

## Grundlagen der Venture Capital-Finanzierung

stud. jur. David Eckner, Universität Düsseldorf<sup>1</sup>

Unternehmensgründungen sind stets von Kapitalbeschaffungsmaßnahmen begleitet und abhängig. Hervorragende Ideen und deren Träger geraten jedoch häufig in die Gefahr mit dem sinkenden Schiff der Kreditwürdigkeitsprüfung bei der Fremdfinanzierung unter zu gehen. Der nachfolgende Beitrag gibt daher einen Überblick über die Finanzierung innovativer Unternehmen mittels Venture Capital. Zunächst werden die wichtigsten Wesensmerkmale von Venture Capital dargestellt (II.), sodann einzelne Aspekte der Unternehmensgründung durch Venture Capital aufgegriffen und diskutiert (III.). Zum Abschluss des Beitrags wird auf die Bedeutung von Venture Capital Bezug genommen und ein Ausblick auf die Entwicklung des deutschen Marktes für Venture Capital aufgezeigt (IV.).

### I. Standortbestimmung: Venture Capital

Häufig begegnet der Terminus Venture Capital im Zusammenhang mit der Private Equity Branche<sup>2</sup>, mit der Folge, dass nicht nur in der

---

<sup>1</sup> Der Autor dankt insbesondere Herrn Dr. Dirk Zetzsche, LL.M. (Toronto) für die Zusammenarbeit am DLS Gründerforum der Juristischen Fakultät Düsseldorf und der Inspiration zu Venture Capital.

<sup>2</sup> Vgl. etwa Jesch, Private-Equity-Beteiligungen, 2004, S. 21; Nathusius, Grundlagen der Gründungsfinanzierung, 2001, S. 54; DIE ZEIT 21.08.2003 Nr.35, abrufbar unter [http://www.zeit.de/2003/35/G-Vent\\_\\_Cap\\_Kasten](http://www.zeit.de/2003/35/G-Vent__Cap_Kasten); BVK e.V. Studie „Zur Rolle von Private

Tagespresse hinsichtlich renditeorientierter Gesellschaften der merkwürdige Begriff der „Heuschrecke“ fällt.<sup>3</sup> Aus diesem Grunde bietet sich eine abgrenzende Begriffsbestimmung an, sowie ein Blick auf die Bedeutung der Finanzierungsform und die Beteiligten einer Venture Capital Finanzierung.

## 1. Terminologie

Venture Capital ist weder gesetzlich definiert noch existiert in den Wirtschaftswissenschaften eine allgemeingültige Definition.<sup>4</sup> Den rechts- sowie wirtschaftswissenschaftlichen Disziplinen ist jedoch gemein, dass Venture Capital allgemein als Wagnis- bzw. Risikokapital bezeichnet wird.<sup>5</sup> Hilfreich ist indes eine Begriffsbestimmung aus der Herkunft und Entwicklung der Venture Capital-Finanzierung heraus.

Wie andernorts häufig festzustellen, hat sich gleichwohl der Venture Capital-Markt in den U.S.A. entwickelt. Die wohl erste Venture Capital-Gesellschaft wurde 1946 von Georges Doriot (Professor der Harvard University, Cambridge/MA) und Ralph E. Flanders (Präsident der Federal Reserve Bank, Boston) gegründet, um technologieorientierte Unternehmen und Entwicklungen des Massachusetts Institute of Technology (MIT) zu finanzieren.<sup>6</sup> Die Urheberschaft am Begriff beansprucht hingegen Arthur Rock, der 1957 in einer Gruppe von Ingenieuren auf der Suche nach potentiellen Kapitalgebern für eine

---

Equity und Venture Capital in der Wirtschaft“ (2005), abrufbar unter: [http://www.bvk-ev.de/media/file/55.pe\\_wirtschaft.pdf](http://www.bvk-ev.de/media/file/55.pe_wirtschaft.pdf).

<sup>3</sup> So jüngst F.A.Z. vom 25.01.2008 (Nr. 21), Seite 41; F.A.Z. vom 04.01.2008 (Nr. 3), S. 11.

<sup>4</sup> Vgl. *Ziegert*, Der Venture Capital-Beteiligungsvertrag, 2005, S. 87; Bemühungen um eine gesetzliche Definition von Venture Capital finden sich jedoch in dem Entwurf eines Gesetzes zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen (MoRaKG, kurz: Wagniskapitalbeteiligungsgesetz) vom 07. 09. 2007, s. BT-Drs. 16/6311, BT-Drs. 16/6648; zum RegE instruktiv *Regierer/Volkman/Quentin*, BB 2007, S. 1763 und *Helios/Wiesbrock*, DStR 2007, S. 1793.

<sup>5</sup> *Weitnauer*, Hdb. Venture Capital, 3. Aufl. 2007, A Rdnr. 1 f.; *Nathusius*, Grundlagen der Gründungsfinanzierung, 2001, S. 53; *Hartmann*, Wagnisfinanzierung, 1976, S. 72; anders *Leopold*, DStR 1999, S. 470 (470), der Risikokapital als einen Oberbegriff versteht, unter den auch Venture Capital fällt.

unternehmerische Idee war.<sup>7</sup> Diesbezüglich zeichnet sich sogleich der Terminus Venture Capital als ein Prozess ab. Dieser „Prozess“ lässt sich am deutlichsten an einem kleinen Beispiel der sog. Garagengründung veranschaulichen.

In den Jahren 1974 und 1975 entwickelten Stephan G. Wozniak und Steven P. Jobs die Idee, Computer für die Heimanwendung herzustellen und zu verkaufen. Die ersten Anfertigungen wurden durch einen nur geringen Geldwert ermöglicht, doch daraufhin fielen weitere Fertigungskosten an, die mit privaten Geldern der Entwickler nicht mehr tragfähig waren. Wozniak und Jobs waren sodann auf der Suche nach Kapitalgebern für ihre Innovation. Arthur Rock, der mittlerweile Gründer der Fairchild Semiconductor in Silicon Valley und Finanzier der Intel Corp. war, sah in der Idee von Wozniak und Jobs eine Erfolg versprechende Innovation, woraufhin er der Unternehmung einen Betrag von US\$ 57.000 zuführte. Bereits 1994 wurde dieser Anteil auf ca. US\$ 770 Mio. bewertet. Das Unternehmen Apple ward gegründet.<sup>8</sup>

Das unternehmerische Klima und die steuerliche Behandlung von Venture Capital-Finanzierungen führten insbesondere in den 90er Jahren des 20. Jahrhunderts zu einer rapide ansteigenden Entwicklung von Unternehmensgründungen in den U.S.A. Dabei wurden vor allem innovationsorientierte Unternehmen durch eine externe Kapitalbereitstellung gefördert. Insbesondere die Orientierung von vielen etablierten U.S.-amerikanischen Unternehmern an potentiell

---

<sup>6</sup> *Gompers/Lerner*, The Venture Capital Cycle, 2. Aufl. 2006, S. 8; *Bottazzi/Da Rin/van Ours/Berglöf*, Economic Policy, S. 229 (233).

<sup>7</sup> *Perkins*, „Venture Pioneers“, Red Herring Magazine 05/1996, S. 16, abrufbar unter [www.herring.com/mag/issue09/rock.html](http://www.herring.com/mag/issue09/rock.html).

<sup>8</sup> Zum Ganzen vgl. *Perkins*, „Venture Pioneers“, Red Herring Magazine 05/1996, S. 16, abrufbar unter [www.herring.com/mag/issue09/rock.html](http://www.herring.com/mag/issue09/rock.html).; einen illustren Überblick über die Entstehungsgeschichte bietet überdies *Young/Simon*, Steve Jobs und die Erfolgsgeschichte von Apple (2007).

