

AUTORENVERZEICHNIS |

DR. JOACHIM DETTMAR

*Partner und Verantwortlicher für Private Equity
h&z Unternehmensberatung, München*

MARKUS GÜNTHÖR

*Consultant mit Schwerpunkt Private Equity
h&z Unternehmensberatung, München*

Operative Wertsteigerung in Private Equity-Portfolios – ein Praxisreport

22

PROF. OLIVER GOTTSCHALG, PHD

Strategy and Business Policy, HEC Paris

DR. RALF GLEISBERG

Partner bei Akina, Zürich

RAMUN DERUNGS

Associate bei Akina, Zürich

Research-Studie: Size Matters – „Small is Beautiful“

33

DR. ANDRÉ MOREIRA

Investment Manager

BASF Venture Capital GmbH, Ludwigshafen

DIRK NACHTIGAL

Managing Director

BASF Venture Capital GmbH, Ludwigshafen

Corporate Venture Capital in der BASF – 15 Jahre Partnerschaft zwischen Start-ups und BASF

43

DR. CHRISTOPH LUDWIG

Steuerberater und Partner

BLL Braun Leberfinger Ludwig, München

THOMAS UNGER

Steuerberater, Wirtschaftsprüfer und Partner

BLL Braun Leberfinger Ludwig, München und

Geschäftsführer der Private Equity Verwahrstelle GmbH, München

Handels- und steuerrechtliche Compliance sowie aufsichtsrechtliche Aspekte bei Private Equity-Fonds

51

FLORIAN T. HIRSCHMANN
Rechtsanwalt und Partner
DLA Piper UK LLP, München

SILVIO MCMIKEN
Rechtsanwalt und Senior Associate
DLA Piper UK LLP, München

**Warranty & Indemnity-Versicherungen –
Closing a Gap**

65

PETRI PENNANEN
Geschäftsführer
WCF Finetrading GmbH, München

CLEMENS WAGNER
Direktor Beratung
WCF Finetrading GmbH, München

**Maßgeschneiderte Lösung – Finetrading
zur Beschaffung und Lagerung von Kindermode**

76

PROF. DR. CHRISTOPH VON EINEM
Rechtsanwalt und Partner
ARQIS Rechtsanwälte, München
sowie Lehrbeauftragter für Entrepreneurship & Law,
TU München

ANDREA SCHLOTE
Rechtsanwältin
ARQIS Rechtsanwälte, München

**Venture Capital – Quo Vadis?
Wie kann man sich als Business Angel engagieren?**

82

MATTHIAS ANDERER

*Director Venture Development
bei TechFounders,
Tech Startup Accelerator Program, Garching*

**10 Jahre Seed Acceleratoren –
Erkenntnisse für TechFounders**

90

LEILA ROEDER

*Rechtsanwältin und Partnerin
White & Case LLP, Frankfurt/Main*

RIAZ JANJUAH

*Rechtsanwalt und Partner
White & Case LLP, Hamburg*

DR. MARTIN HEIDRICH

*Rechtsanwalt und Local Partner
bei White & Case LLP, Hamburg*

Neue Spielregeln und Chancen für Distressed Investoren

97

PATRICIA VOLHARD, LL.M.

*Rechtsanwältin und Partnerin
P+P Pöllath + Partners, Frankfurt/Main*

DR. PETER BUJOTZEK, LL.M.

*Rechtsanwalt und Counsel
P+P Pöllath + Partners, Frankfurt/Main*

**Darlehensfonds für institutionelle Investoren
unter Berücksichtigung der aktuellen aufsichts-
rechtlichen und steuerlichen Entwicklungen**

103



Prof. Dr. Christoph von Einem
RECHTSANWALT UND PARTNER BEI ARQIS RECHTSANWÄLTE, München
SOWIE LEHRBEAUFTRAGTER FÜR ENTREPRENEURSHIP & LAW, TU München

PROF. DR. CHRISTOPH VON EINEM | ARQIS RECHTSANWÄLTE

Venture Capital – Quo Vadis? Wie kann man sich als Business Angel engagieren?

