

## Inhaltsverzeichnis

<b>Erster Teil: Grundlagen .....</b>	<b>18</b>
<b>§ 1 Einführung .....</b>	<b>18</b>
<b>§ 2 Gegenstand und Gang der Untersuchung.....</b>	<b>19</b>
I. Untersuchungsgegenstand.....	19
II. Gang der Untersuchung.....	19
III. Der Begriff des Wagniskapitals .....	21
IV. Vergleich der Wagniskapitalmärkte in den USA und Deutschland ...	22
IV. Interessensengesätze und Agency-Probleme .....	24
<b>Zweiter Teil: Das Finanzierungsverhältnis.....</b>	<b>26</b>
<b>Erstes Kapitel: Das U.S.-amerikanische Modell .....</b>	<b>26</b>
<b>§ 3 Die <i>corporation</i> als Standardrechtsform .....</b>	<b>26</b>
I. Stimmrechtsregelungen und Sicherung des Einflusses .....	28
1. Geschäftsleitungs- und Kontrollkompetenz in der <i>corporation</i> .....	28
2. Stimmrechtsregelungen .....	29
a) Class voting .....	29
b) Stimmrechtsregelung zur Besetzung des <i>board of directors</i> .....	29
c) Voting switch oder control switch .....	30
III. Staged Financing .....	31
1. Allgemeines .....	31
2. Technische Umsetzung .....	31
3. Wirkung .....	32
4. Schutz vor Mißbrauch.....	33
IV. Convertible preferred stock.....	33
1. Allgemeines .....	33
2. Dividend preference.....	34
a) Gewinnvorab .....	34
b) Nachzahlungsrechte .....	34
c) Sanktionsmöglichkeiten und Wirkungen des Dividendenvorrechts .....	35
3. Liquidation preference.....	35
V. Conversion rights – Anreizinstrument und Möglichkeit der Preisanpassung .....	36
1. Allgemeines .....	36
2. Structural antidilution protection .....	37
3. Price protection .....	38
VI. Redemption rights – Notausstieg und Anreizinstrument.....	39
VII. Übertragungsbeschränkungen .....	40
1. Allgemeines .....	40
2. Formen der Übertragungsbeschränkung.....	40
a) Übertragungsbeschränkung mit Zustimmungsvorbehalt.....	41
b) Rights of first refusal .....	41
c) Co-sale agreements .....	41
d) Gemeinsamkeiten.....	42

e) Drag-along rights .....	42
VIII. Anspruch auf Börseneinführung .....	43
1. Registration rights.....	43
2. Gestaltungsmöglichkeiten .....	44
a) Demand registration rights.....	44
b) Piggyback rights .....	45
c) Milestone statt registration rights.....	45
Zweites Kapitel: Das U.S.-amerikanische Modell im deutschen Gesellschaftsrecht .....	45
<b>§ 4 Wagniskapitalunternehmen in der Rechtsform der Aktiengesellschaft (AG) .....</b>	<b>46</b>
I. Sicherung des Einflusses und Stimmrechtsregelungen .....	47
1. Geschäftsleitungs- und Kontrollkompetenz in der AG .....	47
2. Stimmrechts- und Beschlußgestaltungen .....	48
a) Sonderbeschlüsse .....	48
b) Erhöhung der Mehrheitserfordernisse .....	48
c) Stimmbindungsverträge .....	48
d) Begrenzte (direkte) Einflußmöglichkeiten durch Stimmrechtsregelungen .....	49
3. Einflußsicherung durch Vertretung im Vorstand .....	49
a) Kein direkter Einfluß auf die Bestellung des Vorstandes.....	49
b) Mittelbare Einflußnahme auf die Bestellung des Vorstandes .....	50
4. Einflußsicherung durch Vertretung im Aufsichtsrat .....	50
a) Personalkompetenz .....	51
b) Berichtspflichten des Vorstands .....	51
c) Zustimmungsvorbehalte.....	52
d) Effektiver Einsatz der Kontroll- und Einflußrechte .....	52