renditestarken Innovationen ist Grund dafür, dass die Kapitalbereitstellung zu vollkommen differenten Konditionen erfolgte, als die übliche Fremdfinanzierung über Banken oder den sonstigen Kapitalmarkt.<sup>9</sup> Nach historischer Betrachtung lässt sich daraus für die U.S.A. feststellen, dass zur Finanzierung des unternehmerischen Vorhabens zumeist eigenkapitalähnliche Geldwerte überlassen wurden, was in der Regel zu einer Beteiligung der Finanziere führte.<sup>10</sup> Daher rührt gleichwohl das „farblose“<sup>11</sup> Synonym Beteiligungskapital. Diese Übersetzung führt jedoch auf den Zusammenhang mit dem Begriff Private Equity (dazu sogleich ausführlich). Unter Private Equity wird in der Regel ein Oberbegriff für sämtliches, vor- und außerbörsliches Eigenkapital und dessen Einsatz verstanden.<sup>12</sup> Venture Capital lässt sich diesbezüglich als eine Unterart oder Subkomponente von Private Equity verstehen, wobei jedoch gewichtige Unterschiede bestehen. Venture Capital setzt nämlich, wie obiges Beispiel verdeutlicht in den Frühphasenfinanzierung eines noch nicht etablierten Unternehmens an. Private Equity wird hingegen als Eigenkapitalfinanzierung bereits etablierter, reiferer Unternehmen verstanden, die ein vergleichbar geringes Finanzierungsrisiko aufweisen.<sup>13</sup> Die fragmentarische Entstehungsgeschichte des Venture Capital-Marktes der U.S.A. und die Abgrenzung zum Begriff Private Equity führen nunmehr zu einer ersten Präzisierung des Terminus. Nach alledem ist die Venture Capital-Finanzierung durch die Bereitstellung von (Eigen-) Kapital an junge, innovative und risikoreiche Unternehmen gekennzeichnet. Um eine weitere Präzisierung vornehmen zu können, ist bereits ein vorweggenommener Blick auf die Beteiligten einer Venture Capital-Finanzierung, d.h. potentielle Unternehmensgründer und Kapitalgeber

---

<sup>9</sup> Ziegert, Der Venture Capital Beteiligungsvertrag, 2005, S. 68 f.; *Triantis*, University of Chicago Law Review 2001, S. 305 (311 ff.).

<sup>10</sup> *Weitnauer*, Hdb. Venture Capital, 3. Aufl. 2007, A Rdnr. 47.

<sup>11</sup> *Weitnauer*, Hdb. Venture Capital, 3. Aufl. 2007, A Rdnr. 2.

<sup>12</sup> *Breuer/Schweizer*, Corporate Finance Lexikon, 2003, S. 400 f.; *Weitnauer*, Hdb. Venture Capital, 3. Aufl. 2007, A Rdnr. 2.

<sup>13</sup> *Assmann/Schütze*, Hdb des KapitalanlageR, 3. Aufl. 2007, § 26 Rdnr. 358 f.; *Breuer/Schweizer*, Corporate Finance Lexikon, 2003, S. 402.

erforderlich. Die mit Wagniskapital finanzierten Unternehmen sind zumeist jung bzw. in der Planung und technologieorientiert, was ein besonders hohes Risiko implizieren kann. Die übliche Fremdfinanzierung über eine Bank oder vergleichbare Institutionen kommt aufgrund der zu erbringenden Sicherheiten für derartige Unternehmen kaum in Frage, da bis auf eine Idee und Know-how in der Regel keine geldwerten Vermögenspositionen vorhanden sind.<sup>14</sup> Daher musste eine Finanzierung auf anderen Wegen erfolgen. Der Vorläufer für die Finanzierung dieser Unternehmen war und ist die Kapitalbeteiligungsgesellschaft (dazu genauer unter 4. dieses Beitrags).<sup>15</sup> Diese Gesellschaften finanzieren die Gründer mit Eigenkapital und beteiligen sich so an dem Unternehmen. Danach wird der Terminus Venture Capital gleichfalls dadurch charakterisiert, dass bei der Finanzierung jener Unternehmensgründer eine Beteiligung mit (privaten oder institutionellen) Kapitalgebern auf Zeit eingegangen wird.

Schließlich kann folgende Definition aufgestellt werden:

Venture Capital bezeichnet allgemein eine zeitlich begrenzte Beteiligung am haftenden Kapital eines Unternehmens, die von einer Beratung und Betreuung durch den Venture Capital Geber oder Dritte begleitet wird.<sup>16</sup>

## 2. Abgrenzung

Die Begriffsdefinition wird weiter konkretisiert, indem Venture Capital zu ähnlichen, andersartigen und ergänzenden Finanzierungsinstrumenten abgegrenzt wird. Im Rahmen des Beitrags soll diese Abgrenzung an einer

---

<sup>14</sup> *Kußmaul/Richter*, DStR 2000, S. 1155 (1156); *Jäger*, NZG 1998, S. 718 (719); *Pfeifer*, BB 1999, S. 1665 (1666 f.).

<sup>15</sup> *Funke*, DStR 1992, S. 1106 (1107 a.E. ff.); *Leopold*, DStR 1999, S. 470 (470); *Jäger*, NZG 1998, S. 833 (837).

<sup>16</sup> So auch *Bartlett*, Fundamentals of Venture Capital, 1999, S. 5; *Ziegert*, Der Venture Capital-Beteiligungsvertrag, 2005, S. 93.

typischen Bankenfinanzierung und einer ergänzenden Finanzierung durch Mezzanine erfolgen.

### a. Bankenfinanzierung

Die Unternehmensfinanzierung durch Kreditinstitute ist vereinfacht dadurch gekennzeichnet, dass sich der Kreditnehmer für die Kapitalbereitstellung zu einer Zahlung von Zinsen und im Fälligkeitsdatum des Kredites zu einer Rückzahlung des geschuldeten Kapitals verpflichtet.<sup>17</sup> Darüber hinaus wird das Kreditinstitut gegenüber dem Liquiditätsbedarf der Kreditnehmer bei Vertragsschluss die Stellung von Sicherheiten verlangen.<sup>18</sup> Eine Gruppe junger Naturwissenschaftler, die möglicherweise nach dem Abschluss der universitären Ausbildung eine Unternehmensgründung anvisiert, wird zur Stellung derartiger Kreditsicherheiten zumeist nicht in der Lage sein. Ist darüber hinaus das Ziel der betreffenden Gruppe, eine biotechnologische oder medizinische Innovation herzustellen und zu vertreiben, werden die Banken aufgrund des hohen Finanzierungsrisikos keine Kredite vergeben.<sup>19</sup> Venture Capital Geber, die nicht den bankenrechtlichen Richtlinien und Gesetzen (Stichwort „Basel II“<sup>20</sup>) unterliegen, sind an eine etwaige Stellung von Sicherheiten, Zinszahlungen und sonstigen Auflagen nicht gebunden und verlangen diese üblicherweise auch nicht. In jedem Falle bietet sich eine Finanzierung von jungen, technologieorientierten Unternehmen über Kreditinstitute mangels positiver Kreditwürdigkeitsprüfungen somit nicht an.<sup>21</sup>

---

<sup>17</sup> K. P. Berger, Münch. Komm. BGB, 5. Aufl. 2008, § 488 Rdnr. 25 ff.; Lwowski/Wunderlich, BankR-Hdb., 3. Aufl. 2007, § 76 Rdnr. 1 ff.

<sup>18</sup> Vgl. bspw. für die vertragliche Vereinbarung von Kreditsicherheiten, Lwowski/Wunderlich, BankR-Hdb., 3. Aufl. 2007, § 76 Rdnr. 179 unter „3. Auszahlungsvoraussetzungen“.

<sup>19</sup> So auch Weitnauer, Hdb. Venture Capital, 3. Aufl. 2007, A Rdnr. 2 f.; Triantis, University of Chicago Law Review 2001, S. 305 (314).

<sup>20</sup> Vgl. Fischer, BankR-Hdb., 3. Aufl. 2007, § 129 Rdnr. 46 ff.; Mishkin/Eakins, Financial Markets and Institutions, 5. Aufl. 2006, S. 518 f.; Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2004, Rdnr. 19.82 ff.

<sup>21</sup> So im Ergebnis auch Kußmaul, DStR 2000, S. 1155 (1156 f.).

## b. Mezzanine Finanzierung

Wie sich gezeigt hat, scheidet die Finanzierung von jungen Innovationsvorhaben durch Kreditinstitute in der Regel aus. Ist darüber hinaus die Beschaffung von Eigenkapital nicht möglich oder reichen die beschafften Mittel für das unternehmerische Vorhaben nicht aus, können mezzanine Finanzierungsinstrumente für den start-up der Idee herangezogen werden. Auch für den Begriff mezzanine ermangelt es einer allgemeingültigen Definition.<sup>22</sup> Mezzanine beschreibt jedenfalls nicht eine spezielle Rechtskonstruktion, sondern vielmehr einen Sammelbegriff für Kapitalbereitstellungsformen, wie z.B. stille Beteiligungen, Nachrangkapital, Genussrechte und Wandelschuldverschreibungen.<sup>23</sup> Die Besonderheit von Mezzanine-Kapital ist dessen Zwitterstellung, d.h. dass es sowohl eigen- als auch fremdkapitalähnlichen Charakter aufweist. Dementsprechend unterscheidet man zwischen Equity Mezzanine (darunter zählen z.B. stille Beteiligungen und Genussrechte) sowie Debt Mezzanine (z.B. Nachrang- oder partiarisches Darlehen). Der Vorteil von Mezzanine-Kapital gegenüber einer reinen Fremdfinanzierung über Banken ist die flexible (bilanzielle und steuerliche<sup>24</sup>) Gestaltungsmöglichkeit, die je nach Lebensphase der Unternehmung variiert werden kann.<sup>25</sup> Die mezzanine Finanzierung ist daher besonders geeignet zur Ergänzung einer Venture Capital-Beteiligung und somit zur Senkung des Liquiditätsbedarfs der wachstumsorientierten Unternehmensgründer.

