

Matthias Möller

Rechtsformen der Wagnisfinanzierung

Eine rechtsvergleichende Studie
zu den USA und zu Deutschland

Technische Universität Darmstadt
Fachbereich 1
Betriebswirtschaftliche Bibliothek
Inventar-Nr.: 53.817
Abstell-Nr.: A6/651
.....
.....
.....



PETER LANG

Europäischer Verlag der Wissenschaften

Inhaltsverzeichnis

Erster Teil: Grundlagen	18
§ 1 Einführung	18
§ 2 Gegenstand und Gang der Untersuchung	19
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. Interessensgegensätze und Agency-Probleme	24
Zweiter Teil: Das Finanzierungsverhältnis	26
Erstes Kapitel: Das U.S.-amerikanische Modell	26
§ 3 Die <i>corporation</i> als Standardrechtsform	26
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
§ 4 Wagniskapitalunternehmen in der Rechtsform der Aktiengesellschaft (AG)	46
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 Dividendenausschüttung	57
a) Satzungsverpflichtung zur Rücklagenbildung	57
b) Stimmrechtsbindung bei Gewinnverwendungsbeschluß.....	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
§ 5 Wagniskapitalunternehmen als GmbH.....	77
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 Beschlußgestaltungen.....	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

IV. Dividendenvorzug	88
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 Dividendenausschüttung	91
a) Satzungsverpflichtung zur Rücklagenbildung.....	91
b) Stimmbindung bei Gewinnverwendungsbeschluß	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
V. Umtauschrechte	95
1. Umwandlung.....	96
2. Call-Option	96
VI. Rückverkaufsrechte.....	97
1. Zulässigkeit des Erwerbs eigener Geschäftsanteile.....	97
2. Interne Mitwirkung der Gesellschafterversammlung	98
3. Put-Optionen gegenüber den Gründergesellschaftern.....	98
VII. Übertragungsbeschränkungen und Erwerbsvorrechte	99
1. Übertragungsbeschränkungen – Allgemeines	99
2. Kombination mit Erwerbsvorrechten	99
3. Gesellschaftsvertragliche Verdinglichung.....	100
4. Ankauf- oder Übernahmerechte	101
VIII. Anspruch auf Börseneinführung	102
1. Die Umwandlung in eine Aktiengesellschaft	102
a) Beschluß- und Zustimmungserfordernisse	102
b) Ermöglichung der Beschluß- und Zustimmungserfordernisse	102
c) Anpassungen der Gesellschaftervereinbarungen	103
2. <i>Milestone</i> -Vereinbarung	103
IX. Ergebnis.....	104
§ 6 Wagniskapitalunternehmen als GmbH & Co. KG	105
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
III. Gestaffelte Finanzierung (<i>Staged Financing</i>)	112
IV. Vorzugsbeteiligung	113
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
V. Umtauschrechte	122
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
VI. Rückverkaufsrechte	126
1. Allgemeines	126
2. Kündigungs- und Abfindungsklausel	126
3. Put-Option gegenüber den Gründergesellschaftern	127
VII. Übertragungsbeschränkungen	128
1. Andienungspflichten, Mitverkaufsrechte	129
2. Mitverkaufsverpflichtungen	129
a) Regeln über die Ausschließung ohne wichtigen Grund	130
b) Bestimmung fester Tatbestandsmerkmale	130
VIII. Anspruch auf Börseneinführung	131
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 Anwachsungsmodelle	134
b) Lösung des Identitätsproblems	135
c) Durchsetzungsmöglichkeit für die Wagniskapitalfinanziers	135
IX. Ergebnis	135
X. Zusammenfassung	136

Drittes Kapitel: Managementvergütung.....	138
§ 7 Unternehmenswertorientierte Vergütungssysteme in den USA....	138
I. Mögliche Gestaltungsformen.....	138
II. Typische Ausgestaltung bei Start up-Unternehmen.....	139
III. Steuerliche Behandlung.....	140
§ 8 Gestaltungsmöglichkeiten in Deutschland	141
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
Dritter Teil: Das Refinanzierungsverhältnis	153
Erstes Kapitel: Fondsgestaltung in den USA.....	154
§ 9 Die Venture Capital Limited Partnerships	154
I. Historische Entwicklung.....	154
II. Das Grundkonzept der Venture Capital Limited Partnerships (VCLP)	154
§ 10 Regelungen zur Verhaltenssteuerung der Wagniskapitalfinanziers	156
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 „vesting“ des <i>carried interest</i>	165
IX. Begrenzte Lebensdauer	165
§ 11 Einfluß gesetzlicher Rahmenbedingungen.....	166
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
§ 12 Captive Wagniskapitalgesellschaften dominieren den deutschen Markt.....	178
§ 13 Unterschiede der deutschen captive Wagniskapitalgesellschaften zu den U.S.-amerikanischen independent VCLPs	180
§ 14 Gesellschaftsrechtliche Gestaltung	181
I. <i>Captive</i> Gesellschaften.....	181
II. <i>Independent</i> Gesellschaften	182
§ 15 Externe Gestaltungsfaktoren deutscher Wagniskapitalgesellschaften	183
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
§ 16 Wagniskapitalgesellschaft – Gestaltungsalternativen im deutschen Recht.....	201
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 <i>sweet equity</i>	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
§ 17 Staatliche Förderung in den USA	226
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
§ 18 Staatliche Förderung in Deutschland	236
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
Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse.....	245
Literaturverzeichnis	250