II. Gestaffelte Finanzierung (Staged financing).....	52
1. Freie Finanzierungsentscheidung des Aktionärs .....	52
2. Recht auf Teilnahme an weiteren Finanzierungsrunden .....	53
III. Vorzugsstellung der Wagniskapitalfinanziers .....	54
1. Gewinnvorzug.....	54
2. Nachzahlungsrechte .....	55
3. Schutz des Dividendenvorzugs vor Aushöhlung.....	55
4. Rücklagenbildung durch Verzicht auf Dividendausschüttung .....	57
a) Satzungsverpflichtung zur Rücklagenbildung .....	57
b) Stimmrechtsbindung bei Gewinnverwendungbeschuß.....	58
c) Schütt-aus-hol-zurück-Verfahren .....	58
5. Schutz der Rücklage .....	59
a) Auflösung durch die Verwaltung.....	59
b) Schutz bei Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln.....	60
c) Schutz bei IPO.....	61
d) Schutz bei Liquidation .....	62
6. Liquidationsvorzug .....	62
IV. Umtauschrechte.....	63
1. Allgemeines .....	63

2. Umtauschpflicht der Gesellschaft.....	63
a) Erwerb eigener Aktien .....	63
b) Bedingtes Kapital.....	63
3. Call-Optionen gegenüber den Stammaktionären.....	64
a) Kombination aus Wandlungsrecht und Übertragungsverpflichtung.....	64
b) Ausgestaltung der Übertragungsverpflichtung .....	65
c) Unentgeltlichkeit der Übertragung .....	66
V. Rückverkaufsrechte .....	67
1. Allgemeines .....	67
2. Erwerb eigener Aktien gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG .....	67
3. Erwerb zum Zwecke der Einziehung gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG .....	67
4. Angeordnete Zwangseinziehung gemäß § 237 Abs. 1, 6 AktG .....	69
VI. Übertragungsbeschränkungen.....	70
1. Vinkulierung durch Satzungsregelung – Allgemeines .....	70
a) Wirkung der Vinkulierung .....	70
b) Zustimmung zur Übertragung.....	71
c) Sicherung der Vinkulierung .....	71
2. Schuldrechtliche Veräußerungsbeschränkungen.....	72
a) Verstoß gegen § 137 S. 1 BGB .....	72
b) Gefahr des Unterlaufens zwingender Organkompetenzen .....	72
VII. Anspruch auf Börseneinführung.....	73
1. Voraussetzungen für eine Börseneinführung .....	73
2. Entscheidung über die Börseneinführung .....	73
3. Stimmbindungsvereinbarung über Börseneinführung.....	74
VIII. Ergebnis.....	75
<b>§ 5 Wagniskapitalunternehmen als GmbH.....</b>	<b>77</b>
I. Allgemeines .....	77
II. Sicherung des Einflusses und Stimmrechtsregelung .....	77
1. Kompetenzordnung und Rechte der Gesellschafter .....	77
a) Allzuständigkeit der Gesellschafterversammlung .....	77
b) Personalkompetenz .....	78
c) Informationsrecht des Gesellschafters .....	79
2. Stimmrechtsregelung – Allgemeines.....	79
a) Stimmrechts- und Beschußgestaltungen.....	80
b) Stimmrechtsvereinbarungen .....	81
c) Weitere Möglichkeiten der Einflußsicherung durch Sonderrechte .....	81
3. Einflußsicherung durch Beirat.....	82
a) Kompetenzverlagerung auf einen Beirat .....	82
b) Beirat mit Gesellschaftsfremden.....	83
c) Rechte und Besetzungsmodalitäten des Beirats.....	84
III. Gestaffelte Finanzierung (Staged financing) .....	85
1. Nebenleistungspflichten und Nachschußpflichten .....	85
2. Verpflichtung zur Teilnahme an Kapitalerhöhungen.....	86
3. Recht auf Teilnahme an weiteren Finanzierungsrunden .....	86

<b>IV. Dividendenvorzug .....</b>	<b>88</b>