---

<sup>22</sup> Schrell/Kirchner, BKR 2003, S. 13 ff.

<sup>23</sup> Sagasser/Schlösser, Hdb. KapitalanlageR, 3. Aufl. 2007, § 26 Rdnr. 474 (die von „hybriden Finanzierungsinstrumenten“ sprechen); Schrell/Kirchner, BKR 2003, S. 14; Weitnauer, Hdb. Venture Capital, 3. Aufl. 2007, F Rdnr. 140 ff.; Leopold/Reichling, DStR 2004, S. 1360 (1361).

<sup>24</sup> Dazu vertiefend Weitnauer, Hdb. Venture Capital, 3. Aufl. 2007, F Rdnr. 146; Breuninger/Prinz, DStR 2006, S. 1345 ff.; zu mezzaniner Nachrang-Darlehen Bock, DStR 2005, S. 1067 ff.

### 3. Bedeutung

Die allgemeine Bedeutung von Venture Capital wird schließlich zeigen, dass der privatem Beteiligungskapital entgegen gebrachte Nachruf aus Politik und Gesellschaft<sup>26</sup> unangebracht und dem Grunde nach unkorrekt ist.

Obwohl nur ein geringer Prozentsatz des Finanzierungsvolumens auf Venture Capital zurückgeht, wird deren allgemeine volkswirtschaftliche Bedeutung besonders hervorgehoben. Venture Capital leistet einen bedeutenden Beitrag zum Outsourcing von Forschung und Entwicklung aus dem öffentlichen Sektor und finanziert damit neue Produkte und Technologien.<sup>27</sup> Neben der hervorzuhebenden Hightech- und Innovationsfinanzierung leistet Venture Capital zugleich einen volkswirtschaftlichen Beitrag, indem es das Wachstum des Mittelstands finanziert und voranbringt.<sup>28</sup> Damit gehen gleichwohl höhere Beschäftigungszahlen einher, wie das o.g. Beispiel aus den U.S.A. zeigt. Der Beschäftigungsmotor verdeutlicht sich ferner bei Anbetracht statistischer Zahlen. Eine Studie des *U.S. General Accounting Office* aus dem Jahr 1982 ergab, dass 72 neugegründete Unternehmen mit einem Gesamtumsatz von U.S. \$ in der Zeit von 1970 bis 1979 ca. 130.000 Arbeitsplätze geschaffen hat, wobei die in dieser Zeit insgesamt 1332 Venture Capital Unternehmen eine noch wesentlich höhere Dunkelziffer vermuten lassen.<sup>29</sup> Die Gründungsfinanzierung mit Venture Capital und deren in Deutschland vorzufindenden regionalen Besonderheiten hat letztlich auch die Verbesserung infrastruktureller Gegebenheiten zur

---

<sup>25</sup> Leopold/Reichling, DStR 2004, S. 1360 (1361).

<sup>26</sup> Die Meinung in der Tages(fach)presse ist gleichwohl geteilt. Der pauschalisierte Begriff der „Heuschrecke“ wird der Venture Capital-Branche jedoch weitestgehend abgesprochen und nicht mehr mit ihm in Verbindung gebracht, vgl. insoweit Heitzer, FB 2006, S. 514 (514).

<sup>27</sup> Vgl. BVK e.V. Studie „Zur Rolle von Private Equity und Venture Capital in der Wirtschaft“, S. 17; PWC Deutsche Revision Studie „Venture Capital“ (2006), S. 8.

<sup>28</sup> Achleitner/Geidner/Klöckner, FB 2006, S. 140 (143); BVK e.V. Studie „Zur Rolle von Private Equity und Venture Capital in der Wirtschaft“, S. 28 f.

<sup>29</sup> Weitnauer, Hdb. Venture Capital, 3. Aufl. 2007, A Rdnr. 15.

Folge.<sup>30</sup> Lediglich dieser Ausschnitt der Bedeutung von Venture Capital-Finanzierungen zeigt nunmehr, dass die indifferente Aussage „Heuschrecken-Investoren“ den Kern des Beteiligungskapitals nicht treffen, zumindest nicht die der Venture Capital-Beteiligung.

#### 4. Beteiligte

Die Charakterisierung der an einer Venture Capital-Finanzierung beteiligten Parteien führt schließlich auf die unter Teil III. noch darzustellenden Aspekte einer mittels Venture Capital durchgeführten Gründung. Trotz der nachfolgenden Differenzierung wird im weiteren Verlauf von Venture Capital Geber und Venture Capital Nehmer gesprochen.

##### a. Entrepreneur

Der Entrepreneur ist die Zielgruppe eines Venture Capital Investments. Es handelt sich dabei in der Regel um junge, dynamische, wachstums- und technologieorientierte Unternehmen, vornehmlich des Mittelstands.<sup>31</sup> Entgegen dieser Zielgruppe, die zumeist nur eine Geschäftsidee und einen Businessplan vorweisen kann<sup>32</sup>, ist ein typischer Venture Capital Nehmer hingegen auch ein bereits etabliertes Unternehmen, das durch die Kapitalbereitstellung z.B. neue Geschäftsfelder erschließen will.<sup>33</sup>

##### b. Venture Capital Fonds

Der typische Venture Capital Geber sind sog. Venture Capital Fonds bzw. Gesellschaften. Hinsichtlich der rechtlichen Rahmenbedingung können sich diese Unternehmen in der Kapitalanlagegesellschaft unter

---

<sup>30</sup> BVK e.V. Studie „Zur Rolle von Private Equity und Venture Capital in der Wirtschaft“, S. 29 f.; PWC Deutsche Revision Studie „Venture Capital“ (2006), S. 11 f.

<sup>31</sup> *Welpe/Dowling*, Börner/Grichnik, *Entrepreneurial Finance*, 2005, S. 278. *Betsch/Groh/Schmidt*, Gründungs- und Wachstumsfinanzierung innovativer Unternehmen, 2000, S. 29, 34 f.; *Leopold*, DStR 1999, S. 470 (470).

<sup>32</sup> *Ziegert*, Der Venture Capital-Beteiligungsvertrag, 2005, S. 78.

<sup>33</sup> Insoweit kommen jedoch eher Private Equity-Beteiligungen in Betracht (s.o.).

dem KAGG<sup>34</sup>, in der Unternehmensbeteiligungsgesellschaft unter dem UBGG oder in sonstigen Rechtsformen, insb. der GmbH & Co. KG organisieren.<sup>35</sup> Welche Rechtsform gewählt wird, ist letztlich abhängig von der Zielsetzung der einzelnen Anteilseigner.<sup>36</sup>

### c. Inkubatoren (Accelerator)

Häufig wird der Begriff Inkubator mit Transferstellen an Universitäten, privaten Gründerzentren und Forschungseinrichtungen gleichgesetzt, verglichen oder definiert. Diese Einrichtungen offerieren einem potentiellen Unternehmensgründer jedoch nur punktuelle Hilfe und Unterstützung beim start-up, was der eigentliche Zielsetzung und Bedeutung des Inkubators jedoch nur teilweise entspricht. Eine Präzisierung ist mit Blick auf die Definition der National Business Incubation Association (NBIA) daher angebracht. Danach ist ein Inkubator „a business support process that accelerates the successful development of start-up and fledgling companies by providing entrepreneurs with an array of targeted resources and services, [...] developed or orchestrated by incubator management and offered both in the business incubator and through its network of contacts. A business incubator's main goal is to produce successful firms that will leave the program financially viable and freestanding.“<sup>37</sup> Nunmehr lässt sich feststellen, dass ein Inkubator als Dienstleistungsprovider und Coach<sup>38</sup> ein ganzheitliches Konzept verfolgt, dass sich primär auf den Zugang von Kontakten, die Vermittlung von

---

<sup>34</sup> Die Kapitalanlagegesellschaft spielt nach einhelliger Meinung auf dem Venture Capital Markt jedoch nur eine untergeordnete Rolle, vgl. insoweit nur *Ziegert*, Der Venture Capital-Beteiligungsvertrag, 2005, S. 80.

