Bank/Schaper/Ullrich
Beck'sches Venture Capital Handbuch

Beck'sches Venture Capital Handbuch

Finanzierungsformen, Strukturmaßnahmen, Exit-Transaktionen und Spezialthemen einschließlich Vertragsgestaltung

Herausgegeben von

Dr. Stephan Bank, LL.M. (University College London)
Dr. Martin Schaper, LL.M. (University of Cambridge)
Dr. Benjamin Ullrich, M.Jur. (University of Oxford)

Bearbeitet von den Herausgebern und

Nina Ahlert, Rechtsanwältin, Köln; Dr. Malte Bergmann, LL.M. (King's College London), Rechtsanwalt, Hamburg; Dr. Andreas Bergthaller, LL.M. (University of Aberdeen), Rechtsanwalt, Köln; Dr. Gerrit Breetholt, LL.M. (Columbia University), Rechtsanwalt, Hamburg; Dr. Ferdinand Cadmus, Rechtsanwalt, Hamburg; Ciro D'Amelio, LL.M. (King's College London), Rechtsanwalt, Berlin; Anna Eickmeier, LL.M. (University of Connecticut), Rechtsanwältin, Berlin; Dr. Lilly Fiedler, Rechtsanwältin und Notarin, Berlin; Dr. Michael Filipowicz, Rechtsanwalt, Berlin; Dr. Benedikt Flöter, Rechtsanwalt, Berlin; Laura Franke, Köln; Dr. Frederik Gärtner, Rechtsanwalt, Berlin; Dr. Adrian Haase, Rechtsanwalt, Hamburg; Dr. Leonie Hartz, Rechtsanwältin, Berlin; Dr. Johannes Janning, LL.M. (Universität Marburg), Rechtsanwalt, Köln; Dr. David John, Rechtsanwalt, Hamburg; Dr. Jonas von Kalben, LL.M. (EUI), Berlin; Melisa Keme, Rechtsanwältin, Berlin; Matthias Kresser, LL.M. (LSE), Rechtsanwalt, Berlin; Franziska Pricking, LL.M. (University of Chicago), Rechtsanwältin, Frankfurt am Main; Dr. Yaron Levy, Rechtsanwalt, Köln; Ann-Kristin Lochmann, LL.M. (Universität Osnabrück), Steuerberaterin, Hamburg; Lennart Lorenz, LL.M. (Universität Stockholm), Rechtsanwalt, Hamburg; Tobias Lovett, LL.M., M.A., Rechtsanwalt, Berlin, Solicitor (England & Wales); Dr. Christoph Lüttenberg, Rechtsanwalt, Köln; Pia Meven, Rechtsanwältin, Berlin; Benjamin Müller, Rechtsanwalt, Berlin; Eckbert Müller, Rechtsanwalt, Berlin; Stefanie Nagel, Rechtsanwältin, Berlin; Isabel Oest, LL.M. (UNSW Sydney), Rechtsanwältin, Frankfurt am Main; Emma Peters, Berlin; Roman Pfeiffer, Richter, Berlin; Dr. Tobias Pusch, LL.M. (Harvard University), MBA, MSc (London Business School), Rechtsanwalt, Berlin; Dr. Carolin Raspé, Rechtsanwältin, Berlin; Dr. Carola Rathke, Rechtsanwältin, Berlin; Meike Christine Rehner, Rechtsanwältin, München; Silke Ricken, Rechtsanwältin, Berlin; Dr. David Rieks, LL.M. (Columbia/UvA), Rechtsanwalt, Berlin; Dr. Leonard Freiherr von Rummel, LL.M. (Stellenbosch), Maître en droit, Rechtsanwalt, Berlin; Dr. Lars Rüve, LL.M. (University of Virginia), Rechtsanwalt, Frankfurt am Main; Dr. Dajo Sanning, Rechtsanwalt/Steuerberater, Hamburg; Ingo Sappa, Rechtsanwalt, München; Dr. Matthias Schatz, LL.M. (Harvard University), Rechtsanwalt, Köln; Dr. Tim Schlösser, LL.M. (Harvard University), Rechtsanwalt, Berlin; Dr. Sebastian Schödel, Rechtsanwalt, Köln; Robert Schramm, Rechtsanwalt, Berlin; Lutz Schreiber, Rechtsanwalt, Hamburg; Dr. Sebastian Schwarz, Rechtsanwalt und Steuerberater, Berlin; Alexander Sekunde, Rechtsanwalt, Berlin; Dr. Roland Stein, LL.M., Eur., Rechtsanwalt, Berlin; Alexandra Tafel, LL.M. (UC Law San Francisco), Rechtsanwältin, Berlin; Johannes Wickler, Rechtsanwalt, Frankfurt am Main; Dr. Florian Wilbrink, M.Sc., Rechtsanwalt, Köln; Dr. Stefan Witte, Rechtsanwalt, Hamburg; Axel Zirn, Rechtsanwalt, Berlin



C.H.BECK

beck.de

ISBN PRINT 978 3 406 79681 4

© 2026 Verlag C.H.Beck GmbH & Co. KG
Wilhelmstraße 9, 80801 München
info@beck.de
Satz, Druck und Bindung: Druckerei C.H.Beck Nördlingen
(Adresse wie Verlag)

Umschlag: Druckerei C.H.Beck Nördlingen

chbeck.de/nachhaltig
produktsicherheit.beck.de

Gedruckt auf säurefreiem, alterungsbeständigem Papier
(hergestellt aus chlorfrei gebleichtem Zellstoff)

Alle urheberrechtlichen Nutzungsrechte bleiben vorbehalten.
Der Verlag behält sich auch das Recht vor, Vervielfältigungen dieses Werkes
zum Zwecke des Text and Data Mining vorzunehmen.

Vorwort

Venture Capital ist weit mehr als eine Anlageklasse oder Finanzierungsform – es ist der Motor für Innovation und wirtschaftlichen Fortschritt in einer zunehmend technologiegetriebenen Welt. Start-ups, die heute durch Venture Capital finanziert werden, entwickeln die bahnbrechenden Technologien von morgen, schaffen neue Arbeitsplätze und treiben den strukturellen Wandel unserer Wirtschaft voran. Damit verschiebt Venture Capital technische und wirtschaftliche Grenzen. Es finanziert Hypothesen, testet Märkte und beschleunigt Lernkurven. Aus diesen Wetten entstehen Technologien und Unternehmen, die Wertschöpfung verlagern. Ohne die Risikobereitschaft von Venture Capital-Investoren würden viele der heute selbstverständlichen digitalen Geschäftsmodelle und technologischen Durchbrüche nicht existieren. Venture Capital und damit die Finanzierung von Start-ups haben sich in den vergangenen Jahren zu einem hochspezialisierten und komplexen Rechtsgebiet entwickelt, das zahlreiche rechtliche Disziplinen vereint. Venture Capital-Recht ist durch seine stark vertragliche Prägung sowie die Internationalität besonders dynamisch und kreativ und muss eine Vielzahl an Zeitetappen und Zukunftsszenarien mitdenken. Das vorliegende Werk ist der erste Versuch im deutschsprachigen Raum, sich dieser Branche umfassend zu nähern und alle wesentlichen rechtlichen Aspekte in einem Handbuch zusammenzuführen. Es behandelt Fragen von Gesellschaftsgründung und Fundraising über Finanzierungsrunden, Fremdkapitalfinanzierung und Wandeldarlehen bis zum Exit bzw. IPO.

Das Werk richtet sich gleichermaßen an Praktiker und Akademiker. Es verbindet rechtliche Analyse mit konkreten Gestaltungshinweisen und gibt Antworten auf die wesentlichen Fragen der Beratungspraxis. Dieses Werk zeichnet sich nicht zuletzt dadurch aus, dass sämtliche Beiträge von ausgewiesenen Praktikern verfasst wurden, die sich seit vielen Jahren intensiv mit der Venture Capital-Branche beschäftigen und über tiefgreifende Erfahrung in der Begleitung von Gründern, Start-ups, Fonds und anderen Investoren verfügen. Diese einzigartige Expertise macht das Handbuch zu einem unverzichtbaren Nachschlagewerk für alle, die im Venture Capital-Ökosystem tätig sind oder sich wissenschaftlich mit diesem dynamischen Rechtsgebiet auseinandersetzen.

