



Was Entrepreneurure unbedingt über Angel-Investments wissen sollten

Die jüngsten Mega-Deals mit WhatsApp und Facebook in den USA spornen Business Angels auch hier zu Lande an. Aber was führt eine erfolgreiche Partnerschaft von Business Angels und Start-ups zum erhofften Exit?

Wie viel investieren Business Angels üblicherweise in ein Start-up?

Business Angels stellen jungen, nicht börsennotierten, technologieorientierten Unternehmen bereits in der Früh- und Wachstumsphase („early stage“) Kapital zur Verfügung. Da Venture Capital-Fonds („VC-Fonds“) heute typischerweise angesichts ihrer Fondsgrößen mindestens EUR 2 - 5 Mio. pro Target investieren müssen, werden alle Investitionen mit einer Größenordnung zwischen EUR 0,5 - 1 Mio. durch Business Angels in Zusammenarbeit mit öffentlichen Co-Investoren ermöglicht. Sie decken damit eine wichtige Finanzierungslücke von Wachstumsunternehmen ab. Darüber hinaus profitieren Start-ups auch von dem persönlichen Know-how der Business Angels.

Business Angels sind – anders als VC-Fonds – unabhängig von bestimmten Investmentregeln und werden u.a. durch das Instrument des INVEST – Zuschuss für Wagniskapital gefördert. Durch den Zuschuss für Wagniskapital erhält der private Investor 20 % des Ausgabepreises seiner Beteiligung zurückerstattet, wenn er die Beteiligung für mindestens drei Jahre hält. Eine breite Unterstützung der aktiven Business Angels erfolgt zudem über den European Angels Fund.

Was qualifiziert ein Start-up für ein Angel-Investment?

Business Angels suchen starke Gründerteams, die sich als ein geschlossenes, arbeitsteilig arbeitendes Team präsentieren können, dem man insbesondere in den unweigerlich auftretenden Stresszeiten ein zielorientiertes Handeln, Umsetzungswillen und -kraft zumuten kann.

Daneben sollten Gründer in Form eines Pitches ein belastbares – nicht nur regionales – Geschäftsmodell präsentieren können.

Wie bewertet man ein Start-up?

Für Start-ups ist die Kapitaleinwerbung bei Investoren entscheidend für das weitere wirtschaftliche Wachstum. Dabei ist die Bewertung der Start-ups durch die Investoren vor einer Finanzierungsrunde entscheidend für die Höhe des zur Verfügung gestellten Kapitals. Mit „pre-money“ wird der Unternehmenswert vor dem Investment bezeichnet und der Begriff „post-money“ beschreibt demgegenüber den Unternehmenswert nach einer Finanzierungsrunde. Die üblichen Verfahren der Unternehmensbewertung Discounted-Cashflow-Methode sowie die Bewertung mit Multiplikatoren sind auf Grund der sehr kurzen Historie und des fehlenden oder noch geringen Cashflows des Start-ups oft nicht empfehlenswert. Letztlich ist die Bewertung eines Start-ups Verhandlungssache zwischen den Gründern und den Business Angels.

Für Business Angels sind insbesondere die folgenden Faktoren von Bedeutung:

- Erfahrung und bisherige Erfolge des Gründerteams
- Finanzielle Beteiligung des Gründerteams
- Vollständigkeit des Gründerteams
- Entwicklungskosten und Entwicklungszeit des Produkts
- Marktbedingungen, Wettbewerb und Marktchance
- Marktvergleichsdaten

- Voraussichtliche Kosten für den Markteinstieg
- Potenzial für einen erfolgreichen Exit.

Gründer begünstigen die positive Bewertung ihres Start-ups durch die Investoren erheblich, wenn sie den Investoren die wertbildenden Faktoren nachvollziehbar, plausibel und möglichst lückenlos darlegen.

Welche Beteiligung erwartet ein Business Angel?

Im Gegenzug für ihr Investment erwarten Business Angels eine signifikante Minderheitsbeteiligung mit starken Gesellschafterrechten. Allerdings ist das partnerschaftliche Verhältnis zwischen den Investoren und dem Gründerteam besonders wichtig. Hierzu gehört, dass die Investoren darauf achten, dass die Gründer nicht zu schnell verwässert werden. 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 Beteiligungsgrenzen von 25 % bzw. 51 % nicht nötig ist. Gründer können frühzeitig auf die Bedürfnisse von Investoren eingehen, indem sie VC-taugliche gesellschaftsrechtliche Strukturen im Unternehmen implementieren (hierzu sogleich).

Welche vertraglichen Regelungen werden getroffen?

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

Der **Beteiligungsvertrag** (das Investment Agreement) bildet die Grundlage für jede Beteiligung eines Investors. Soll der Investor neu geschaffene Geschäftsanteile erwerben, so findet sich in dem Beteiligungsvertrag die Verpflichtung der Gründer und üb-



AUTOREN

Prof. Dr. Christoph von Einem leitet seit 2014 als Partner bei AROIS Rechtsanwälte das Münchner Büro. Er ist Vorsitzender des Venture Capital Club München und blickt auf eine lange Erfahrung in Private Capital und Venture Capital Finanzierungen sowohl aus rechtlicher Sicht wie aus Investoren Sicht. Das JUVE Handbuch 2014/2015 benennt ihn erneut als häufig empfohlenen Anwalt für den Bereich M&A, Private Equity und Venture Capital.

Andrea Schlote ist seit 2014 Rechtsanwältin im Münchner Büro von AROIS. Sie ist seit 2012 als Rechtsanwältin tätig und auf Gesellschaftsrecht sowie Venture Capital spezialisiert.

rigen 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 in Form von sog. Vorzugsgeschäftsanteilen erhält.

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.

Gesellschaftervereinbarungen enthalten typischerweise besondere Regelungen zu:

- Stimmrechtsbindungen bezüglich der Wahl von Beirats- und Aufsichtsrat,
- Stimmrechtsbindungen, -beschränkungen und Veto-Rechte,
- Verwässerungsschutz,
- Liquidationspräferenzen,
- Mitveräußerungspflichten und -rechte (Drag-Along und Tag-Along),
- Vesting-Regelungen.

Fazit

Gründer können die Attraktivität Ihres Start-ups für Investoren und damit zwangsläufig auch die Höhe des ihnen zur Verfügung gestellten Kapitals maßgeblich verbessern, wenn sie sich früh auf die Anforderungen von Investoren einstellen. Hierzu gehört insbesondere die Schaffung von vertraglichen VC-tauglichen Beteiligungsstrukturen. Investoren verlangen starke Gesellschafterrechte im Gegenzug für ihr finanzielles Engagement. Darüber hinaus können Gründer die weitere Entwicklung ihres Start-up-Unternehmens erheblich begünstigen wenn sie in Bezug auf eine Unternehmensbewertung durch Investoren die wertbildenden Faktoren nachvollziehbar, plausibel und möglichst lückenlos darlegen. Im Wettbewerb mit anderen Start-ups liegt hier Potenzial um sich positiv abzusetzen. «