<sup>35</sup> Instruktiver Überblick bei *Pfeifer*, BB 1999, S. 1665 (1666); *Weitnauer*, Hdb. Venture Capital, 3. Aufl. 2007, B Rdnr. 15 f., 48, 57.

<sup>36</sup> Ausführlich *Weitnauer*, Hdb. Venture Capital, 3. Aufl. 2007, B Rdnr. 1 ff.; *Rudolph/Haagen*, Die Auswirkungen institutioneller Rahmenbedingungen auf die Venture Capital-Finanzierung in Deutschland, Munich Business Research Working Paper 8/2004, S. 8 ff.; *Schefczyk*, Erfolgsstrategien deutscher Venture Capital-Gesellschaften, 2. Aufl. 2000, S. 57 ff.; *Betsch/Groh/Schmidt*, Gründungs- und Wachstumsfinanzierung innovativer Unternehmen, 2000, S. 39 ff.; *Pfeifer*, BB 1999, S. 1665 (1666).

<sup>37</sup> Vgl. [http://www.nbia.org/resource\\_center/what\\_is/index.php](http://www.nbia.org/resource_center/what_is/index.php).

<sup>38</sup> *Weitnauer*, Hdb. Venture Capital, 3. Aufl. 2007, S. 192 Rdnr. 10.

gründungsspezifischem Know-how und einer intensiven Beratung bezieht und erst in zweiter Linie auf eine finanzielle Unterstützung. Gleichwohl besteht der direkte Zusammenhang zu Unternehmen und Universitäten in der Weise, als dass der Inkubator ungenutzte Innovationen und Entwicklungen aus ihnen für den Markt nutzbar macht. Die Vorteile des Inkubators bestehen daher insbesondere in der Ganzheitlichkeit der Programme.

#### **d. Business Angels**

So prangten die Schlagzeilen „Kein Bedarf an Engeln“ und „Hightech-Gründer verzichten [...], weil sie keine Lust auf unerbetene Ratschläge haben“ in dem Financial Times Deutschland Magazin Enable<sup>39</sup> und eine Studie des Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung Mannheim (ZEW)<sup>40</sup> unterstrich die allgemeine Skepsis gegenüber privaten Venture Capital Gebern. Doch was sind Business Angels und welche Bedeutung haben sie bei der Finanzierung von jungen Unternehmen wirklich?

Als Business Angels bezeichnet man private Investoren, die insbesondere in der Vorgründungsphase den Gründern nicht nur Eigenkapital, sondern aufgrund deren unternehmerischen Erfahrungen auch Betreuungs- und Beratungsleistungen zur Verfügung stellen.<sup>41</sup> Die private Kapitalbereitstellung und die damit einhergehenden Leistungen werden zumeist als informelles Venture Capital bezeichnet<sup>42</sup>. Von dem im Zeitraum von 2001 bis 2005 ergangenen High-Tech-Gründungen wurden 3.700 über private Investoren, mithin Business Angels finanziert, was für deren allgemeine Bedeutung spricht.<sup>43</sup> Hervorzuheben ist, dass Business Angels (z.B. Family Offices) den Gründern in der Regel an ihrem Kontaktnetzwerk profitieren lassen. Summa summarum liegen die Vorteile einer Venture Capital-Finanzierung über Business Angels vor allem in der

---

<sup>39</sup> Auch online abrufbar unter <http://enable.ftd.de/kein-bedarf-an-engeln/>.

<sup>40</sup> Abrufbar unter <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/gutachten/businessangel-endbericht.pdf>.

<sup>41</sup> Dazu ausführlich *Brette/Jaugey/Rost*, Business Angels, S. 101 ff.

<sup>42</sup> *Weitnauer*, Hdb. Venture Capital, 3. Aufl. 2007, S. 7 Rdnr. 8.

Bereitstellung von Kapital in der seed und start-up Phase (dazu unter 5. dieses Beitrags) eines Unternehmens und letztlich in der Beratungsleistung und Kontaktbereitstellung. Die obigen Schlagzeilen lassen jedoch bereits vermuten, dass die Gefahren einer Finanzierung über Business Angels in der unternehmerischen Selbstverwirklichung liegen. Durch die umfangreichen Leistungen der Business Angels verlangen diese nicht zuletzt auch umfangreichen Einfluss auf die unternehmerischen Entscheidungen, wie z.B. gesteigerte Kontroll- und Informationsrechte. Freilich wird dies für Jungunternehmer abschreckend empfunden, wenn tendenziell die Gefahr besteht, dass sich die eignen Ideen, Entwicklungen und Entscheidungen von vornherein nur schwerlich realisieren lassen. Wie unter Teil III dieses Beitrags noch zu zeigen sein wird, bestehen jedoch auch bei der Beteiligung eines Venture Capital Fonds oder bei der Bereitstellung von Corporate Venture Capital gleich gelagerte Probleme. Die golden rule „He who has the gold makes the rules“<sup>44</sup> kann bei der Finanzierung über Business Angels jedoch noch am deutlichsten konstatiert werden.

#### **e. Public und Corporate Venture Capital**

Public Venture Capital Gesellschaften gehören in Deutschland zu einer beachtlichen Quelle der Gründungsfinanzierung. Dabei handelt es sich zumeist um (halb)staatliche Förderinstitutionen, die zu Förderzwecken auf regionaler Ebene und Bundesebene Gründer finanzieren.<sup>45</sup> Diese öffentlichen Investoren stellen unter unterschiedlichen Voraussetzungen, staatliche Fördergelder und Zuschüsse in Eigenkapital, eigenkapitalähnlichen Beteiligungen oder Fremdkapital bereit, die je nach ausgeschriebenem Programm in verschiedenen Lebensphasen des

---

<sup>43</sup> Vgl. ZEW Studie „High-Tech-Gründungen und Business Angels“, S. 51 ff.

<sup>44</sup> *Bartlett*, Fundamentals of Venture Capital, 1999, S. 91.

<sup>45</sup> *Weitnauer*, Hdb. Venture Capital, 3. Aufl. 2007, A Rdnr. 10.

Unternehmens in Anspruch genommen werden können.<sup>46</sup> Solche Finanzierungsquellen sollten bei der Unternehmensgründung jedoch nie als fester Kapitalbestandteil eingeplant, sondern immer on top kalkuliert werden.<sup>47</sup> Dies liegt daran, dass sich die Bedingungen für die einzelnen Programme der Länder, des Bundes und der EU ständig ändern, zeitlich befristet sind oder gar eingestellt werden. Public Venture Capital kann jedoch durchaus eine ratsame und lohnenswerte Finanzierungsergänzung darstellen.

Hingegen ist Corporate Venture Capital durch das von industriellen Investoren bereitgestellte Kapital charakterisiert.<sup>48</sup> Industrielle Investoren sichern sich über Corporate Venture Capital als strategischer Partner den Zugang zu technologischen Innovationen (*window on technology*).<sup>49</sup> Diese Beteiligungsform ist jedoch seit 2000 tendenziell abnehmend und verliert zuweilen an Einfluss auf dem Venture Capital Markt.<sup>50</sup>

## 5. Finanzierungsphasen

Mit Blick auf die Wahl des Finanziers und die Gestaltung einer Beteiligung ist vor allem der konkrete Zeitpunkt einer Finanzierung ausschlaggebend. Dabei unterscheidet man im Allgemeinen zwischen einer Frühphasenfinanzierung (*early stages*) und einer Expansionsphasenfinanzierung (*later stages*).<sup>51</sup> Bei der Frühphasenfinanzierung kommt wiederum eine Beteiligung bei der Vorplanung des Projektes (*seed*) und der tatsächlichen Gründung des

---

<sup>46</sup> *Kußmaul/Richter*, DStR 2000, S. 1195 (1199 ff.); *Schefczyk*, Erfolgsstrat. dt. VC-Gesellsch., 2. Aufl. 2000, S. 77; zur Effektivität öffentlicher Förderprogramme, Entrepreneurship und Venture Capital Finanzierungen sehr anschaulich *Lerner*, The Economic Journal 2002, S. F73.

<sup>47</sup> Zu Recht der Praxistipp in *Weitnauer*, Hdb. Venture Capital, 3. Aufl. 2007, D Rdnr. 264.

<sup>48</sup> *Lorenz/Seeliger*, FB 2000, S. 658 (658); *Ziegert*, Venture Capital-Beteiligungsvertrag, 2005, S. 76 f.