Den Autoren danken wir herzlich für ihre wertvollen Beiträge, ihr außerordentliches Engagement und die Bereitschaft, ihr umfassendes Praxiswissen zu teilen. Ohne ihre Expertise und ihren unermüdlichen Einsatz wäre dieses ambitionierte Projekt nicht zu verwirklichen gewesen.

Unser besonderer Dank gilt den wissenschaftlichen Mitarbeitern Benedict Fuchs, Babak Djalali, Lian Komoll und Karl Rieger. Durch ihre bemerkenswerte Übersicht und Genauigkeit, sorgfältige Recherche, präzise und verlässliche redaktionelle Arbeit sowie ihr großes persönliches Engagement haben sie die Qualität dieses Handbuchs nachhaltig geprägt und entscheidend zu dessen Gelingen beigetragen.

Zudem sei ausdrücklich erwähnt, dass mit der Verwendung des generischen Maskulinums alle Menschen gleichermaßen angesprochen werden.

Das Werk berücksichtigt Gesetzgebung, Rechtsprechung und Literatur bis zum 30. November 2025.

Berlin, im April 2026 Die Herausgeber

Bearbeiterverzeichnis

§ 1	Schaper
§ 2	Bank
§ 3	Schaper
§ 4	Peters/Ricken
§ 5	Gärtner/Sekunde (I, II)
	Müller/Janning (III)
	Flöter (III.5c)
	Müller/Janning (III.6)
	Janning/Ahlert (IV)
§ 6	Janning/Franke (I)
	Janning (II)
	Bank/Pfeiffer (III)
	Haase (IV)
	Haase/D'Amelio (IV.5)
	Haase/Breetholt (IV.7)
	Haase/Tafel (IV.8)
	Haase/Breetholt (V)
	Haase/Breetholt (V.2)
	Haase (V.3)
	Flöter (V.4)
	Haase/v. Kalben (V.5)
	Janning/Ahlert (VI)
§ 7	Gärtner/Keme
§ 8	Gärtner/Keme
§ 9	Cadmus
§ 10	Kresser
§ 11	Kresser
§ 12	Kresser
§ 13	Fiedler/Schramm
§ 14	Schlösser (I, II)
	Hartz/Fiedler/Schlösser (III)
	Fiedler (IV)
§ 15	Schaper
§ 16	Schaper
§ 17	Schaper
§ 18	Schlösser (I, II, III, IV)
	Lochmann (V)
§ 19	Witte
§ 20	Witte
§ 21	Ullrich/Schaper (I)
	Witte (II)
§ 22	Schaper/Ullrich
§ 23	Rüve
§ 24	Rüve
§ 25	Rüve
§ 26	Rüve
§ 27	Rüve

§ 28	Rüve
§ 29	Raspé
§ 30	Rieks/Levy
§ 31	Cadmus
§ 32	Ullrich
§ 33	Müller/Sappa (I) Flöter (II) Schreiber/Eickmeier (III) Lochmann (IV)
§ 34	Bergmann/Haase
§ 35	Haase (I) Bergmann (II)
§ 36	Bergmann (I) Haase (II)
§ 37	Pusch/Rehner
§ 38	Schaper/Meven
§ 39	Schatz/Lüttenberg
§ 40	Schaper/Meven (I, II) Bergmann (III) Schaper/Meven (IV)
§ 41	Pusch/Wickler
§ 42	Schaper/Meven
§ 43	Schatz/Lüttenberg
§ 44	Schödel/Bergthaller
§ 45	Bank/Schwarz
§ 46	Bank/Wilbrink
§ 47	Bank/Wilbrink/Zirn
§ 48	Bank/Zirn
§ 49	Bank/Zirn
§ 50	Bank
§ 51	Bank
§ 52	Filipowicz/Bank
§ 53	Rathke/John
§ 54	Sanning
§ 55	Lorenz/Nagel
§ 56	Stein/v. Rummel
§ 57	Oest/Lange-Schlüter
§ 58	Lorenz
§ 59	Lovett

Inhaltsverzeichnis

Vorwort V
Bearbeiterverzeichnis VII
Abkürzungsverzeichnis XXXI
Literaturverzeichnis XLIII

Kapitel 1 Einführung

§ 1 Der Markt für Venture Capital 1
I. Vorbemerkung 1
II. Der deutsche Venture Capital-Markt 2
1. Deutschland im internationalen VC-Ökosystem 3
2. Investitionsdynamik und Investitionstrends 3
3. Makroökonomisches Umfeld 4
4. Regulatorik und Diversität 4
5. Exits 5
6. Der deutsche Venture Debt-Markt 6
III. Der europäische Venture Capital-Markt 6

Kapitel 2 Prozessablauf und Akteure der Venture Capital-Finanzierung

§ 2 Die verschiedenen Marktteilnehmer im Venture Capital-Ökosystem 9
I. Einleitung 9
II. Gründer und Start-up 10
III. Investoren 12
1. Business Angels 13
2. Venture Capital-Fonds 14
3. Corporate Venture Capital 16
4. Staatliche Finanzierung 18
5. Inkubatoren und Acceleratoren 20
6. Debt-Geber 22

§ 3 Der Ablauf einer Venture Capital-Finanzierungsrunde 22
I. Rahmenbedingungen und Ausgangslage 23
1. Formen der Finanzierung 24
2. Folgefinanzierungen 26
II. Fundraising-Prozess 27
1. Vorbereitung und Initiierung des Prozesses 27
2. Investorensuche und -auswahl 28
3. Bewertung, Investmentvolumen und Anteilspreisberechnung 28
III. Vertraulichkeitsvereinbarung; Term Sheet 32
IV. Due Diligence 33
V. Verhandlungsprozess und Vertragsgestaltung 34
1. Vertragserstellung 34
2. Struktur und Inhalt der Vertragsdokumentation 34
3. Verhandlung 35
VI. Signing und Closing 36
1. Signing 36
2. Closing 36

VII. Second Closing 37
VIII. Post-Closing Undertakings 38
IX. Aufsetzen bzw. Erweitern eines virtuellen Mitarbeiterbeteiligungsprogramms 38

Kapitel 3
Die Vertragsgestaltung einer Venture Capital-Finanzierungsrunde

§ 4 Term Sheet 41
I. Einleitung 42
1. Begriff des Term Sheets und Einordnung in den Prozess der Finanzierungsrunde 42
2. Funktion und Umfang von Term Sheets 43
II. Rechtliche Einordnung/Bindungswirkung 47
1. Grundsatz: Rechtliche Unverbindlichkeit 47
2. Ausnahme: Verbindliche Regelungen 48
III. Form 49
IV. Schadensersatz bei Abbruch von Vertragsverhandlungen 50
V. Inhalte 51
1. Kosten und Kostenersatz 52
2. Vertraulichkeit 52
3. Exklusivität 53
4. Break-up Fee 55
5. Abwerbeverbot 56
6. Anwendbares Recht, Gerichtsstandsvereinbarungen und Schiedsvereinbarungen 57
7. Bindungswirkung 58
8. Sonstige Vereinbarungen 59

§ 5 Investment Agreement 59
I. Grundlagen 63
1. Überblick, Rechtsnatur und Regelungsinhalt 63
2. Parteien des Investment Agreements 65
3. Maßnahmen im Vorfeld der Finanzierungsrunde 65
4. Formale Vertragsgestaltung, Vertragstechnik und -auslegung 67
5. Vollmachten, Existenz-, Identitäts- und Vertretungsnachweise 70
6. Finanzierungsrundendokumentation und Allgemeine Geschäftsbedingungen 70
II. Durchführung der Finanzierungsrunde 70
1. Technische Umsetzung 70
2. Closing, Vollzugsbedingungen und Rücktritt 74
III. Garantien 88
1. Wesen der Garantien 88
2. Rechtliche Einordnung der Garantien 95
3. Verpflichtungen und Obliegenheiten aus Garantien 99
4. Einzelne Garantiegeber 101
5. Arten von Garantien 107
6. Ausgestaltung der Garantien 118
7. Disclosure Schedule 124
8. Rechtsfolgen bei Garantieverstoß 127
IV. Covenants 138
1. Sinn und Zweck, Erscheinungsformen 138
2. ESG 139