Ursprünglich wurde unter dem Begriff Venture Capital alles gefasst, was Private Equity und Venture Capital in den USA umfasste. Heute versteht man unter Venture Capital (VC) in Deutschland die Finanzierung von jungen, nicht börsennotierten, technologieorientierten Unternehmungen in der Früh- und Wachstumsphase durch außerbörsliches Beteiligungskapital.

Wo steht die Technologie-Frühphasen-Finanzierung in Deutschland heute?

Zwar kann seit einigen Jahren sehr deutlich nach der Ernüchterung in den Jahren 2001-2005 wieder eine deutlich verstärkte Gründungstätigkeit beobachtet werden, allerdings sind Gründungsteams oft noch immer verunsichert, wenn es um die Frage nach ausreichenden Finanzierungsmöglichkeiten geht. Und tatsächlich reicht die Finanzierung durch High-Tech Gründerfonds und Bayernkapital alleine nicht aus, um Innovationen flächendeckend zu fördern.

VC-Fonds müssen heute typischerweise angesichts ihrer Fondsgrößen mindestens EUR 2-5 Mio. pro Target investieren, so dass alle Investitionen mit einer Größenordnung zwischen EUR 0,5-1 Mio. durch Business Angels in Zusammenarbeit mit staatlichen Co-Investoren ermöglicht werden müssen.

Business Angels bringen neben dem Kapital auch ihr persönliches Know-how mit. Sie sind, anders als VC-Fonds, unabhängig von bestimmten Investmentregeln. Sie investieren oft entweder gemeinsam mit anderen Business Angels oder zusätzlich zu öffentlichen Investoren (Co-Investments). Dabei ist die öffentliche Unterstützung der Business Angels durch das Instrument des Investitionszuschusses Wagniskapital, sowie eine breitere Unterstützung der aktiven Business



Andrea Schlote
RECHTSANWÄLTIN
BEI ARQIS RECHTSANWÄLTE, München

Angels über den European Angels Fund, der ja auch aus deutschen Steuergeldern gespeist wird, sehr hilfreich. Business Angels und VC-Fonds („Investoren“) stellen Kapital grundsätzlich zeitlich unbegrenzt zur Verfügung und investieren mit einem langfristigen Anlagenhorizont und zwar immer nur mit frei verfügbarem und nicht fremdfinanziertem Kapital. Ziel eines Investments ist dabei immer die Erzielung eines möglichst hohen Unternehmenswerts und damit für die Investoren die Erzielung eines Gewinns beim Exit.

Welche Eigenschaften muss ein Start-up mitbringen, um sich für eine Finanzierung zu qualifizieren?

Grundvoraussetzung ist ein belastbares – nicht nur regionales – Geschäftsmodell. Investoren prüfen dies in einer Due Diligence in den Bereichen Business, Financial, Legal und Human Resources.

Daneben kommt es vornehmlich aber darauf an, dass sich die Gründer als ein geschlossenes, arbeitsteilig arbeitendes Team präsentieren können, dem man insbesondere in den unweigerlich auftretenden Stresszeiten ein zielorientiertes Handeln, Umsetzungswillen und -kraft zumuten kann. Einzelkämpfer als Gründer haben es dagegen oft schwer, das Vertrauen von Investoren zu gewinnen und werden zuweilen sogar klar abgelehnt, da niemand Mr. Superman ist.

Persönliches Investment oder Beteiligung über eigene Beteiligungsgesellschaft?

Business Angels können sich entweder persönlich oder mit einer eigenen Beteiligungsgesellschaft in der Form einer UG, GmbH oder AG an jungen Technologieunternehmen beteiligen. Die Beteiligung über eine Beteiligungsgesellschaft, sofern diese eine Kapitalgesellschaft ist, bringt steuerliche Vorteile im Sinne eines nicht unwesentlichen Steuerstundungseffekts mit sich, da das Schachtelpri-

vileg des § 8b Abs. 2 KStG im Ergebnis zur Steuerfreiheit von 95% des Veräußerungsgewinns auf der Ebene der Beteiligungsgesellschaft führt. Schüttet die Beteiligungsgesellschaft später Erträge bzw. Teile der vereinnahmten Veräußerungsgewinne an den Business Angel persönlich aus, statt sie wieder in andere Unternehmungen zu investieren, kommt es beim Business Angel zu einer Besteuerung der Einkünfte nach dem Teileinkünfteverfahren bzw. mit Abgeltungssteuer.