<sup>49</sup> *Weitnauer*, Hdb. Venture Capital, 3. Aufl. 2007, A Rdnr. 11; *Dushnitsky/Lenox*, Journal of Business Venturing 2006, S. 753 (761).

<sup>50</sup> *Dushnitsky/Lenox*, Journal of Business Venturing 2006, S. 753 (770); BVK e.V. Teilstatistik Venture Capital 2006, S. 2 f., abrufbar unter [http://www.bvk-ev.de/media/file/115.BVK\\_Teilstatistik\\_VC2006\\_220307.pdf](http://www.bvk-ev.de/media/file/115.BVK_Teilstatistik_VC2006_220307.pdf).

<sup>51</sup> *Kußmaul/Richter*, DStR 2000, S. 1155 (1160).

Unternehmens (*start-up*) in Betracht.<sup>52</sup> Die Besonderheit für alle Beteiligten bei der *early stage* Finanzierung besteht in dem hohen, nahezu unabwägbaren Risiko bei Beurteilung der Wachstumschancen des unternehmerischen Vorhabens. Etablierung des Projekts, unternehmerische Verwirklichung, Seriosität des Business Plans und Mitwirkung des Venture Capital Gebers sind nur einige wenige Problemfelder, die eine Frühphasenfinanzierung bestimmen und letztlich für deren Erfolg sprechen. Hat das Unternehmen eine erfolgreiche *start-up* Finanzierung überstanden, kommt daraufhin eine *later stage* Finanzierung in Betracht. Hier ist gleichwohl zwischen verschiedenen Phasen zu unterscheiden und zwar der *first stage*, *second stage*, *bridge financing stage* und *later stage expansion*. Die *first* und *second stage* Phase betrifft hauptsächlich den Vertriebsaufbau und dessen Expansion. Die sog. *bridge financing stage* dient in der Regel der Vorbereitung auf eine Exitfinanzierung durch den Börsengang (*initial public offering*) des Unternehmens.<sup>53</sup> Daraufhin lässt sich von einer bereits vollzogenen Etablierung des Unternehmens sprechen, so dass weitere Finanzierungen (sodann in der *later stage expansion* Phase) den Private Equity Gesellschaften vorbehalten sind, auf die eingangs bereits Bezug genommen wurde.

## II. Unternehmensgründung mit Venture Capital

Die Existenzgründung durch eine Venture Capital-Finanzierung weist gegenüber sonstigen Unternehmensfinanzierungen einige (finanzierungstheoretische und risikopolitische) Besonderheiten auf. Die überblicksartig dargestellten Grundlagen des Venture Capital-Beteiligungsvertrags in den unterschiedlichen Finanzierungsphasen zielen deutlich auf die interne und externe Positionierung des Unternehmens ab.

---

<sup>52</sup> Kußmaul/Richter, DStR 2000, S. 1155 (1160); Semler, Semler/Volhard, Arbeitshdb. Unternehmensübernahmen, 2001, § 1 Rdnr. 13.

## 1. Der Venture Capital-Beteiligungsvertrag

Die Grundlage für den Einstieg in das operative Geschäft sowie die Gründung als solche bildet in der Regel der Vertrag über die Venture Capital-Beteiligung zwischen Venture Capital Nehmer und Venture Capital Geber.<sup>54</sup>

### a. Ausgangslage

Die Beteiligten, junge Unternehmer auf der einen Seite und wachstums-, rendite- und beratungsorientierte Finanziere auf der anderen Seite, sorgen dafür, dass der Venture Capital-Beteiligung eine besondere Ausgangslage zukommt. Diesbezüglich lässt sich zwischen exogenen und endogenen Risiken (Informationsasymmetrie) unterscheiden.<sup>55</sup> Exogene Risiken sind solche, die aus dem Innovationsvorhaben selbst entstehen. Auf Seiten des Kapitalgebers sind exogene Risiken insbesondere Prognoseprobleme, hohe Bewertungsunsicherheiten, das potentielle Ausfallrisiko sowie die Abhängigkeit vom Entrepreneur bzgl. des Unternehmenserfolgs und damit der Rendite des Investments.<sup>56</sup> Risiken auf Seiten des Kapitalnehmers sind dementsprechend aufgrund der Prognoseunsicherheit vor allem Finanzierungsengpässe. Dem in der Regel technologiebasierten Innovationsvorhaben ist zuzueigen, dass keine fundierten, auf Vergangenheitswerten basierten Wachstums- und Erfolgsprognosen möglich sind. Spärlich lässt sich nur anhand des Businessplans und einer Markttendenz an den Erfolg des Unternehmens

---

<sup>53</sup> Zum Ganzen *Betsch/Groh/Schmidt*, Gründungs- und Wachstumsfinanzierung innovativer Unternehmen, 2000, S. 19 ff.; *Weitnauer*, Hdb. Venture Capital, 3. Aufl. 2007, A Rdnr. 12 f.; *Schefczyk*, Finanzieren mit Venture Capital, 2000, S. 22 f.

<sup>54</sup> *Ziegert*, Venture Capital-Beteiligungsvertrag, 2005, S. 94.

<sup>55</sup> *Heitzer*, FB 2002, S. 471 f.; *Triantis*, University of Chicago Law Review 2001, S. 305 (307); ausführlich *Fleischer*, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, 2005, S. 121 ff.; *Bigus*, Börner/Grichnik, Entrepreneurial Finance, 2005, S. 349 ff.; aus finanzierungstheoretischer Sicht *Hart*, Journal of Economic Literature 2001, S. 1079 (1081 f.).

<sup>56</sup> *Bigus*, Börner/Grichnik, Entrepreneurial Finance, 2005, S. 349 f.; *Heitzer*, FB 2002, S. 471 (471 f.).

anknüpfen. Weitergehend knüpft der Erfolg des Unternehmens zumeist allein an die (technologischen) Fähigkeiten des Entrepreneurs an, weshalb das Investment für die (in der Regel fachfremden) Finanziere besonders risikoreich sein kann.

Endogene Risiken sind hingegen solche, die aufgrund von Informationsasymmetrie und Interessendivergenzen zwischen den Beteiligten entstehen.<sup>57</sup> In Anbetracht der Studie „Theory of the Firm“ nach Michael C. Jensen und William H. Meckling, welche die Beziehung zwischen Vertragsparteien und eingehend das Principal-Agent-Problem analysiert<sup>58</sup>, können fünf besondere endogene Risiken bei der Venture Capital-Finanzierung festgestellt werden. Zunächst bestehen Qualitätsunsicherheiten und Identifikationsprobleme (*hidden information*)<sup>59</sup>, die darauf beruhen, dass der Venture Capital Nehmer aufgrund seiner fachlichen Ausrichtung in der Regel besser über die Qualität seines Innovationsvorhaben informiert ist, als der Venture Capital Geber. Letzterem fällt es daher schwer, sich mit dem Projekt zu identifizieren. Vor diesem Hintergrund, kann und wird der Entrepreneur nachteilige Informationen über das Investitionsvorhaben möglicherweise verschweigen oder verfälschen (*Moral Hazard*)<sup>60</sup>, da sich solche Informationen negativ auf die Entwicklungs- und Wachstumsinteressen des Venture Capital Nehmers auswirken. An dieser Stelle begegnet sogleich das Problem eines *hold-up*.<sup>61</sup> Aufgrund einer hohen Sach- und Humankapitalspezifität ergeben sich für die Vertragsparteien Möglichkeiten zu opportunistischem Verhalten, indem nach bereits erbrachten Vorleistungen, erwartete Gegenleistungen zurückgehalten

---

<sup>57</sup> Heitzer, FB 2006, S. 514 (514).

<sup>58</sup> Jensen/Meckling, Journal of Financial Economics 1976, S. 305; vgl. auch Kamp/Ricke, BKR 2003, S. 527 ff.; Akerlof, Quarterly Journal of Economics 1970, S. 488.

<sup>59</sup> Fleischer, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, 2001, S. 138 f.;

<sup>60</sup> Allg. s. Fleischer, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, 2001, S. 141 f.; für die Venture Capital-Beteiligung v.a. Berglöf, Journal of Law, Economics & Organization 1994, S. 247 (249); Hellmann, RAND Journal of Economics 1998, S. 57 (60); Kaplan/Strömberg, American Economic Review 2001, S. 426 (426 f.).