1. Allgemeines .....	88
2. Gewinnvorab.....	88
3. Nachzahlungsrechte.....	89
4. Schutz des Dividendenvorzugs vor Aushöhlung.....	89
a) Aushöhlung durch Geschäftsführung .....	89
b) Durch Mitgesellschafter.....	90
5. Rücklagenbildung durch Verzicht auf Dividendausschüttung .....	91
a) Satzungsverpflichtung zur Rücklagenbildung .....	91
b) Stimmbindung bei Gewinnverwendungsbeschuß .....	92
c) Ausschüttungs-Rückhol-Verfahren.....	92
6. Schutz der Rücklage .....	93
a) Auflösung der Rücklagen.....	93
b) Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln .....	93
c) Umwandlung in AG .....	94
d) Schutz bei Liquidation.....	95
7. Liquidationsvorzug .....	95
<b>V. Umtauschrechte .....</b>	<b>95</b>
1. Umwandlung.....	96
2. Call-Option .....	96
<b>VI. Rückverkaufsrechte.....</b>	<b>97</b>
1. Zulässigkeit des Erwerbs eigener Geschäftsanteile.....	97
2. Interne Mitwirkung der Gesellschafterversammlung.....	98
3. Put-Optionen gegenüber den Gründergesellschaftern.....	98
<b>VII. Übertragungsbeschränkungen und Erwerbsvorrechte .....</b>	<b>99</b>
1. Übertragungsbeschränkungen – Allgemeines .....	99
2. Kombination mit Erwerbsvorrechten .....	99
3. Gesellschaftsvertragliche Verdinglichung.....	100
4. Ankauf- oder Übernahmerechte .....	101
<b>VIII. Anspruch auf Börseneinführung .....</b>	<b>102</b>
1. Die Umwandlung in eine Aktiengesellschaft .....	102
a) Beschlusß- und Zustimmungserfordernisse .....	102
b) Ermöglichung der Beschlusß- und Zustimmungserfordernisse ...	102
c) Anpassungen der Gesellschaftervereinbarungen .....	103
2. Milestone-Vereinbarung .....	103
<b>IX. Ergebnis.....</b>	<b>104</b>
<b>§ 6 Wagniskapitalunternehmen als GmbH &amp; Co. KG .....</b>	<b>105</b>
I. Allgemeines .....	105
II. Sicherung des Einflusses und Stimmrechtsregelungen .....	105
1. Willensbildung auf zwei Ebenen .....	105
a) Handhabung des Problems .....	106
b) Konsequente Trennung .....	106
2. Stimmrechtsregelungen auf der Ebene der KG .....	107
a) Prinzip der Einstimmigkeit .....	107
b) Zulässigkeit und Grenzen von Mehrheitsregelungen .....	108
c) Ausgestaltung der Mehrheitsregelung .....	109
d) Qualifizierte Mehrheitserfordernisse .....	110

e) Zustimmungsvorbehalte .....	110
f) Mehrstimmrechte .....	111
g) Schuldrechtliche Stimmbindung .....	112
<b>III. Gestaffelte Finanzierung (<i>Staged Financing</i>) .....</b>	<b>112</b>
<b>IV. Vorzugsbeteiligung .....</b>	<b>113</b>
1. Vorzugsdividende .....	113
a) Erhöhter Dividendenvorab .....	114
b) Nachbezugsrecht .....	114
2. Schutz des Dividendenvorzugs .....	115
3. Rücklagenbildung durch Verzicht auf Dividendenauszahlung .....	116
a) Darlehenskonto, Rücklagenkonto .....	116
b) Grundlage für Rücklagenbildung .....	117
4. Schutz der Rücklage .....	118
a) Auflösung der Rücklage .....	118
b) Verrechnung mit Verlusten .....	119
c) Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln .....	119
d) Schutz bei Umwandlung / IPO .....	120
e) Schutz bei Liquidation .....	121
5. Liquidationsvorzug .....	121
<b>V. Umtauschrechte .....</b>	<b>122</b>
1. Allgemeines .....	122
2. Erhöhung des Kommanditanteils .....	123