Diese sehr verbreitete Form des Haltens von Angel-Investments wird aber gerade durch eine Initiative des Bundesfinanzministeriums, die das Schachtelprivileg abschaffen will, gefährdet. Während frühere Versuche der Länder, zuletzt des Hessischen Finanzministers Dr. Schäfer, stets von der Bundesregierung und dem Bundestag deutlich mit Hinweis auf den positiven Effekt von Angel-Investments zurückgewiesen wurden, steht eine Reaktion des Kanzleramts und der Politik insgesamt zu dem neuen Versuch noch aus.

DOs and DON'Ts bei Venture Capital ähnlichem Angel-Investment

■ Gründung

Gründer sollten, sobald sie ihren Business Plan ausgearbeitet und sich fest zur gemeinsamen Umsetzung ihres Business Plans verabredet haben, ihre Gesellschaft in der Form einer Kapitalgesellschaft (alleine ohne Investoren) gründen und die Investoren sollten sich im Wege von Finanzierungsrunden durch die Übernahme von neugeschaffenen Geschäftsanteilen/Aktien – nicht durch den Verkauf von Gründeranteilen – später an dieser Gesellschaft beteiligen. In der Praxis haben sich folgende Konstellationen als nicht empfehlenswert herausgestellt: Die Gründer gründen gemeinsam mit den Investoren der ersten Finanzierungsrunde oder die Investoren gründen die Gesellschaft und die Gründer werden später mit Geschäftsanteilen/Aktien oder Optionen am Unternehmen beteiligt. Beide Konstellationen verursachen erhebliche lohnsteuerliche Nachteile sowohl für die Gesellschaft als auch für die Gründer.

Sollte sich herausstellen, dass das Gründerteam bereits seit längerem im Rahmen einer faktischen Gesellschaft (beispielsweise als GbR) zusammen an der

Umsetzung ihrer Unternehmensgründung gearbeitet hat, so ist darauf zu achten, dass die GbR nicht einfach beendet bzw. liquidiert und in einer neugegründeten GmbH dann der Anschein erweckt wird, dass vor der Gründung der GmbH keine Aktivitäten stattgefunden haben. Das kann für die Gründer ein böses Erwachen bedeuten und Investoren verstören.

■ Interessensgerechte Vertragsgestaltung

Erfolgreiche Angel-Investments profitieren von VC-tauglichen Strukturen im Unternehmen. Hierzu gehören vertraglich vereinbarte Rechte der Investoren als Minderheitsgesellschafter, insbesondere Entsendungsrechte bezüglich des Beirats/Aufsichtsrats, Veto-Rechte bzw. Zustimmungsvorbehalte und bei wichtigen Beschlussgegenständen entsprechende Mehrheitserfordernisse, die ein Mitspracherecht der Investoren sichern, sowie Liquidationspräferenzen, Verwässerungsschutz, Mitveräußerungspflichten und -rechte (Drag-along-Right/Tag-along-Right) und ein Founders' Lockup. Besonders wichtig ist neben den vertraglichen Regelungen auch das partnerschaftliche Verhältnis zwischen Investoren und Gründerteam. Hierzu gehört, dass die Investoren darauf achten, die Gründer nicht zu schnell zu verwässern. Die Investoren erwerben daher meist zunächst nur eine Beteiligung von 10-30% je nach Investmentbetrag und dafür aber eine branchenübliche Liquidationspräferenz beim Exit. Die gesellschaftsrechtlichen Nachteile als Minderheitsgesellschafter werden durch vertragliche Regelungen selbstverständlich ausgeglichen, so dass ein Festhalten an den herkömmlichen Grenzen von 25% bzw. 51% wenig bringt.