V. Schlussbestimmungen 141
1. Vertraulichkeit 141
2. Pressemitteilung 142
3. Kostentragung 143
4. Mitteilungen 144
5. Rechtswahl 146
6. Gerichtsstand und Schiedsklausel 148

§ 6 Shareholders' Agreement 149
I. Grundlagen der Vertragsgestaltung 155
1. Überblick, Rechtsnatur und Regelungsinhalt 155
2. Inhaltliche Ausgestaltungen, Vertragsverhandlungen 162
3. Formale Vertragsgestaltung, Vertragstechnik und -auslegung 167
4. Shareholders' Agreement und Allgemeine Geschäftsbedingungen .. 171
II. Corporate Governance 173
1. Überblick, Regelungsinhalte 173
2. Überblick über die Organe der Gesellschaft 174
3. Satzung der Gesellschaft 175
4. Gesellschafterversammlung 185
5. Geschäftsführung 193
6. Beirat 196
III. Wirtschaftliche Investorenschutzrechte 208
1. Überblick 208
2. Bezugsrechte 208
3. Matching Right 213
4. Verwässerungsschutz (Downround Protection) 215
5. Liquidationspräferenz 222
IV. Anteilsveräußerungen 229
1. Vinkulierung 229
2. Beschränkungsfreie Veräußerungen (Permitted Transfers) 233
3. Indirekte Verfügungen 240
4. Verkaufsoption der Investoren (Investor Put-Option) 242
5. Vorerwerbsrecht (Right of First Refusal) 245
6. Mitveräußerungsrecht (Tag-Along Right) 253
7. Mitveräußerungspflicht (Drag-Along) 256
8. Exitbezogene Sonderrechte 263
9. Beitrittsverpflichtungen, Übertragung von Rechten 274
V. Gründerthemen 279
1. Vesting 279
2. Founder Lock-Up 293
3. Güterstandsvereinbarungen 296
4. Übertragung von IP Assets 302
5. Wettbewerbsverbote 308
VI. Sonstiges 322
1. Mitarbeiterbeteiligungsprogramme 322
2. Informations- und Inspektionsrechte 322
3. Schlussbestimmungen 324

Kapitel 4 Finanzierungsvereinbarungen außerhalb einer Finanzierungsrunde – Wandeldarlehen, SAFE, SAFS, KISS und Token Warrants

§ 7 Wandeldarlehen 329
I. Einführung 330
1. Wesen und Regelungsinhalt 331
2. Vertragsgestaltung 332
II. Regelungen eines Wandeldarlehens im Einzelnen 333
1. Darlehensgewährung 333
2. Darlehenstypische Regelungen 335
3. Wandlungsmechanismus 336
4. Sicherheiten und Rangrücktrittsvereinbarung 343
5. Most Favored Nation 345
6. Verpflichtungserklärungen der Bestandsgesellschafter 346
7. Verpflichtungserklärungen des Investors Pooling 347
8. Weitere besondere Bestimmungen 347
III. Formerfordernisse beim Abschluss von Wandeldarlehensverträgen 348
1. Bisherige Praxis und Entscheidung des OLG Zweibrücken 348
2. Einordnung und Folgerungen für die Praxis 348

§ 8 Entwicklung zur Standardisierung von Wandlungsinstrumenten 352
I. SAFE 353
II. SAFS 354
III. KISS 355

§ 9 Token Warrants 356
I. Vorbemerkung 356
II. Rahmenbedingungen von Investments mittels Token Warrants 357
1. Kommerzielle Erwägungen und vertragliche Restriktionen der Investoren 357
2. Steuerrechtliche Rahmenbedingungen 358
3. Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen 358
III. Umsetzung von Token-Investments mittels Token Warrant 359
1. Rechtsnatur und Primärleistungspflichten 359
2. Wesentliche Bestimmungen von Token Warrants 360
3. Abgrenzung von Token Warrants zu anderen Vertragstypen 366
IV. Exkurs: Token-Mitarbeiterbeteiligungsprogramme 368
1. Steuerliche Rahmenbedingungen 368
2. Arbeitsrechtliche Rahmenbedingungen 369
3. Wesentliche Regelungen von Token-Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen 370

Kapitel 5 Venture Debt

§ 10 Was ist Venture Debt? 373
I. Kreditfinanzierung für Start-ups oder Growth-based Lending 373
II. Venture Debt als Ergänzung zu klassischem Venture Capital 374
1. Optimierung der Kapitalkosten 374
2. Zusammenspiel von Venture Capital- und Venture Debt-Fonds 375
III. Die wirtschaftliche Logik von Venture Debt 376
IV. Growth Debt 377

§ 11 Der deutsche Markt für Venture Debt 378
I. Vom Nischeninstrument in den USA in den 1980ern zum wachsenden Markt in Europa und Deutschland heute 378
II. Aktuelle Trends im europäischen und deutschen Venture Debt-Markt . 379
III. Venture Debt- und Growth Debt-Anbieter 380
1. Venture Debt-Fonds 380
2. Traditionelle Kreditfonds 381
3. Geschäftsbanken 381
4. Öffentliche Geldgeber 382
IV. Anwendungsfälle und Geschäftsmodelle 382
1. Klassisches Venture Debt und Growth Debt 382
2. Buy & Build/Roll-ups 383
3. Asset-backed-Finanzierungen 383
4. IP Finance/IP-backed Lending 384

§ 12 Die Struktur einer Venture Debt-Finanzierung 385
I. Überblick über die wesentlichen wirtschaftlichen Parameter 385
1. Das Angebot der privaten Anbieter 386
2. Das Angebot der European Investment Bank EIB 388
II. Vertragsgestaltung 388
1. Der Kreditvertrag 388
2. Die Bezugsrechtsvereinbarung Warrant Agreement 396
3. Das Sicherheitenpaket 401

Kapitel 6 Gesellschaftsgründung und notarielle Begleitung von VC-Finanzierungsrunden

§ 13 Gesellschaftsgründung 407
I. Denkbare Rechtsformen bezogen auf das Venture Capital-finanzierte Unternehmen und Gründer-Beteiligungsvehikel: Vor- und Nachteile . 408
1. Argumente für die Gründung einer GmbH 408
2. Argumente für die Gründung einer AG 409
3. Spezielle Erwägungen bezogen auf Gründer-Beteiligungsvehikel ... 410
II. Gründungsablauf 413
1. Allgemeines 413
2. GmbH 415
3. AG 416
4. Kauf einer Vorratsgesellschaft 417
5. Neuerungen aufgrund des DiRUG sowie des DiREG 417
III. Kosten 419
1. GmbH-/UG-Gründung 419
2. AG-Gründung 422
IV. Nach der Gründung zu beachtende Schritte 423
1. Transparenzregister: Anmeldung der wirtschaftlich Berechtigten ... 423
2. Gewerbeanmeldung 424
3. Weitere laufende Pflichten 424
V. Interessenlage der Gründer und deren Berücksichtigung im Gesellschaftsvertrag 425
1. Ausgangspunkt 425
2. Praxisrelevante Regelungsgegenstände 426

§ 14 Notarielle Begleitung von Venture Capital-Transaktionen 430
I. Einführung 433

II. Beurkundungsbedürftige Rechtsgeschäfte 433
1. Beurkundungsbedürftige Verträge 434
2. Reichweite des Beurkundungsbedürfnisses des Verpflichtungsgeschäfts 438
3. Vollzug und Heilung von Beurkundungsmängeln des Verpflichtungsgeschäfts 442
4. Beurkundung von Gesellschafterbeschlüssen 443
III. Vorbereitung, Durchführung der Beurkundung und Vollzug der Transaktion 444
1. Vorbereitung 444
2. Ablauf der Beurkundung 470
3. Vollzug 476
IV. Kosten 478
1. Grundsätze 478
2. Kosten bei einer GmbH als finanziertem Unternehmen 478
3. Fremdsprachige Dokumentation, Rechtswahlklauseln 485
4. Übernahmeerklärungen 485
5. Registerkosten 486
6. Kosten bei einer AG als finanziertem Unternehmen 486

