	5.000.000	31,78 %
Stammaktien	8.400.000	-				8.400.000	53,39 %
Gesamt						15.733.333	100,00 %

3.2. Kontrollrechte⁴

3.2.1. Schutz- und Vetorechte (*Protective provisions and veto rights*)

Diese Rechte ermöglichen es den Vorzugsaktionären, gegen wichtige Unternehmensmaßnahmen ein Veto einzulegen, und zwar in einem Umfang, der nicht ihrer prozentualen Beteiligung entspricht. Gemäß diesen Bestimmungen hat ein Unternehmen die Zustimmung von mindestens einem bestimmten Prozentsatz der Vorzugsaktionäre einzuholen, bevor es wesentliche Maßnahmen ergreifen kann.

Zusätzlich können Investoren auch Schutzbestimmungen für einzelne Serien erhalten. Unternehmen kann demnach auferlegt werden, die Zustimmung eines bestimmten Prozentsatzes aller Vorzugsaktien sowie eines bestimmten Prozentsatzes bestimmter Serien von Vorzugsaktien einzuholen, bevor sie bedeutende Kapitalmaßnahmen ergreifen.

Zu den bedeutenden Kapitalmaßnahmen, für die eine Zustimmung vereinbart werden kann, zählen bspw:

- Änderungen bei den Rechten der Vorzugsaktionäre,
- Erhöhung oder Verringerung der Zahl der Vorzugsaktien oder Schaffung einer neuen Aktienklasse mit vorrangigen oder gleichrangigen Rechten gegenüber den bestehenden Vorzugsaktien,
- Erklärung von Dividenden oder anderen Ausschüttungen an die Anteilseigner oder Rückkauf von ausstehenden Aktien,

⁴ Vgl Valuation of Privately-Held-company equity Securities issued as compensation des American Institute of Certified Public Accountants (2013).

d) Übernahmen, Umstrukturierungen, Kontrollwechsel oder Transaktionen, bei denen alle oder im Wesentlichen alle Vermögenswerte des Unternehmens verkauft werden.

ellen Gründen ablehnen würden. Dies soll sicherstellen, dass ein geplanter Exit nicht durch eine kleine Gruppe blockiert werden kann.

3.2.2. Drag-along rights

Diese Rechte ermöglichen es der Mehrheit einer Aktiengattung, die Inhaber einer oder mehrerer anderer Aktiengattungen (zB Anteile der Mitarbeiter im Zuge eines *Management-Equity-Programms*) zu zwingen, ihre Anteile in Angelegenheiten, die den Verkauf des Unternehmens betreffen, entsprechend abzustimmen.

Im Rahmen eines sog „*Drag-Along Rights*“ können die Vorzugsaktionäre mehrheitlich einen Verkauf des Unternehmens beschließen und auch die Stammaktionäre verpflichten, ihre Anteile zu denselben Bedingungen zu verkaufen und dem Deal zuzustimmen. Dies gilt selbst dann, wenn sie diesen aus individu-

3.2.3. Vorkaufsrechte und Tag-along rights

Vorzugsaktionäre mit diesen Rechten können den Verkauf von Stammaktien durch bspw die Unternehmensgründer und andere Schlüsselpersonen im Management wirksam einschränken. Dies geschieht, indem den Vorzugsaktionären das Recht eingeräumt wird, solche Anteile zu dem von einem Dritten gebotenen Preis selbst zu erwerben (Vorkaufsrecht) und indem die Gründer verpflichtet werden, den Vorzugsaktionären die Möglichkeit einzuräumen, ihre eigenen Anteile anteilig mitzuverkaufen (*Tag-Along-Rechte*), wenn bspw die Gründer Anteile veräußern.

Verwendete Literatur

Standards:

Valuation of Privately-Held-company equity Securities issued as compensation des American Institute of Certified Public Accountants (2013);
International Valuation Standards, IVS 200 Business and Business Interests des International Valuation Standards Council (2025);
International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines des International Private Equity and Venture Capital Valuation Board (2022);
Fachgutachten des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer zur Unternehmensbewertung (beschlossen in der Sitzung des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation am 26. 3. 2014).

Literatur:

John C. Hull, *Optionen, Futures und andere Derivate* (2019);
 Antonella Puca, *Early stage valuation: a fair value perspective* (2020);
 Espen Gaarder Haug, *The Complete Guide to Option Pricing Formulas*, second edition (2007).



Der Autor:

Michael Lembäcker, M.A., P. LL.M., MBA, CVA, ist Partner bei Grant Thornton Austria und leitet den Bereich Valuation. Er ist Steuerberater, Wirtschaftsprüfer sowie allgemein beideter und gerichtlich zertifizierter Sachverständiger für Unternehmensbewertung und -planung. Zudem ist er Mitglied des Fachsenats für Unternehmensbewertung der Kammer der Steuerberater:innen und Wirtschaftsprüfer:innen.

🌐 lesen.lexisnexis.at/autor/Lembäcker/Michael