<sup>61</sup> Fleischer, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, 2001, S. 142; Klein/Crawford/Alchian, Journal of Law and Economics 1978, S. 298 (299).

werden.<sup>62</sup> Sodann liegt das Risiko für den Venture Capital Geber nahe, dass der Entrepreneur unternehmerische Fähigkeiten vortäuscht (*hidden characteristics*), die von Seiten des Kapitalgebers aus nicht mit formalisierenden Verfahren feststellbar sind. Ist bereits ein Investment geschehen, bestehen Verhaltensrisiken auf beiden Seiten der Beteiligungsparteien (*hidden action*), die letztlich die Venture Capital-Beteiligung nicht scheitern lassen, aber die Vorteilhaftigkeiten und damit den Kapitalwert des Projektes senken können.<sup>63</sup> Bei der Venture Capital-Beteiligung bestehen Risiken somit in weitaus höherem Umfang, da Venture Capital dem Grunde nach auf die Finanzierung risikoreicher, junger Innovationsprojekte angelegt ist.

#### **b. Venture Capital-Risikomanagement**

In Anbetracht der endogenen und exogenen Risiken kommt ein doppeltes Principal-Agent-Problem zum Vorschein, dass auf der beiderseitigen Informationsasymmetrie zwischen Venture Capital Geber und Venture Capital Nehmer beruht.<sup>64</sup> Diesen Interessendivergenzen und Informationskonflikten ist mittels eines Risikomanagements mit der Venture Capital-Beteiligung angemessenen Anreizsystemen Abhilfe zu leisten. Dahingehend unterscheidet man risikopolitische Maßnahmen zur Vermeidung und Reduzierung von Informationsasymmetrie auf der Makroebene (Portfolio von Beteiligungen) und der Mikroebene (einzelne Beteiligung). Im Weiteren interessiert vor allem das Risikomanagement des einzelnen Beteiligungsverhältnisses zwischen Entrepreneur und Finanzier. Auf der Mikroebene hält die Wirtschaftswissenschaft mit der Portefeuilletheorie von Harry Markowitz eine Risikoreduzierung durch

---

<sup>62</sup> Klein/Crawford/Alchian, *Journal of Law and Economics* (1978), S. 298 (299).

<sup>63</sup> Mit konkretem Bezug zur Venture Capital-Beteiligung vgl. Heitzer, *FB* 2006, S. 514 (514 f.); Hellmann, *RAND Journal of Economics* 1998, S. 57 (62); Kaplan/Strömberg, *American Economic Review* 2001, S. 426 (427).

<sup>64</sup> Heitzer, *FB* 2006, S. 514 (515); Bigus, Börner/Grichnik, *Entrepreneurial Finance*, 2005, S. 347.

Portfoliobildung für angebracht.<sup>65</sup> Danach gilt, dass bei nicht vollständiger Korrelation der Renditen der einzelnen Beteiligungen das Gesamtrisiko des Beteiligungsportfolios kleiner als der Durchschnitt der Einzelrisiken ist.<sup>66</sup> Dieser Ansatz ist allenfalls jedoch für die Renditeerwartung und Risikoabsicherung des Venture Capital Gebers von Bedeutung. Den Unternehmenserfolg oder die Etablierung des jungen Unternehmens vermag diese Theorie keinen Ansatz zu bieten. Ein angemessenes Risikomanagement wird den Venture Capital Nehmern daher erst auf der Mikroebene offeriert. Diesbezüglich eignet sich für beide Parteien ein vorhergehendes Screening<sup>67</sup>, insbesondere in der seed und start-up Phase. Dabei handelt es sich um die phasenweise Beschaffung und Auswertung von Informationen über das Innovationsprojekt seitens des Venture Capital Gebers, die seiner Beteiligungsentscheidung zugrunde gelegt wird.<sup>68</sup> Das frühzeitige Screening, Monitoring und die Durchführung einer umfangreichen (Financial-, Legal- und Business-) Due Diligence führt zum Abbau von Informationsasymmetrie.<sup>69</sup>

Die Kernmaßnahme des Risikomanagements dürfte hingegen die Venture Capital-Vertragsgestaltung darstellen. Haben die vorherigen Informationsbeschaffungsmaßnahmen dazu geführt, dass sich der Investor für die finanzielle Unterstützung des Projekts bereit erklärt, werden die nachfolgenden Beziehungen zwischen Venture Capital Geber und Venture Capital Nehmer maßgeblich von deren vertraglichen Beziehung bestimmt.<sup>70</sup> Dementsprechend ist dem Beteiligungsvertrag ein besonderes Gewicht beizumessen. Er dient vor allem der Begrenzung von Verhaltensrisiken, der Wahl der Finanzierungsstruktur sowie der unternehmerischen Betreuungsleistungen zwischen den Parteien. Wie

---

<sup>65</sup> *Markowitz*, *Journal of Finance* (1952), S. 77 ff.

<sup>66</sup> *Markowitz*, *Journal of Finance* (1952), S. 77 (91).

<sup>67</sup> *Kamp/Ricke*, BKR 2003, S. 527 (529); *Watrin*, BB 2002, S. 811 (813).

<sup>68</sup> *Fleischer*, *Informationsasymmetrie im Vertragsrecht*, 2001, S. 123 m.w.N.

<sup>69</sup> *Kamp/Ricke*, BKR 2003, S. 527 (527); *Pollanz*, BB 1997, S. 1351 (1353); ausführlich *Dietzel*, *Semler/Volhard*, *Arbeitsbdb. Unternehmensübernahmen*, 2001, § 9 Rdnr. 58 ff.

<sup>70</sup> *Fleischer*, *Informationsasymmetrie im Vertragsrecht*, 2001, S. 131; *Ziegert*, *Venture Capital-Beteiligungsvertrag*, 2005, S. 94; *Heitzer*, FB 2006, S. 514 (515).

eingangs festgestellt wurde, geht die Kapitalbereitstellung bei einer Venture Capital-Finanzierung nicht mit der Stellung von Sicherheiten einher. Als Ersatzsicherheiten für den Investor mögen im Beteiligungsvertrag insbesondere Informations-, Mitwirkungs- und Entscheidungsrechte vereinbart werden. In der Regel werden deshalb Informationsrechte, wie z.B. monatliche Berichterstattung (*flash reports*), Auskunfts- und Besuchsrechte vereinbart.<sup>71</sup> Darüber hinaus finden sich in typischen Beteiligungsverträgen sog. Negativklauseln (*negative covenants*), die bestimmte Handlungen der Unternehmensleitung verbieten und Zustimmungsvorbehalte.<sup>72</sup> Ein wichtiges Gestaltungs- bzw. Entscheidungsrecht des Venture Capital Gebers ist zudem das Recht zur Abberufung der Geschäftsführung trotz fehlender Kapital- bzw. Stimmrechtsmehrheit. Zumeist wird dieses Recht an eine bestimmte Krisensituation oder das Nichterreichen eines Meilensteines geknüpft.<sup>73</sup>

Der Finanzier wird sich weitergehend vor den Auswirkungen exogener Risiken auch in seinem Bestand absichern wollen.<sup>74</sup> Dies führt bereits auf eine der entscheidenden Maßnahmen im Beteiligungsvertrag und zwar die Wahl der Finanzierungsstruktur und damit die Verteilung am Unternehmensergebnis. Der Gründer ist in der Regel mit einem nicht nur unerheblichen Teil am Eigenkapital der Gesellschaft beteiligt. Die mit der Kapitalstruktur verbundene Teilungsregel und die Kapitalbereitstellung haben somit unmittelbare Auswirkung auf das Verhalten des Venture Capital Nehmers. Aus diesem Grund liegt nahe, dass zur Durchsetzung bestimmter Handlungsweisen Verfügungsrechte und Klauseln zur Kapitalbereitstellung vereinbart werden. Dabei ist vor allem die Anreizwirkung von sog. *staging* Modellen zu betonen. Dabei handelt es sich entgegen eines einmaligen Gesamtinvestments um eine stufenweise

---

<sup>71</sup> Vgl. die katalogisierte Auflistung bei *Weitnauer*, NZG 2001, S. 1065 (1070 f.); *Houben/Nippel*, Börner/Grichnik, Entrepreneurial Finance, 2005, S. 330.

<sup>72</sup> *Merkel*, Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-Hdb., 3. Aufl. 2007, § 98 Rdnr. 255 ff.; *Weitnauer*, ZIP 2005, S. 1443 (1443); *Mucke*, WM 2006, S. 1804 (1805).

<sup>73</sup> Vgl. für die insoweit bedeutenden *Leaver-Klauseln*, *Kästle/Heuterkes*, NZG 2005, S. 289.