Kapitel 7 Der Trade Sale-Exit

§ 15 Einleitung 489
I. Rechtstatsachen 489
II. Besondere Herausforderungen beim VC-Exit 490

§ 16 Dealstrukturen und Prozessablauf 491
I. Überblick und Dealstrukturen 492
1. Share Deal 492
2. Asset Deal 493
3. Regelungen in der Gesellschaftervereinbarung 493
II. Exit-Prozesse 493
1. Auktionsverfahren 494
2. Bilaterale Verkaufsprozesse 498
III. Von Signing bis Closing 499
1. Das Signing 499
2. Vollzugsbedingungen 499
3. MAC-Klauseln 500
4. Überleitung von Mandatsverhältnissen mit Beratern 500
5. Zahlungsströme bei Closing 500
6. Zusammenfassung: Phasen eines Trade Sale-Exits 506
IV. Ablösung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen 507
1. Ablösung von VESOP 507
2. Ablösung von ESOP 509
V. (Private) Dual Track-Prozess 510
1. Einführung 510
2. Trade Sale-Prozess und Finanzierungsrunde 510
3. Struktur und Ablauf eines Dual Track-Prozesses 511

§ 17 Scheitern von Exit-Prozessen 512
I. Mangelndes Interesse am Markt 512
II. Due Diligence-Erkenntnisse 512
III. Keine Einigung auf Vertragsbedingungen 513
IV. Verschlechterung der Finanz- oder Leistungskennzahlen 513

V. Abbruch von Vertragsverhandlungen ... 513
1. Schadensersatz bei Abbruch von Vertragsverhandlungen ... 514
2. Schutz durch Break-up Fees ... 516

§ 18 Share-for-Share-Transaktionen ... 519
I. Überblick ... 520
II. Strukturierungserwägungen ... 521
III. Bereitstellung des Kaufpreises: Kapitalerhöhung der erwerbenden Gesellschaft ... 522
1. Einbindung der Gesellschafter der erwerbenden Gesellschaft ... 522
2. Kapitalaufbringungsvorschriften ... 525
IV. Weitere Besonderheiten im Veräußerungsprozess und im Unternehmenskaufvertrag ... 531
1. Verknüpfung der einzelnen Bestandteile der Transaktion; Zug um Zug-Leistung ... 531
2. Umtauschverhältnis bzw. „Kaufpreis" ... 532
3. Due Diligence, Gewährleistungen und Haftungsregime ... 532
4. Verdeckte Beherrschung und Eingriffe ins Organgefüge ... 534
5. Post-Closing Covenants ... 534
V. Steuerrecht ... 535
1. Einführung und Grundlagen ... 535
2. Regelungsinhalt des § 21 UmwStG ... 535
3. Weitere steuerliche Konsequenzen für den Einbringenden (§ 22 UmwStG) ... 540
4. Anzeigepflicht nach DAC6 bei grenzüberschreitenden Einbringungen ... 542

§ 19 Put- und Call-Optionen ... 542
I. Einsatzfelder für Put- und Call-Optionen ... 543
1. Put-Option ... 543
2. Call-Option ... 545
II. Ausgestaltung von Put- und Call-Optionen ... 546
1. Ausübungsberechtigter ... 546
2. Ausübungsereignis oder Ausübungsfrist ... 546
3. Optionspreis ... 547
4. Vollzug ... 551
5. Garantien bei Put- und Call-Optionen ... 554

§ 20 Earn-Out-Vereinbarungen ... 555
I. Relevanz von Earn-Out-Klauseln bei Exit-Transaktionen ... 556
1. Allgemein ... 556
2. Grundsätzliche Vor- und Nachteile ... 557
II. Gestaltungsvarianten ... 557
1. Umsatz- oder EBIT(DA)-basierte Earn-Outs ... 558
2. Meilensteinbasierte Earn-Outs (ereignisbezogen) ... 559
3. Weitere Konstruktionen ... 559
4. Weitere Verhandlungspunkte ... 559
III. Bemessungszeitraum ... 560
IV. Absicherung des Earn-Outs (Ringfencing) ... 560
V. Absicherung des Zahlungsanspruchs ... 562
VI. Streitschlichtungsmechanismus ... 563
VII. Mögliche Alternativen zu einem Earn-Out ... 563
1. Veräußererdarlehen ... 563

2. Rückbeteiligungen ... 564
3. Mehrerlösklauseln ... 564

§ 21 Haftung und W&I-Versicherungen ... 565
I. Das Haftungsregime bei Exit-Transaktionen ... 567
1. Einführung in das Haftungsregime in Unternehmenskaufverträgen ... 567
2. Besonderheiten bei Multiseller-Transaktionen ... 570
3. Vertragsgestaltung ... 574
II. W&I-Versicherung ... 576
1. Generelles ... 576
2. Prozess ... 580
3. Zusammensetzung der Police ... 584
4. Fazit ... 589

§ 22 Die Verkäufervereinbarung (Sellers' Agreement) ... 590
I. Inhalt und Regelungen einer Verkäufervereinbarung ... 591
1. Der Verhandlungsführer ... 591
2. Der Verkäufervertreter ... 592
3. Abweichende Haftungsregelungen im Innenverhältnis ... 596
II. Laufzeit der Verkäufervereinbarung ... 598
III. (Notarielle) Form der Verkäufervereinbarung ... 598

Kapitel 8 IPO-Exit

§ 23 Chancen und Herausforderungen ... 601

§ 24 Börsenreife und Börsenfähigkeit ... 603
I. Compliance-Organisation ... 604
II. Risikoüberwachungssystem ... 605
III. Finanzierungsstruktur und Finanzinformationen ... 606
IV. Corporate Governance ... 608
1. Deutschland, Luxemburg und Niederlande ... 608
2. USA ... 611
V. ESG-Compliance ... 613
1. Offenlegungsverordnung ... 614
2. Taxonomieverordnung ... 615
3. Richtlinie zur Nachhaltigkeitsberichterstattung ... 616
4. Richtlinie über Sorgfaltspflichten im Hinblick auf Nachhaltigkeit ... 617
5. Lieferkettengesetz ... 618
6. Nachhaltigkeitsangaben in Wertpapierprospekten ... 619
7. Empfehlungen des DCGK ... 620
VI. Gesellschaftsrechtliche Anpassungen ... 620
1. Rechtsformwechsel und Kapitalerhöhung ... 620
2. Satzung ... 623
3. Organe und Geschlechterquoten ... 625

§ 25 Vorbereitung und Durchführung ... 627
I. Prozess ... 629
1. Ablauf und Zeitplan ... 630
2. Wahl des Börsenstandorts ... 633
3. Auswahl der Berater ... 634
II. Spezifische Finanzinformationen ... 636
1. EU ... 636
2. USA ... 637
III. Due Diligence ... 638

IV. Vermarktung und Preisfestsetzungsverfahren 639
1. Europa 639
2. USA 643
V. Rechtliche Dokumentation 643
1. Vertraulichkeitsvereinbarung (Non-Disclosure Agreement) 644
2. Mandatsvereinbarung (Engagement Letter) 644
3. Wertpapierprospekt 645
4. Übernahmevertrag (Underwriting Agreement) 655
5. Haltevereinbarung (Lock-up) 657
6. Preisfestsetzungsvertrag (Pricing Agreement) 658
7. Cost Sharing and Indemnity Agreement 658
8. Legal Opinions, Disclosure Letters, Officers Certificates und Comfort Letters 659
9. Sell-down-Vereinbarung zwischen bestehenden Aktionären 661
10. Konsortialvertrag (Agreement among Underwriters) 662
11. Kommunikationsrichtlinien (Publicity Guidelines) 662
12. Research Guidelines 663
13. Hauptversammlungs-, Vorstands- und Aufsichtsratsbeschlüsse 663
14. Börsenanträge 664
VI. Haftung und Kosten 671
1. Vertragliche Haftung 671
2. Gesetzliche Prospekthaftung 671
3. Prospektversicherung 674
4. Kosten des Börsengangs 676
VII. Mehrzuteilungsoption, Stabilisierungsmaßnahmen und Greenshoe 676