Die Rechte der Investoren können durch Veto-Rechte und vieles mehr gestärkt werden. Das Verhältnis zwischen Investoren und Gründern wird überdies auch davon profitieren, wenn Steuerrisiken für die Gründer von den Investoren erkannt und gleich zu Beginn bei der Gestaltung des Beteiligungserwerbs vermieden werden.

■ Term Sheet

Zu Beginn des Investmentprozesses sollen die Investoren und die Gründer in einem Term Sheet die Eckdaten des Investments festlegen. Dies dient der Schaf-

fung einer gemeinsamen Geschäftsgrundlage, bevor die Investoren beginnen, Kosten durch die Einbindung von Dritten bei der Due Diligence zu verursachen und umgekehrt die Gründer sich im Sinne einer gewissen Exklusivität auf eine Gruppe von Investoren konzentrieren und die Gespräche mit anderen Investoren beenden oder aussetzen. Die meisten Regelungen in einem VC typischen Term Sheet sind nicht bindend:

- Höhe des Investments
- Höhe der Beteiligung
- die Unternehmensbewertung (Pre-Money und Post-Money Bewertung)
- Milestone-Regelungen
- Investorenrechte (Liquidationspräferenz, Anti-Dilution, Andienungspflicht, Mitverkaufsrecht, Mitverkaufsverpflichtung)
- Founders Lock up und Vestingregelungen
- Beiratserrichtung und -besetzung
- zustimmungspflichtige Geschäfte
- Reporting-Regeln
- die Voraussetzungen für den Abschluss finaler Verträge

Allerdings sind fast immer die folgenden Bestandteile des Term Sheets bindend:

- Vertraulichkeit
- Exklusivität
- Kostenregelung

■ **Beteiligungsvertrag**

Der Beteiligungsvertrag (das *Investment Agreement*) bildet die Grundlage für jede Beteiligung eines Investors. Soll der Investor neu geschaffene Geschäftsanteile/Aktien erwerben, so findet sich in dem Beteiligungsvertrag die Verpflichtung der Gründer und der übrigen bisherigen Gesellschafter, eine Kapitalerhöhung zu beschließen und dem Investor ein entsprechendes Bezugsrecht einzuräumen, damit er als Gegenleistung für den von ihm zugesagten Investmentbetrag die versprochene Anzahl an Geschäftsanteilen bzw. Aktien in Form von sog. Vorzugsgeschäftsanteilen/-aktien erhält.

Wird das Unternehmen in der Form einer GmbH betrieben, ist der Beteiligungsvertrag in notarieller Form abzuschließen. Dies kann jedoch bei höheren Bewertungen und Investmentbeträgen zu einer besonderen Kostenbelastung führen. Bei der Rechtsform der AG reicht die privatschriftliche Form aus. Allerdings muss der Kapitalerhöhungsbeschluss, sowohl bei der AG als auch bei der GmbH, separat notariell beurkundet werden.

Der Beteiligungsvertrag enthält alle Regelungen bezüglich dem Erwerb der Beteiligung, wie beispielsweise der Höhe der zu zahlenden sonstigen Zuzahlung in die Kapitalrücklage, Regelungen zu Tranchenzahlungen und Milestones, Bewertungsanpassungen bei dem Nichterreichen der Milestones durch die Gründer, Gewährleistungen und Garantien des Gründerteams, sowie Regelungen zur Rechtsfolge bei Garantieverletzungen durch die Gründer. Regelmäßig wird hier die Verpflichtung der Gründer zur Durchführung einer so genannten kompensatorischen Kapitalerhöhung, bei der die Investoren statt einer Geldzahlung als Ausgleich für den entstandenen Schaden mangels zahlungsfähigen Gründern weitere Geschäftsanteile/Aktien erwerben dürfen, vorgesehen. Oft werden auch die Anstellungsverträge mit den Gründern überarbeitet. Des Weiteren wird – gesetzt den Fall, dass es bei der GmbH noch keinen Beirat gibt – ein solcher installiert. Für die Geschäftsführung und den Beirat/Aufsichtsrat werden schließlich Geschäftsordnungen erlassen, um die Mitsprachrechte der Investoren zu stärken.