Kapitalbereitstellung, die zumeist an einem *milestone plan* orientiert ist.<sup>75</sup> Bei Nichterreichen eines bestimmten Unternehmensziels (*milestone*) werden dem Venture Capital Geber Möglichkeiten eröffnet, eine weitere Kapitalbereitstellung zu verweigern oder nur gegen eine höhere Beteiligungsquote am Unternehmen zu gewähren. Im umgekehrten Falle kann seitens des Investors auch Kapital zu günstigeren Konditionen angeboten werden. Das *staging* hat dadurch eine besondere Anreizfunktion für die Entrepreneurs, die davon erheblich profitieren können. Für den Finanzier besteht darüber hinaus eine weitaus wirksamere Kontrollmöglichkeit auf das Verhalten der Venture Capital Nehmer.

Schließlich haben Wettbewerbs-, Garantie- und Wohlverhaltensklauseln sowie das Recht auf Kündigung der Beteiligung (*vesting*) eine Vermeidung oder Reduzierung von Informationsasymmetrie und Interessendivergenzen zur Folge.<sup>76</sup>

## **2. Gestaltungsmöglichkeiten der Gründung und gründungsspezifische Finanzierung**

Eine pauschale Entscheidung auf die Frage nach der ‚richtigen Rechtsformwahl‘ ist grundsätzlich nicht zu treffen. Vielmehr bietet sich in Anbetracht des deutschen Gesellschaftsrechts eine Vielzahl von bekannten Gestaltungsmöglichkeiten, die im Einzelnen im Rahmen dieses Beitrags außer Acht gelassen werden können. Speziell für einen Unternehmensgründer sind gleichwohl vielfältige Aspekte für die Rechtsformwahl entscheidend, wie z.B. die eigene unternehmerische Entwicklung, Haftungsfragen, steuerrechtliche Antriebe, Kapitalmaßnahmen bei fortschreitender Entwicklung usw. Im Vordergrund steht im Folgenden daher, welche Möglichkeiten einer Gründung im

---

<sup>74</sup> Heitzer, FB 2002, S. 471 (475).

<sup>75</sup> Houben/Nippel, Börner/Grichnik, *Entrepreneurial Finance*, 2005, S. 331; weitergehend, auch zum insoweit vergleichbaren Step-up-Modell Weitnauer, Hdb. *Venture Capital*, 3. Aufl. 2007, F Rdnr. 60 ff.

Venture Capital Markt bestehen, welche Eignung sie für den Unternehmensgründer besitzen und wie diese in der Regel erfolgen. Des Weiteren sollen die obigen risikopolitischen Maßnahmen in der Vertragsgestaltung überblicksartig auf gesellschaftsrechtliche Gestaltungsmöglichkeiten bei Unternehmensgründungen übertragen werden.

### **a. Ausgründung (Spin Off)**

Für Unternehmensgründer aus dem universitären Bereich, wie z.B. Mitarbeiter von universitätseigenen Forschungseinrichtungen und Instituten sowie Absolventen wissenschaftlicher Fachrichtungen eröffnet häufig ein (University-) Spin Off den Weg in die Selbstständigkeit. Gleichwohl bestehen auch in anderen Bereichen Spin Offs, wie z.B. der sog. Corporate Spin Off.<sup>77</sup> Allgemein handelt es sich dabei um eine Ausgründung bzw. um einen Technologietransfer aus einer bestehenden Institution, mit dem Ziel einen Geschäftsbereich zu verselbstständigen oder eine Erfindung und deren Marktpotential abseits der betreffenden Einrichtungen zu realisieren.<sup>78</sup> Verallgemeinernd kann ein Spin Off auf zwei Wegen erreicht werden. Zum einen kommt eine Gesamtrechtsnachfolge oder eine Einzelrechtsnachfolge (Ausgliederung einzelner Vermögenswerte auf ein neu gegründetes Unternehmen in Betracht) nach dem Umwandlungsgesetz (UmwG) in Betracht.<sup>79</sup> Zum anderen vollzieht sich der University-Spin Off, d.h. die Ausgründung aus einer universitären Forschungseinrichtung rechtlich zumeist als eine

---

<sup>76</sup> Fleischer, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, 2001, S. 126 f.

<sup>77</sup> Blum, Spin-offs in strategischen Unternehmensnetzwerken, 2006, S. 34 ff.; Weitnauer, Hdb. Venture Capital, 3. Aufl. 2007, E Rdnr. 62.

<sup>78</sup> Vgl. auch Hübner, Unternehmensnachfolge, 5. Aufl. 2005, § 76 Rdnr. 26; Zöllner, GmbH-Gesetz, 18. Aufl. 2006, Anh. (GmbH-KonzernR) Rdnr. 157; Wagner, NJW 2003, S. 3081 (3082); Kallmeyer, UmwG, 3. Aufl. 2006, § 1 Rdnr. 1 ff.

<sup>79</sup> K. Schmidt, GesR, 4. Aufl. 2002, S. 395 f.; H. Schmidt, Lutter, UmwG, 2. Aufl. 2000, Vor § 174 Rdnr. 2, 8; Weitnauer, Hdb. Venture Capital, 3. Aufl. 2007, E Rdnr. 67 ff.

Neugründung<sup>80</sup>, so dass die nachfolgenden Aspekte zur Anwendung kommen.

## b. Neugründung

Die Neugründung ist das typische und häufigste Ziel einer Venture Capital-Finanzierung. Welche Rechtsformwahl für den Existenzgründer bestenfalls geeignet ist, hängt, wie eingangs erwähnt, von einer Vielfalt von Gründen ab. Für die Gesellschaftsformen der Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH), Aktiengesellschaft (AG), Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) und GmbH & Co. KG können im Überblick jedoch bestimmte Grundeignungen festgestellt werden, die bei einer Rechtsformwahl seitens der beteiligten Vertragsparteien zwingend überdacht werden müssen.

Die GmbH erweist sich idealtypisch als die am wenigsten komplizierte Kapitalgesellschaft in Deutschland.<sup>81</sup> Hinsichtlich der Vertragsgestaltung bei der Venture Capital-Beteiligung weist die GmbH darüber hinaus den Vorteil auf, dass weitergehende Informations- und Mitwirkungsrechte problemlos vereinbart werden können. Die AG hat demgegenüber den Vorzug, dass aufgrund der Börsenplatzierung und des unkomplizierten Gesellschafterwechsel eine hohe Eignung für die Eigenkapitalbeschaffung besteht.<sup>82</sup> Gegenüber der GmbH ist z.B. die Vereinbarung von besonderen Mitwirkungsrechten der Aktionäre aufgrund der zwingenden Regelungen des AktG nicht möglich (so insbesondere das Recht der Abberufung des Vorstands, dass der ausschließlichen Kompetenz des Aufsichtsrates unterliegt).<sup>83</sup> Trotz der komplizierten Gründung und Geschäftsführung, weist die GmbH & Co. KG den Vorteil aus, dass die

---

<sup>80</sup> *Weitnauer*, Hdb. Venture Capital, 3. Aufl. 2007, E Rdnr. 66.

<sup>81</sup> *K. Schmidt*, GesR, 4. Aufl. 2002, S. 999 f.; *Kübler/Assmann*, GesR, 6. Aufl. 2006, S. 274; *Weitnauer*, Hdb. Venture Capital, 3. Aufl. 2007, E Rdnr. 142.

<sup>82</sup> *Hölter/Buchta*, DStR 2003, S. 79 (82 f.); *Heider*, Münch. Komm. AktG, 2. Aufl. 2000, § 1 Rdnr. 96; vgl. auch *Semler*, Münch. Komm. AktG, 2. Aufl. 2000, Einl. Rdnr. 8 ff.

<sup>83</sup> Ausführlich *Elsing/Schmidt*, BB 2002, S. 1705.