§ 26 Formen des Börsengangs 677
I. Öffentliches Angebot 680
1. Europa 680
2. USA 681
II. Privatplatzierung 681
1. Europa 681
2. USA 683
III. Direktzulassung 683
1. Europa 683
2. USA 684
IV. Exit durch De-SPAC 684
1. SPAC 685
2. De-SPAC 695
3. Haftung und Kosten 705

§ 27 Zulassungsfolgepflichten 706
I. Rechtliche Pflichten auf Unternehmensseite 708
1. Gleichbehandlungsgebot 708
2. Veröffentlichung von Insiderinformationen (Ad-hoc-Publizität) 710
3. Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen 716
4. Führung von Insiderlisten 718
5. Informations- und Veröffentlichungspflichten zu Eigengeschäften von Führungskräften und Führung von Listen der Meldepflichtigen 720
6. Veröffentlichungspflichten zu Geschäften mit nahestehenden Personen 724
7. Verbot der Marktmanipulation 724
8. Finanzberichterstattungspflichten 727
9. Mitteilungen im Zusammenhang mit Stimmrechten und Aktien ... 728

10. Einrichtung einer Compliance-Stelle 729
11. Einrichtung einer Investor Relations-Abteilung 729
II. Rechtliche Pflichten von Vorstandsmitgliedern und Aufsichtsratsmitgliedern 730
1. Meldepflichten von Führungskräften 730
2. Belehrung von PCA 731
3. Einhaltung von Handelsverbotszeiträumen (Closed Periods) 731
4. Verbot von Insidergeschäften 731
5. Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen . 733
6. Verbot der Marktmanipulation 733
III. Rechtliche Pflichten von Aktionären 733
1. Stimmrechtsmitteilungspflichten 733
2. Meldepflichten eines Aktionärs als eng verbundene Person (PCA) ... 734
3. Verbot von Insidergeschäften 735
4. Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen . 735
5. Verbot der Marktmanipulation 735
IV. Zulassungsfolgepflichten bei US-Börsennotierung 735
1. Jahresbericht entsprechend Form 20-F 735
2. Wesentliche Veröffentlichungen entsprechend Form 6-K und Regulation FD 735
3. Halbjahresabschlüsse 736
4. Geschäfte mit nahestehenden Personen 736
5. Wesentliche Beteiligungen von Aktionären 736

§ 28 Dual Track-Prozess 737
I. Strukturierung und Gestaltungsoptionen 738
II. Vorteile 739
III. Herausforderungen 740
IV. Zusammenspiel beider Tracks 740
1. Implikationen des Dual Track-Prozesses für den Trade Sale Track .. 740
2. IPO-Auswirkungen auf den Dual Track-Prozess 742
V. Zeitliche Implikationen für den Dual Track-Prozess 743
VI. Weitere Aspekte 744
1. Rolle des Managements 744
2. Rolle der Berater 745
3. Synergien zwischen beiden Tracks 745

Kapitel 9 Compliance & Krise

§ 29 Compliance Management im Bereich Venture Capital 747
I. Einleitung 748
1. Begriffsbestimmung 748
2. Compliance als Herausforderung und Chance 749
II. Compliance-Management-Systeme im Bereich Venture Capital 750
1. Gestaltungsfreiheit und Angemessenheit bei Compliance-Management-Systemen 751
2. Grundelemente von Compliance-Management-Systemen 753
III. Interne Aufdeckung und Sanktionierung von Verstößen 765
1. Datenauswertung (eDiscovery) 765
2. Mitarbeiterbefragungen 766
3. Remediationsmaßnahmen und Sanktionierung 766
IV. Compliance-Due Diligence 766

§ 30 Strafrechtliche Verantwortlichkeiten 768
I. Einleitung 769
1. Typische strafrechtliche Sanktionsfelder im Bereich des Venture Capital 769
2. Grundlagen strafrechtlicher Dogmatik 770
II. Strafrechtliche Verantwortlichkeit in der Zielgesellschaft 773
1. Strafrechtliche Verantwortlichkeit auf Ebene der Unternehmensleitung 773
2. Strafrechtliche Verantwortlichkeit sonstiger Unternehmensmitarbeiter 776
3. Typische Deliktskonstellationen 777
III. Strafrechtliche Verantwortlichkeit in Venture Capital-Fonds 780
1. Strafrechtliche Verantwortlichkeit für Verstöße in dem Portfoliounternehmen 780
2. Strafrechtliche Verantwortlichkeit für Verstöße im Venture Capital-Fonds selbst 782
IV. Strafrechtliche Verantwortlichkeit von Investoren der Venture Capital-Fonds 784
V. Sanktionierung von Unternehmen selbst (Unternehmenssanktionsrecht) 784

§ 31 Geschäftsführerpflichten in der Krise 786
I. Einleitung 787
II. Krisenfrüherkennungspflicht (§ 1 Abs. 1 S. 1 StaRUG) 788
1. Inhalt der Krisenfrüherkennungspflicht 788
2. Rechtsfolgen bei Verletzung der Krisenfrüherkennungspflicht 789
III. Restrukturierungs- und Sanierungspflicht (§ 1 Abs. 1 S. 2, S. 3 StaRUG) 790
1. Ergreifen geeigneter Gegenmaßnahmen 790
2. Berichterstattungspflicht und Befassung anderer Organe 790
IV. Insolvenzantragspflicht (§ 15a InsO) 791
1. Zahlungsunfähigkeit (§ 17 InsO) 791
2. Drohende Zahlungsunfähigkeit (§ 18 InsO) 793
3. Überschuldung (§ 19 InsO) 793
4. Rechtsfolgen der Insolvenzantragspflicht 796
V. Zahlungsverbot (§ 15b Abs. 1 InsO) 796
VI. Insolvenzverursachungshaftung (§ 15b Abs. 5 InsO) 797
VII. Kapitalerhaltung (§ 30 GmbHG) 798
VIII. Einberufung der Gesellschafterversammlung (§ 49 GmbHG) 798
IX. Aufklärungspflichten gegenüber Vertragspartnern 799
X. Pflichten aus dem Steuerschuldverhältnis (§§ 34, 69 AO) 800
XI. Pflicht zur Abführung von Sozialversicherungsbeiträgen (§ 266a Abs. 1 StGB) 801
XII. Betrug (§ 263 StGB), Kreditbetrug (§ 265b StGB) und Insolvenzstraftaten (§§ 283 ff. StGB) 801
XIII. Treuepflicht des Geschäftsführers 802

Kapitel 10 Due Diligence bei Venture Capital-/Tech-Unternehmen

§ 32 Due Diligence iRv Venture Capital-Investitionen 803
I. Zweck und Bedeutung der Due Diligence 804
II. Durchführung der Due Diligence 804
1. Vorbereitung 805
2. Prüfungsschwerpunkte 807

3. Prüfungsumfang und Arbeitsergebnis 807
4. Verwertung existierender Berichte 808
5. Umgang mit Findings 808
III. Pflicht zur Durchführung einer Due Diligence 809
1. Grundsätzliche Pflicht 809
2. Eingeschränkte Prüfung oder Verzicht 810

§ 33 Praktische Durchführung und Schwerpunkte bei Venture Capital-finanzierten Unternehmen 812
I. Schwerpunkte der arbeitsrechtlichen Due Diligence 815
1. Umfang der arbeitsrechtlichen Due Diligence 815
2. Anstellungsverträge der Gründer 815
3. Sozialversicherungsrechtliche Due Diligence 821
4. Sonstige arbeitsrechtliche Compliance 825
II. Typische IP-rechtliche Probleme 827
1. Relevanz von IP-Rechten für VC-/Tech-Unternehmen und Folgen für die Due Diligence-Prüfung 827
2. Besonderheiten in der Due Diligence-Prüfung der einzelnen IP-Rechte 828
III. Datenschutzrechtliche Due Diligence in Venture Capital-Transaktionen 840
1. Einführung 840
2. Prüfungsthemen einer datenschutzrechtlichen Due Diligence-Prüfung 841
3. Identifizierung und Quantifizierung von Risiken – Top-5-Findings . 850
4. Umgang mit Risiken in der Vertragsdokumentation 851
5. Fazit und Ausblick 852
IV. Tax Due Diligence 853
1. Überblick 853
2. Steuerliche Prüfungsschwerpunkte 854