■ Gesellschaftervereinbarung

Neben dem Beteiligungsvertrag, der die Beteiligung der Investoren bei ihrem Eintritt in das von ihnen geförderte und finanzierte Unternehmen mit allen Einzelheiten regelt, werden die langfristig relevanten Regelungen zwischen den Investoren und den Gründern in einer Gesellschaftervereinbarung (sog. *Shareholders Agreement*) getroffen. Die Gesellschaftervereinbarung enthält in Abgrenzung zur Satzung alle Regelungen, die vertraulich bleiben sollen. Die Satzung wird hingegen im Handelsregister veröffentlicht und kann von jedem eingesehen werden.

Neben dem Vorteil der Vertraulichkeit bietet die Gesellschaftervereinbarung den Vorteil, dass sie im Falle einer Aktiengesellschaft jederzeit auch ohne notarielle Beurkundung geändert werden kann. Ein Nachteil ist allerdings, dass hierzu die

Mitwirkung aller Gesellschafter notwendig ist, wobei eine Satzungsänderung bereits mit 3/4-Mehrheitsbeschluss möglich ist. Neu hinzutretende Gesellschafter sind automatisch an die Satzung gebunden während sie der Gesellschaftervereinbarung bewusst beitreten müssen. Gesellschaftervereinbarungen enthalten typischerweise besondere Regelungen zu:

- Stimmrechtsbindungen bezüglich der Wahl von Beirats- und Aufsichtsrat
- Stimmrechtsbindungen und -beschränkungen in der Gesellschafterversammlung sowie Veto-Rechte
- Verwässerungsschutz
- Liquidationspräferenzen
- Andienungsrechte
- Mitveräußerungspflichten und -rechte (Drag-Along und Tag-Along)
- Founders Lockup

■ **Satzung**

Die Satzung enthält Regelungen für das Verhältnis zwischen den Gesellschaftern und insbesondere auch Regelungen für das Verhältnis der Gesellschafter zur Gesellschaft. In der Satzung kann die Klassifizierung der Geschäftsanteile/Aktien in verschiedene Geschäftsanteils-/Aktienklassen an die Gewährung von verschiedenen Gesellschaftsrechten, wie beispielsweise Liquidationspräferenzen, geregelt werden. Auch die Vinkulierung von Geschäftsanteilen/Aktien, Einziehungsrechte und Entsendungsrechte werden üblicherweise in der Satzung vorgesehen. Darüber hinaus können den Investoren durch die Veränderung der Mehrheitserfordernisse bei wichtigen Beschlüssen in der Gesellschafterversammlung oder in der Hauptversammlung mehr Mitspracherechte eingeräumt werden.

Fazit

Es bleibt festzuhalten, dass die Finanzierung von jungen, nicht börsennotierten, technologieorientierten Unternehmungen in der Früh- und Wachstumsphase durch außerbörsliches Beteiligungskapital – insbesondere durch Angel-Investments – zur Förderung von Innovation unerlässlich ist. Junge Unternehmen

profitieren bei einem Angel-Investment nicht nur von dem Kapital der Business Angels sondern auch von deren persönlichen Know-how. Daher ist neben den vertraglichen Regelungen auch das partnerschaftliche Verhältnis zwischen Investoren und Gründerteam besonders wichtig.

Angel-Investments werden durch den Investitionszuschuss des Wagniskapital und durch eine breitere Unterstützung über den European Angels Fund gefördert. Bisweilen können auch Business Angels, als Minderheitsbeteiligte von dem steuerlichen Schachtelprivileg des § 8b Abs. 2 KStG profitieren, wenn Sie Ihr Investment über eine Beteiligungsgesellschaft tätigen. Allerdings steht eine Initiative des Bundesfinanzministeriums im Raum, die das Schachtelprivileg abschaffen will. Im Hinblick auf den positiven Effekt von Angel-Investments auf Innovation und Unternehmertum bleibt zu hoffen, dass es künftig zu keiner Verschlechterung der steuerlichen Rahmenbedingungen von Angel-Investments kommt und vielmehr die Vorgaben des Koalitionsvertrages uneingeschränkt umgesetzt werden.

Christoph.vonEinem@arqis.com | Andrea.Schlote@arqis.com