a) (Teil-) Abtretung .....	123
b) Verpflichtung zur Übertragung .....	124
c) Haftungskonsequenzen .....	124
d) Umwandlung des „Vorzugsgesellschaftsanteils“ .....	125
<b>VI. Rückverkaufsrechte .....</b>	<b>126</b>
1. Allgemeines .....	126
2. Kündigungs- und Abfindungsklausel .....	126
3. Put-Option gegenüber den Gründergesellschaftern .....	127
<b>VII. Übertragungsbeschränkungen .....</b>	<b>128</b>
1. Andienungspflichten, Mitverkaufsrechte .....	129
2. Mitverkaufspflichtungen .....	129
a) Regeln über die Ausschließung ohne wichtigen Grund .....	130
b) Bestimmung fester Tatbestandsmerkmale .....	130
<b>VIII. Anspruch auf Börseneinführung .....</b>	<b>131</b>
1. Formwechsel nach Umwandlungsgesetz .....	131
a) Identität des Gesellschafterkreises .....	131
b) Qualifiziertes Mehrheitserfordernis .....	132
c) Inhalt der Mehrheitsklausel .....	132
d) Herbeiführung des Umwandlungsbeschlusses .....	134
2. Die Kombinationslösung .....	134
a) Die Anwachungsmodelle .....	134
b) Lösung des Identitätsproblems .....	135
c) Durchsetzungsmöglichkeit für die Wagniskapitalfinanziers .....	135
<b>IX. Ergebnis .....</b>	<b>135</b>
<b>X. Zusammenfassung .....</b>	<b>136</b>

<b>Drittes Kapitel: Managementvergütung.....</b>	<b>138</b>
<b>    § 7 Unternehmenswertorientierte Vergütungssysteme in den USA....</b>	<b>138</b>
I. Mögliche Gestaltungsformen.....	138
II. Typische Ausgestaltung bei Start up-Unternehmen.....	139
III. Steuerliche Behandlung.....	140
<b>    § 8 Gestaltungsmöglichkeiten in Deutschland.....</b>	<b>141</b>
I. Allgemeines, schuldrechtliche Vergütungsregelungen .....	141
II. Aktienoptionen .....	141
1. Rückkauf eigener Aktien .....	141
2. Schaffung junger Aktien.....	142
3. Steuerliche Behandlung .....	142
III. Wertorientierte Vergütung bei GmbH und GmbH & Co. KG.....	144
1. Aufnahme in den Gesellschafterkreis schon bei Einstellung .....	144
a) Allgemeines.....	144
b) Steigerung der Anreizwirkung.....	145
aa) Entzug der Beteiligung .....	145
bb) Anknüpfen an feste Tatbestandsmerkmale .....	146
cc) Technische Gestaltung .....	147
dd) Abfindungsbeschränkungen .....	147
c) Zwischenergebnis.....	148
2. Zukünftige Aufnahme in den Gesellschafterkreis.....	149
a) Option auf bestehende Beteiligungen .....	149
b) Option auf noch zu schaffende Beteiligung bei der GmbH & Co. KG.....	149
c) Fehlen einer bedingten Kapitalerhöhung im GmbH-Recht .....	149
d) Schuldrechtliche Verpflichtung der GmbH-Gesellschafter.....	150
IV. Zusammenfassung.....	151
<b>Dritter Teil: Das Refinanzierungsverhältnis .....</b>	<b>153</b>
<b>Erstes Kapitel: Fondsgestaltung in den USA.....</b>	<b>154</b>
<b>    § 9 Die Venture Capital Limited Partnerships .....</b>	<b>154</b>
I. Historische Entwicklung.....	154
II. Das Grundkonzept der Venture Capital Limited Partnerships (VCLP) .....	154
<b>    § 10 Regelungen zur Verhaltenssteuerung der         Wagniskapitalfinanziers .....</b>	<b>156</b>
I. Mitspracherechte der Investoren und besondere Gremien .....	156
II. Abruf der Einlagen .....	157
III. Vergütungsregelung .....	157
1. Managementgebühr .....	158
2. Gewinnbeteiligung ( <i>carried interest</i> ) .....	159