Kapitel 11 Mitarbeiterbeteiligungen

§ 34 Einleitung 863

§ 35 Beteiligung über Optionen (Gesellschafts- und Steuerrecht) 864
I. Grundlagen & Gesellschaftsrecht 864
1. Virtual Shares und Optionen auf Geschäftsanteile – Zwischen Mitarbeiter-Incentivierung und Verwässerungseffekt der Investorenbeteiligung 864
2. Kernelemente (Key Commercial Terms) 869
3. Governance 878
4. Sonstige Bestimmungen 879
II. Steuerrecht 880
1. Grundlagen der Besteuerung von Optionsprogrammen für Mitarbeiter 880
2. Handelsbilanzielle und steuerliche Behandlung beim Arbeitgeber ... 881
3. Besteuerung und technische Abwicklung beim Exit 882
4. Sonderthemen 884

§ 36 Beteiligung über Geschäftsanteile und eigenkapitalähnliche Instrumente (Gesellschafts- und Steuerrecht) 885
I. Steuerrecht 886
1. Grundlagen der Besteuerung; Problematik des Dry Income 886
2. Sonderrechtsverhältnis und wirtschaftliches Eigentum 887

3. Hurdle Shares ... 889
4. Genussrechte ... 890
5. § 19a EStG ... 892
6. Beteiligung über persönliche Beteiligungsgesellschaften ... 895
7. Treuhand und Unterbeteiligung ... 896
8. Besteuerung der Kapitalbeteiligung: Laufende Einkünfte und Exit ... 896
II. Gesellschaftsrecht ... 897
1. Beteiligungsvarianten zwischen Late Co-Founder und (Key) Employees ... 897
2. Einordnung und Ausblick ... 903

§ 37 Arbeitsrechtliche Vorgaben bei Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen ... 904
I. Arbeitsrechtliche Rahmenbedingungen bei der Gestaltung des Programms ... 904
1. Definition des Teilnehmerkreises und Festlegung der individuellen Anzahl der Shares ... 904
2. Gestaltung von Vesting-Regelungen ... 907
3. Gestaltung von Good-Leaver- und Bad-Leaver-Regelungen ... 909
4. Exkurs: Gewährung von Arbeitgeberdarlehen zum Erwerb von Anteilen ... 910
II. Praktische Auswirkungen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen im Arbeitsverhältnis ... 911
1. Berücksichtigung von Mitarbeiterbeteiligungen bei der Berechnung einer Karenzentschädigung ... 911
2. Bedeutung in Aufhebungsverhandlungen ... 913
3. Bedeutung im Recruiting und Anpassung je nach Unternehmensentwicklung ... 913
III. Mitbestimmungsrechte des Betriebsrats bei der Einführung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen ... 914

Kapitel 12
VC-finanzierte Unternehmen in der Rechtsform der AG oder SE
915

§ 38 Einleitung ... 915
I. Verbreitung der SE bei VC-finanzierten Unternehmen ... 915
II. Gründe für und gegen die Wahl einer AG/SE ... 916
1. Gründe für die Wahl einer AG oder SE ... 916
2. Gründe für den Verbleib in der GmbH ... 917

§ 39 Die Corporate Governance-Struktur in der SE ... 918
I. Überblick über das anwendbare Recht ... 918
II. Wahlmöglichkeit zwischen dualistischer und monistischer Board-Struktur ... 919
III. Kriterien Venture Capital-finanzierter Unternehmen für die Wahl zwischen monistischem und dualistischem Leitungssystem ... 921
1. Üblichkeit ... 921
2. Rechtssicherheit, Komplexität der Rechtsanwendung ... 921
3. Inkompatibilitäten ... 922
4. Einflussmöglichkeiten der Investoren ... 923
5. Aktienkursorientierte Vergütung des Führungspersonals ... 924
6. Steuerliche Aspekte ... 924

§ 40 Ablauf des SE-Gründungsverfahrens 925
I. Allgemeines 927
1. Überblick über die SE-Gründungs- und Umwandlungsvarianten ... 927
2. Wahl der geeigneten SE-Gründungs- bzw. Umwandlungsvariante .. 927
II. SE-Gründung durch grenzüberschreitende SE-Verschmelzung oder SE-Formwechsel 928
1. AG-Formwechsel der VC-finanzierten Gesellschaft 928
2. Allgemeine Voraussetzungen für SE-Gründung 935
3. Grenzüberschreitende SE-Verschmelzung 935
4. SE-Formwechsel 942
III. Verwendung einer Vorrats-SE 948
1. Zulässigkeit der Errichtung einer Vorrats-SE 948
2. Einsatzmöglichkeiten einer Vorrats-SE 948
3. Steuerliche Implikationen 949
4. Arbeitnehmerbeteiligungsverfahren bei Verwendung einer Vorrats-SE 950
IV. Weitere Gründungsvarianten 950
1. Holding-SE 951
2. Tochter-SE 951
3. Sekundär-Gründung: SE-Tochter 951
4. Sonderkonstellation: Doppelstöckige SE-Gruppenstruktur 952

§ 41 Arbeitnehmermitbestimmung in der SE 953
I. Einleitung 955
II. Unternehmerische Mitbestimmung 955
1. Überblick Gesetzeslage 955
2. Blick auf potenzielle Gesetzesänderungen 957
III. Das Arbeitnehmerbeteiligungsverfahren 958
1. Einleitung des Arbeitnehmerbeteiligungsverfahrens 959
2. Wahl der auf Deutschland entfallenden Mitglieder des bVG 967
3. Beendigung des Arbeitnehmerbeteiligungsverfahrens 979
4. Besonderheiten der Arbeitnehmerbeteiligung in ausgewählten Gründungsvarianten bzw. Konstellationen 990

§ 42 Beteiligungsvereinbarung (Investment Agreement) einer VC-finanzierten AG/SE 995
I. Abschluss der Finanzierungsdokumentation 996
1. Vertretung der Gesellschaft 996
2. Formanforderungen des Investment Agreements 999
3. Vollmachten der Parteien 999
II. Investment 999
1. Kapitalerhöhung 999
2. Investments als korporatives oder schuldrechtliches Agio 1004
III. Investor Default 1006
1. Keine oder unvollständige Zeichnung der neuen Aktien 1006
2. Zahlungsausfall bezüglich des geringsten Ausgabebetrags 1006
3. Zahlungsausfall bezüglich des schuldrechtlichen Agios 1007
IV. Garantien und Rechtsfolgenregime 1009
1. Garantieabgabe durch die AG/SE 1009
2. Kompensierende Kapitalerhöhung 1011
V. Kostenübernahme 1011

§ 43 Gesellschaftervereinbarung (Shareholders' Agreement) und Satzung einer VC-finanzierten AG/SE ... 1012
I. Grundsätzliches zum Verhältnis von Gesetz, Satzung und Gesellschaftervereinbarung in der AG/SE ... 1013
II. Typische Venture Capital-Regelungen im Überblick ... 1014
1. Informationsrechte ... 1015
2. Entsenderechte für das Aufsichtsorgan bzw. den Verwaltungsrat ... 1016
3. Entsenderechte für den Vorstand bzw. die geschäftsführenden Direktoren ... 1018
4. Schuldrechtliche Dividenden- und Liquidationspräferenz ... 1019
5. Zustimmungsvorbehalte und qualifizierte Mehrheiten ... 1024
6. Besonderheiten im Hinblick auf eigene Aktien der Gesellschaft (§§ 71 ff. AktG) ... 1028
III. Geschäftsordnungen ... 1030