Haftung sämtlicher natürlicher Personen ausbedungen ist.<sup>84</sup> Die KGaA ist dadurch gekennzeichnet, dass dem Aufsichtsrat grundsätzlich eine nur geringe Einflussnahme auf die Unternehmensleitung zukommt.<sup>85</sup> Trotz der hohen Leistungsflexibilität, der jedoch eine organisationsrechtliche Intransparenz gegenübersteht, ist die KGaA für Venture Capital Geber bislang die unattraktivste Gesellschaftsform.<sup>86</sup>

### 3. Der Ausstieg aus der Venture Capital-Finanzierung: Exit-Kanäle

Der Ausstieg (*exit*) aus einer Venture Capital-Beteiligung kommt insbesondere bei Erreichen des Unternehmensziels in Betracht. Gleichwohl fällt ein Ausstieg des Venture Capital Gebers, der während der Finanzierungen in der Regel Beteiligter des Unternehmens ist, zu dem Zeitpunkt an, indem eine weitere Finanzierung oder Beteiligung nicht mehr erforderlich scheint.<sup>87</sup> Dahingehend unterscheidet man vier Exit-Kanäle und zwar buy back, trade sale, secondary purchase und initial public offering (IPO).<sup>88</sup> Welche Beendigungsmöglichkeiten im konkreten Fall in Betracht kommt, hängt wiederum von der Vereinbarung im Venture Capital-Beteiligungsvertrag ab. Bei einem buy back kauft der Venture Capital Nehmer als Altgesellschafter die Anteile wieder zurück. Bei einem trade sale findet hingegen eine Veräußerung der Anteile an einen industriellen Investor statt. Der secondary purchase hat zur Besonderheit, dass eine Venture Capital Gesellschaft ihre an dem betreffenden Unternehmen gehaltene Anteile an eine andere Venture Capital Gesellschaft bzw. einen interessierten Investor verkauft.<sup>89</sup> Der

---

<sup>84</sup> Vgl. für ein entsprechendes Vertragsmuster *Langenfeld*, GmbH-Vertragspraxis, 5. Aufl. 2006, S. 111 ff.; *K. Schmidt*, GesR, 4. Aufl. 2002, S. 1657 f.

<sup>85</sup> *K. Schmidt*, GesR, 4. Aufl. 2002, S. 974 ff.;

<sup>86</sup> *Weitnauer*, Hdb. Venture Capital, 3. Aufl. 2007, E Rdnr. 142 a.E.

<sup>87</sup> Die Venture Capital-Beteiligung ist in der Regel auf 10 Jahre vereinbart, wobei die Desinvestitionsphase nach dem Beenden des 10. Jahres vorüber sein sollte, vgl. *Kußmaul/Richter*, DStR 2000, S. 1195 (1197).

<sup>88</sup> Ausführlich *Weitnauer*, Hdb. Venture Capital, 3. Aufl. 2007, I Rdnr. 20 ff.; *Gompers/Lerner*, The Venture Capital Cycle (2006), S. 345 ff.; *Jäger*, NZG 1998, S. 718.

<sup>89</sup> Zu allen Alternativen und zum Buy-in und Buy-out, ausführlich *Weber-Rey*, Semler/Volhard, Arbeitshdb. Unternehmensübernahmen, 2001, § 14 Rdnr. 8 ff., 55 ff.

Börsengang (initial public offering) ist grundsätzlich ein beliebtes Ziel der Unternehmensgründer aus dem Hightech-Bereich und wird darüber hinaus zunehmend auch für andere Venture Capital Nehmer interessant.<sup>90</sup> Grundsätzlich beschreibt IPO die öffentliche Erstemission von Anteilen junger Unternehmen.<sup>91</sup> Welche der genannten Exitstrategien zur Anwendung kommt ist einzelfallabhängig und wesentlich von der vertraglichen Vereinbarung getragen. Hinsichtlich der Ausgangslage im Beteiligungsvertrag kann die richtige Exitstrategie für die beteiligten Parteien große Anreizwirkung haben. Für den Venture Capital Nehmer kann der Anreiz bestehen, bei einer geldwerten Beteiligung beim Exit, das Kapital während der Vertragslaufzeit möglichst optimal zu verwenden. Damit wird schließlich die Möglichkeit zu opportunistischem Verhalten begrenzt. Gleichwohl besteht für den Venture Capital Geber die Chance, eventuelle Auswirkungen der exogenen Risiken durch ausgewählte Exitstrategien auf den Venture Capital Nehmer zu überwälzen.<sup>92</sup>

### III. Ausblick: Entwicklung des deutschen Venture Capital-Marktes

Die aufgezeigten Lösungs- und Gestaltungsmöglichkeiten zur Vermeidung und Reduzierung der risikopolitischen Aspekte einer Venture Capital-Finanzierung haben allesamt zur Folge, dass hohe Agency- und Transaktionskosten anfallen.<sup>93</sup> Häufig war daher die goldene Regel „He who has the money makes the rules“<sup>94</sup> anzutreffen. Wie gleichwohl aufgezeigt wurde, kann durch eine optimale (rechtliche) Vertragsgestaltung auf beiden Seiten Anreize gesetzt werden, die zum

<sup>90</sup> Vgl. zum Ganzen *Franzke/Grohs/Laux*, Initial Public Offerings and Venture Capital in Germany, Center for Financial Studies Frankfurt a.M. Working Paper 26/2003, S. 5, 16 ff.

<sup>91</sup> *Jäger*, NZG 1998, S. 718.

<sup>92</sup> Zum Ganzen *Heitzer*, FB 2006, S. 514 (516); *Franzke/Theissen*, Börner/Grichnik, Entrepreneurial Finance, 2005, S. 399 f.

<sup>93</sup> *Gompers/Lerner*, The Venture Capital Cycle, 2. Aufl. 2006, S. 174 f.; *Nathusius*, Grundlagen der Gründungsfinanzierung, 2001, S. 184 f. m.w.N.; *Watrin*, BB 2002, S. 811 (813).

<sup>94</sup> *Bartlett*, Fundamentals of Venture Capital (1999), S. 91.

einen für den Venture Capital Geber höchstmögliche Renditeerwartungen realisieren lassen und zum anderen die unternehmerische Selbstverwirklichung des Venture Capital Nehmers fördern. Unabdingbar wird jedoch der Einsatz finanzieller Mittel für eine hinreichende (Vorfeld-) Beratung der beiden Vertragsparteien sein, der in der Praxis sehr wohl gewichtig sein kann. Daher ist in diesem Zusammenhang eine sehr häufig anzutreffende Lösung, vertrauensbildende Maßnahmen zu schaffen, die weder zu asymmetrischen Informationen führt, noch eine Risikorealisation zur Folge hat. Diese Maßnahmen können jedoch zu einem *mysterium tremendum* werden, je höher der Liquiditätsdruck des Venture Capital Nehmers wird. Eine pauschalisierte Antwort wird dahingehend wohl unmöglich sein. Es bleiben die Worte von J. P. Morgan: „The only thing that counts is character“.<sup>95</sup>

Jedenfalls ist evident, dass der deutsche Venture Capital-Markt trotz tiefgreifender Rezessionen<sup>96</sup> derzeit wiederbelebt wird. Das steigende Investitionsvolumen in dynamische Technologieunternehmen, insbesondere in dem kritischen Phasen der *seed* und *start-up* Finanzierung, wird hauptsächlich Venture Capital zu verdanken sein.<sup>97</sup> Die öffentlich-rechtlichen Initiativen, wie z.B. die des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie zur Förderung junger Existenzgründer erfreuen sich reger Beteiligungen.<sup>98</sup> Darüber hinaus stiegen die öffentlichen Fördergelder regionaler und landesweiter Public Venture Capital Gesellschaften in den letzten Jahren kontinuierlich.<sup>99</sup> Der gleiche Trend spiegelt sich im Angebot der Universitäten, Forschungseinrichtungen und privaten Existenzgründerforen wieder. Die besondere Bedeutung von Venture Capital für Unternehmensklima,

---

<sup>95</sup> So auch *Weitnauer*, Hdb. Venture Capital, 3. Aufl. 2007, J Rdnr. 11.

<sup>96</sup> Vgl. insoweit die Statistiken des BVK e.V. unter [www.bvk-ev.de](http://www.bvk-ev.de).

<sup>97</sup> Instrukтив *Champenois/Engel/Heneric*, Centre for European Economic Research Discussion Paper 09/2004.

<sup>98</sup> S. dazu die Übersichten des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie und dessen Förderprogramm EXIST unter [www.exist.de](http://www.exist.de).

<sup>99</sup> BVK Statistiken, v.a. BVK Statistik 3. Quartal 2007, abrufbar unter [http://www.bvk-ev.de/media/file/149.BVK\\_Statistik\\_Bericht\\_Q3-2007\\_141107.pdf](http://www.bvk-ev.de/media/file/149.BVK_Statistik_Bericht_Q3-2007_141107.pdf).

Beschäftigung, Wachstum und Innovation und die Bemühungen des Gesetzgebers für eine Privilegierung deutscher Venture Capital Gesellschaften<sup>100</sup> lassen hoffen, dass die derzeitig positive Tendenz des Wagniskapitalmarktes in Deutschland in Zukunft weiter zunimmt.

---

<sup>100</sup> Insoweit sei auf den RegE des MoRaKG verwiesen, vgl. BT-Drs. 16/6311, BT-Drs. 16/6648.