IV. Gewinnausschüttungen .....	160
V. Anlagegrenzen .....	162
VI.Vermeidung von Interessenskonflikten des Venture Capital- Management .....	162
1. Investmentaktivitäten der <i>general partners</i> .....	162

2. Anderweitige geschäftliche Betätigungen .....	164
VII. Verkaufsbeschränkung des Gewinnanteils der <i>general partners</i> .....	164
VIII. Austausch des <i>general partners</i> und „ <i>vesting</i> “ des <i>carried interest</i> .....	165
IX. Begrenzte Lebensdauer .....	165
<b>§ 11 Einfluß gesetzlicher Rahmenbedingungen.....</b>	<b>166</b>
I. Investment Company Act of 1940 ( <i>Company Act</i> ).....	166
II. <i>Investment Adviser Act of 1940 (Adviser Act)</i> .....	168
III. Der Internal Revenue Code (I.R.C.).....	170
1. Die steuerliche Behandlung als „ <i>pass – through entity</i> “.....	170
2. Qualifizierung der <i>limited partnership</i> als <i>pass-through entity</i> .....	171
3. Steuerliche Optimierung der Managementvergütung .....	171
IV. Employee Retirement Income Securities Act ( <i>ERISA</i> ) .....	173
1. <i>Plan Asset Regulation (Regulations)</i> .....	175
2. Ausnahmen .....	175
3. <i>Venture Capital Operating Company</i> .....	176
V. Zusammenfassung .....	178
Zweites Kapitel: Fondsgestaltung in Deutschland.....	178
<b>§ 12 Captive Wagniskapitalgesellschaften dominieren den deutschen Markt.....</b>	<b>178</b>
<b>§ 13 Unterschiede der deutschen <i>captive</i> Wagniskapitalgesellschaften zu den U.S.-amerikanischen <i>independent VCLPs</i> .....</b>	<b>180</b>
<b>§ 14 Gesellschaftsrechtliche Gestaltung .....</b>	<b>181</b>
I. <i>Captive</i> Gesellschaften.....	181
II. <i>Independent</i> Gesellschaften .....	182
<b>§ 15 Externe Gestaltungsfaktoren deutscher Wagniskapitalgesellschaften .....</b>	<b>183</b>
I. Staatliche Aufsicht .....	183
1. Finanzportfolioverwaltung .....	184
2. Abschlußvermittlung .....	186
II. Rechtliche Rahmenbedingungen der Investoren .....	186
1. Kreditgewerbe .....	186
a) Begrenzung bedeutender Beteiligungen .....	187
b) Eigenkapitalgrundsatz I zu den §§ 10, 10a KWG .....	188
c) Grundsatz II zu § 11 KWG .....	188
2. Pensionsfonds .....	188
III. Steuerliche Rahmenbedingung .....	190
1. Entscheidende Bedeutung der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen .....	190
2. Inländische institutionelle Investoren .....	191
3. Ausländische institutionelle Investoren .....	194
a) Bisherige Gestaltungen zur Vermeidung deutscher Steuern .....	194
b) Erleichterungen durch das StSenkG .....	195
4. Private Investoren .....	196
IV. Kapitalmarktbedingungen .....	198

V. Zusammenfassung .....	200
<b>§ 16 Wagniskapitalgesellschaft – Gestaltungsalternativen im deutschen Recht .....</b>	<b>201</b>
I. Trennung von Management- und Fondsgesellschaft .....	202
1. Wagniskapitalgesellschaft als GmbH & Co. KG .....	202
2. Wagniskapitalgesellschaft aus Verbindung zweier Kapitalgesellschaften .....	203
a) Zulässigkeit von Geschäftsführungs- bzw. Managementverträgen .....	204
b) Kombination des Managementvertrages mit Personalunion .....	206
aa) <i>Hubers</i> Bedenken .....	206
bb) Beteiligungsgestützte Personenidentität .....	207