Kapitel 13 Strukturmaßnahmen im Bereich Venture Capital

§ 44 Grenzüberschreitende Mobilität von VC-finanzierten Unternehmen ... 1033
I. Einleitung ... 1034
II. Mobilitätserfordernisse von VC-finanzierten Unternehmen ... 1034
III. Grenzüberschreitende Umwandlungen – von der Niederlassungsfreiheit zum UmRUG ... 1035
1. Einleitung ... 1035
2. Niederlassungsfreiheit ... 1035
3. Company Law Package und UmRUG ... 1037
IV. Grenzüberschreitende Umwandlungsmaßnahmen nach dem UmRUG 1038
1. Einleitung und Überblick ... 1038
2. Zielsetzung und interessenspezifische Schutzrichtungen des UmRUG ... 1038
3. Umwandlungsverfahren ... 1039
4. Schutz der unternehmerischen Mitbestimmung ... 1048
V. Besonderheiten bei der Societas Europaea (SE) ... 1050

§ 45 Flip-Transaktionen ... 1051
I. Einleitung ... 1052
II. Zielsetzung und Risiken eines Flips ... 1053
1. Zielsetzung ... 1053
2. Risiken und Nachteile ... 1055
III. Transaktionsablauf eines Flips ... 1056
IV. Spezifische steuerliche Fragestellungen im Zusammenhang mit einem Flip ... 1057
1. Ebene der Gesellschafter ... 1057
2. Ebene der deutschen Gesellschaft ... 1063
3. Ebene der ausländischen Obergesellschaft ... 1066
V. Außenwirtschaftsrechtliche Transaktionskontrolle ... 1068

Kapitel 14 Venture Capital-Fonds

§ 46 Die wirtschaftliche Bedeutung von Venture Capital-Fonds ... 1071
I. Einleitung ... 1071
1. Merkmale ... 1072
2. Investitionsstrategie ... 1072

II. Die Bedeutung von Venture Capital-Fonds für die Entwicklung des deutschen Venture Capital-Markts ... 1076
1. Historische Entwicklung ... 1076
2. Jüngere Entwicklung ... 1076
3. Ausblick ... 1078
4. Bedeutung der deutschen Venture Capital-Fonds für die Entwicklung von Start-ups ... 1079
III. Bleibende Herausforderungen ... 1080
IV. Fazit ... 1082

§ 47 Struktur eines Venture Capital-Fonds ... 1082
I. Grundlagen ... 1083
1. Feste Kapitalzusage (Capital Commitment) ... 1084
2. Zielunternehmen stehen noch nicht fest (Blind Pool) ... 1084
3. Zeitliche Bindung ohne Rückgabemöglichkeit (Closed-Ended) ... 1085
II. Lebenszyklus eines Venture Capital-Fonds ... 1085
1. Gründung der Fondsgesellschaften ... 1085
2. Fondsdokumentation und erster Zeichnungsschluss (First Closing) ... 1087
3. Investitionsphase (Investment Period) und Allokation von Investment-Opportunitäten ... 1088
4. Desinvestitionsphase (Harvesting Period) und Auflegen eines Nachfolgefonds ... 1089
5. Ablauf der Fondslaufzeit und Liquidation des Venture Capital-Fonds ... 1090
6. Die Fonds-Familie ... 1090
III. Struktur und Dokumentation eines Venture Capital-Fonds ... 1091
1. Limited Partnership Agreement ... 1091
2. Side Letters ... 1092
3. Die Organe eines Venture Capital-Fonds ... 1094
4. Wirtschaftliche Grundlagen eines Venture Capital-Fonds ... 1098
5. Verwandte Gesellschaften des Venture Capital-Fonds ... 1106
6. Investoren eines Venture Capital-Fonds ... 1108
7. Regulatorischer Status von Venture Capital-Fonds ... 1109

§ 48 Besondere Anforderungen im Zusammenhang mit einer Venture Capital-Transaktion ... 1111
I. Einleitung ... 1112
II. Vertragliche Anforderungen mit Relevanz für Venture Capital-Transaktionen ... 1113
1. Anlagefokus und Investitionsbeschränkungen ... 1114
2. Erlaubte Investitionsgegenstände ... 1122
3. Interessenkonflikte des Fonds-Managements ... 1123
III. Ausgewählte gesetzliche Anforderungen mit Relevanz für Venture Capital-Transaktionen ... 1124
1. Investitionsschranken aus der EuVECA-VO ... 1124
2. Schranken der Investitionsaktivität für vermögensverwaltende Venture Capital-Fonds ... 1130
3. Außenwirtschaftsrecht, Fusionskontrolle, Inhaberkontrolle ... 1137
IV. Mögliche Rechtsfolgen von Verstößen gegen geltende Anforderungen ... 1138

§ 49 Umsetzung der besonderen Anforderungen in der Transaktionsdokumentation ... 1139
I. Einleitung ... 1139

II. Investment Side Letter ... 1141
1. Übliche Regelungsgegenstände ... 1141
2. Entwurf und Verhandlung des Investment Side Letter ... 1147

§ 50 Secondary-Transaktionen ... 1148
I. Einleitung ... 1150
II. Überblick ... 1152
III. Wirtschaftliche Bedeutung von Secondaries ... 1153
IV. Beteiligung von externen Beratern (Finanz-Intermediären, Placement Agents, Investmentbanken) ... 1155
V. Fund Secondaries ... 1156
1. LP-Led Secondaries (LP-Transaktionen) ... 1156
2. GP-Led Secondaries (GP-Transaktionen) ... 1161
VI. Direct Secondaries ... 1189
1. Single Asset Secondary und Portfolio Secondary ... 1189
2. Beteiligte und Motivation ... 1191
VII. Transaktionsablauf ... 1193
1. LP-Led Portfolio Interest Secondary ... 1193
2. GP-Led Continuation Fund ... 1218
3. GP-Led Portfolio Secondary ... 1240

§ 51 GP Stake-Transaktionen ... 1245
I. Einleitung ... 1246
II. Zunehmende Bedeutung von GP Stake-Transaktionen ... 1246
III. Arten und Struktur von GP Stake-Transaktionen ... 1248
1. Control Transactions ... 1248
2. Minority Transactions ... 1249
3. Fragen für den GP im Zusammenhang mit GP Stake-Transaktionen 1252
4. Struktur von GP Stake-Transaktionen ... 1256
IV. Rechtliche Rahmenbedingungen für GP Stake-Transaktionen ... 1257
1. Vertragliche Anforderungen an GP Stake-Transaktionen ... 1257
2. Allgemeine gesetzliche Vorgaben ... 1260
3. Memorandum zu den einschlägigen Anforderungen ... 1262
4. Steuerliche Strukturierung ... 1262
V. Kernregelungen einer GP Stake-Transaktion ... 1263
1. Kernthemen – Economics & Control ... 1263
2. Term Sheet ... 1263
VI. Typische Due Diligence-Themen einer GP Stake-Transaktion ... 1266
VII. Typische Bewertungsthemen einer GP Stake-Transaktion ... 1268
VIII. Typische Vertragsdokumentation einer GP Stake-Transaktion ... 1269
1. Term Sheet ... 1269
2. Limited Partnership Agreements der Holdings ... 1269
3. Investment Agreement ... 1270
4. Weitere Nebenverträge ... 1271
IX. Erwägungen zum Prozess einer GP Stake-Transaktion ... 1272

§ 52 Co-Investment-Transaktionen ... 1273
I. Überblick ... 1274
1. Begriffsbestimmung und Abgrenzung ... 1274
2. Gestaltungsformen ... 1274
II. Typische Konstellation bei Wagniskapitalfinanzierungen ... 1276
1. Ausgangslage ... 1277
2. Beteiligte und Motivation ... 1278
3. Ablauf von Co-Investment-Transaktionen ... 1280

Kapitel 15 Digital Assets

§ 53 Grundlagen, Erscheinungsformen und Aufsichtsrecht 1293
I. Grundlegende Begriffe im Kontext von Digital Assets 1295
II. Zunehmende Bedeutung von DLT für den Finanzsektor 1298
III. Zivilrechtliche Dimension von Token 1299
IV. Finanzaufsichtsrechtliche Dimension von Token 1300
V. Allgemeine Token-Taxonomie 1301
1. Security Token 1302
2. Utility Token 1302
3. Payment Token (insbesondere Stablecoins) 1303
4. Non-Fungible Token (NFT) 1304
VI. Besondere Bedeutung von Token im Venture Capital-Kontext 1304
VII. Finanzaufsichtsrechtliche Behandlung von Token und auf Token bezogenen Tätigkeiten 1305
1. Bedeutung des Finanzaufsichtsrechts für Unternehmen und Investoren 1305
2. Abgrenzung von MiCAR- und MiFID II-Regulierung 1307
3. Qualifikation von Token als MiFID II-Finanzinstrumente 1309
4. Typische WpIG- bzw. KWG-regulierte Tätigkeiten im Hinblick auf Token 1310
5. Investmentvermögen gemäß KAGB 1313
6. Prospektpflichten 1314
7. Token und E-Geld 1316
8. Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR) 1317
9. Grenzüberschreitende Dienstleistungen und passive Dienstleistungsfreiheit 1326

§ 54 Steuerliche Aspekte im Zusammenhang mit Digital Assets-Investments 1327
I. Steuerliche Strukturierungsparameter 1328
1. Venture Capital-Fonds 1328
2. Krypto-Fonds 1336
3. Kapitalgesellschaften 1337
II. Weitere Strukturierungsparameter 1338

Kapitel 16 Regulatorische und Öffentlich-Rechtliche Aspekte

§ 55 Regulatorische Rahmenbedingungen 1339
I. Einführung 1340
II. Potenzielle Erlaubnisvorbehalte 1340
1. Vorbemerkung 1340
2. Die Erlaubnisvorbehalte des Kreditwesen- und des Wertpapierinstitutsgesetzes (WpIG) 1341
3. Registrierungs- bzw. Erlaubnisvorbehalt nach dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) 1352
III. Prospektrecht 1360
1. Vorbemerkung 1360
2. Wertpapierprospektgesetz (WpPG) 1361
3. Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) 1362
IV. Inhaberkontrolle 1364
1. Grundzüge und Anwendungsbereich 1364
2. Anzeigepflichten 1365
3. Ablauf des Verfahrens 1366
V. Fazit und Praxishinweise 1366

§ 56 Investitionskontrolle ... 1367
I. Anwendungsbereich ... 1369
1. Sektor des Start-ups und Einordnung des Erwerbs in das jeweilige Prüfungsregime ... 1369
2. Erwerb eines inländischen Unternehmens ... 1373
3. Unionsfremder/ausländischer Erwerber ... 1376
4. Prüfungseintrittsschwelle bei Beteiligungserwerb ... 1378
II. Prüfverfahren ... 1384
1. Kenntniserlangung des BMWE ... 1384
2. Förmliches Prüfverfahren ... 1387
3. Vertraulichkeit ... 1389
III. Materieller Prüfungsumfang ... 1389
1. Voraussichtliche Beeinträchtigung der öffentlichen Ordnung oder Sicherheit ... 1389
2. Voraussichtliche Beeinträchtigung wesentlicher Sicherheitsinteressen 1389
3. Unternehmensbezogene und erwerberbezogene Faktoren ... 1390
IV. Auswirkungen des Prüfungsverfahrens ... 1391
1. Auflösende Bedingung des schuldrechtlichen Erwerbsvertrages ... 1391
2. Aufschiebende Bedingung des Vollzugsgeschäfts ... 1391
3. Gun-Jumping-Verbot ... 1391
V. Handlungsmöglichkeiten des BMWE und Rechtsschutz ... 1392
VI. Best Practice ... 1394

§ 57 Kartellrecht ... 1396
I. Einführung ... 1399
II. Kartellrechtliche Vorgaben in der Due Diligence ... 1399
1. Grundsätze zum Informationsaustausch ... 1401
2. Schutzvorkehrungen ... 1404
3. Dokumentenmanagement im Rahmen einer Transaktion ... 1406
III. Fusionskontrolle ... 1407
1. Multi-jurisdiktionale Fusionskontrolle ... 1407
2. Zuständigkeit des Bundeskartellamts und der EU-Kommission ... 1409
3. Vollzugsverbot und Gun-Jumping ... 1411
4. Anmeldepflicht nach deutscher Fusionskontrolle ... 1414
5. Anmeldepflicht zur EU-Kommission ... 1427
6. Zeitliche Überlegungen und Prüfverfahren ... 1429
7. Materielle Beurteilung von Zusammenschlüssen ... 1435
IV. Kartellrechtliche Vertragsgestaltung in der Transaktion ... 1439
1. Vollzugsbedingungen ... 1439
2. Fusionskontrollklauseln ... 1441
3. Verhaltenspflichten vor Vollzug (Pre-Closing Covenants) ... 1444
4. Wettbewerbs- und Abwerbeverbote ... 1446
V. Post-Closing: Operative Maßnahmen nach der Anteilsübernahme ... 1455
1. Haftung für Kartellverstöße in der wirtschaftlichen Einheit ... 1455
2. Vorkehrungen im Falle der Beteiligung an einem Wettbewerber ... 1456
3. Compliance-Maßnahmen ... 1458

§ 58 ESG/CSR im Bereich Venture Capital ... 1463
I. Einführung ... 1464
II. Auswirkungen auf Venture Capital-Unternehmen ... 1465
III. Offenlegungsverordnung und Taxonomie ... 1466
1. Hintergrund ... 1466
2. Die Offenlegungsverordnung (SFDR) ... 1466
3. Die Taxonomieverordnung ... 1472

IV. Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) 1474
1. Hintergrund 1474
2. Inkrafttreten und Umsetzung 1475
3. Betroffene Unternehmen und Anwendungszeitpunkte 1475
4. Berichterstattung, -inhalt und Offenlegung 1476
5. Prüfung 1477
V. Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD) 1477
1. Hintergrund 1477
2. Anwendungsbereich 1477
3. Pflichten 1478
4. Verhältnis zwischen CSDDD und Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz 1478
VI. Fazit: Aufsicht und Greenwashing-Risiken 1479

Kapitel 17 Country Report

§ 59 United Kingdom 1481
I. Introduction and document overview 1482
II. Subscription agreement 1483
1. Parties 1483
2. Subscriptions (clause 3) 1483
3. Completion (clause 4) 1484
4. Warranties (clause 5) 1486
5. Limitation on Warranty Claims (clause 6) 1488
6. Costs (clause 8) 1488
III. Shareholders' agreement 1488
1. Parties 1489
2. Definitions (clause 1) 1489
3. Execution (clause 3) 1489
4. Board (clause 4) 1490
5. Information rights (clause 5) 1492
6. Consent Matters (clause 6) 1492
7. Undertakings (clause 7) 1494
8. Sale or IPO (clause 8) 1495
9. Further issue and transfer of shares (clause 9) 1495
10. Founder covenants (clause 10) 1496
11. Other investment and business opportunities (clause 11) 1496
12. Variation and termination (clause 18) 1496
IV. Articles of association 1497
1. Share capital (article 3) and voting rights (article 7) 1497
2. Liquidation preference (article 5) 1498
3. Conversion of Series A Shares (article 9) 1499
4. Anti-dilution protection (article 10) 1500
5. Deferred Shares (article 11) 1501
6. Variation of rights (article 12) 1501
7. Pre-emption (subscription) rights (article 13) 1501
8. Transfer of shares (article 14) 1502
9. Permitted Transfers (article 15) 1504
10. Transfer of shares subject to pre-emption (right of first refusal) (article 16) 1505
11. Compulsory transfers (article 18) 1506
12. Departing Founder/Service Provider (Vesting) (article 19) 1507
13. Tag along (article 20) 1509

14. Co-sale (article 21) 1509
15. Drag along (article 22) 1509
16. Appointment of Directors (article 25) 1511
17. Proceedings of directors (article 27) 1512
18. Directors' interests (article 28) 1512
V. Disclosure Letter 1513
VI. Ancillary documentation 1514
1. Board minutes/written resolutions of the directors 1514
2. Shareholders' written resolutions 1514
3. Class consents 1515
4. Investor Majority Consent 1515
5. Companies House forms 1515
6. Other 'agreed form' documents 1516

Stichwortverzeichnis 1517