cc) Hinzutreten des Managementvertrages .....	207
II. Mitspracherechte der Investoren und besondere Gremien .....	208
1. GmbH & Co. KG .....	208
2. Verbindung durch Betriebsführungsvertrag .....	209
III. Abruf der Einlagen in Tranchen .....	209
1. Bei einer Fonds-AG / GmbH .....	210
2. Bei Fonds-KG .....	210
IV. Vergütungsregelungen .....	211
1. GmbH & Co. KG .....	211
2. Verbindung durch Managementvertrag .....	212
a) Disproportionale Gewinnbeteiligung .....	212
b) Ausgestaltung als sweet equity .....	213
3. Steuerliche Behandlung des „ <i>carried interest</i> “ .....	213
V. Gewinnausschüttung .....	215
1. Fonds-AG .....	215
2. Fonds-GmbH .....	216
3. Fonds-KG .....	216
VI. Anlagegrenzen .....	217
1. Fonds-KG .....	217
2. Verbindung durch Managementvertrag .....	217
VII. Vermeidung von Interessenskonflikten der VC-Manager .....	218
1. Wagniskapitalgesellschaft als GmbH & Co. KG .....	218
2. Verbindung durch Managementvertrag .....	219
a) VC-Manager als Vorstandsmitglieder der Fonds-AG .....	219
b) VC-Manager als GmbH-Geschäftsführer .....	220
VIII. Übertragungsbeschränkungen .....	220
IX. Ersetzen des VC-Managements .....	221
1. GmbH & Co. KG .....	221
a) Entzug der Geschäftsführungsbefugnis und der Vertretungsmacht .....	221
b) Ausschluß der Management-GmbH .....	222
2. Fondsgesellschaft als GmbH und AG .....	223
X. Begrenzte Lebensdauer .....	223
1. Besonderheiten der Kapitalgesellschaften .....	224
2. Besonderheiten der KG .....	225

XI. Zusammenfassung.....	225
Viertes Kapitel: Gesetzliche Sonderformen und öffentliche Wagniskapitalquellen.....	225
<b>§ 17 Staatliche Förderung in den USA .....</b>	<b>226</b>
I. SBICs .....	226
1. Gründung und Rechtsform einer SBIC .....	226
2. Kapitalbeschaffung durch öffentliche Mittel.....	227
a) Fremdkapitalprogramm.....	227
b) Eigenkapitalprogramm (participating securities program).....	228
3. Anlagebeschränkungen.....	228
4. Beschränkungen anderweitiger Kapitalbeschaffung .....	230
5. Informations-, Kontrollrechte und Rechtsbehelfe der SBA .....	230
6. Sonderstatus der SBIC.....	230
7. Kritik .....	231
II. Business Development Companies (BDCs).....	232
1. Qualifikation als BDC .....	232
a) Qualifizierende Investments .....	233
b) Managementunterstützung.....	233
c) Wahl des BDC Status.....	233
2. Konsequenzen aus der Qualifikation als BDC .....	234
a) Mehrheitliche „Unabhängigkeit“ des Leitungsorgans .....	234
b) Refinanzierung und Kapitaldeckung .....	234
c) Anreiz- und Leistungsvergütung.....	235
d) Steuerliche Behandlung .....	236
<b>§ 18 Staatliche Förderung in Deutschland .....</b>	<b>236</b>
I. Die öffentlichen Kapitalquellen.....	236
II. Kritik an den öffentlichen Kapitalquellen .....	237
III. Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBG) nach dem UBGG .....	239
1. Ursprüngliche Konzeption und deren Hindernisse .....	239
2. Reformen des UBGG.....	240
IV. Kapitalanlagegesellschaften.....	242
1. Beteiligungs-Sondervermögen .....	242
2. Investment-Aktiengesellschaft .....	243
V. Zusammenfassung .....	244
<b>Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse.....</b>	<b>245</b>
Literaturverzeichnis	250