

Petra M. Ritzer-Angerer

Venture
Capital-Finanzierung
und stille Gesellschaft

Ein Beitrag zur Rechtsformwahl
bei VC-Finanzierungsverträgen



PETER LANG

Europäischer Verlag der Wissenschaften

INHALTSVERZEICHNIS

| | |
|---|-----------|
| ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS..... | XIII |
| ABBILDUNGSVERZEICHNIS..... | XIX |
| TABELLENVERZEICHNIS..... | XXI |
| 1 EINLEITUNG..... | 1 |
| 1.1 PROBLEMSTELLUNG..... | 1 |
| 1.1.1 Symmetrische Finanzierungsverträge als Ideal..... | 2 |
| 1.1.2 Chancen- und Risikoverteilung zwischen Eigen- und Fremdkapital..... | 5 |
| 1.1.3 Rechtsformwahl bei VC-Finanzierungen..... | 7 |
| 1.1.4 Formulierung einer These..... | 12 |
| 1.2 GANG DER UNTERSUCHUNG..... | 13 |
| ' % BESONDERHEITEN DER GRÜNDUNGSFINANZIERUNG UND VC..... | 17 |
| 2.1 BINDUNG AN GRÜNDER..... | 18 |
| 2.2 INVESTITIONSENTSCHEIDUNG DES GRÜNDERS UND KAPITALKOSTEN..... | 20 |
| 2.3 KAPITALEINSATZ UND NICHT SYMMETRISCHE FINANZIERUNGSVERTRÄGE..... | 27 |
| 2.4 SEPARATIONSPRINZIP..... | 30 |
| 2.5 ADDITIONSPRINZIP DER MARKTWERTE..... | 32 |
| 2.6 AKTIVE ANTEILSEIGNER..... | 34 |
| 2.7 ASYMMETRISCHE INFORMATION..... | 39 |
| 2.8 MAXIMIERUNG DES WERTES DES EIGENKAPITALS UND ANREIZE..... | 42 |
| 2.9 HOHE UNSICHERHEIT UND FEHLENDE MARKTWERTE..... | 43 |
| 2.10 IMMATERIELLER CHARAKTER DER ASSETS..... | 45 |
| 2.11 ZEITLICHE BEGRENZUNG UND LIQUIDITÄTSZWÄNGE..... | 46 |
| 2.12 VENTURE CAPITAL..... | 46 |
| 2.13 ZUSAMMENFASSUNG..... | 47 |
| 3 VENTURE CAPITAL IN DEUTSCHLAND..... | 49 |
| 3.1 GESELLSCHAFTSRECHTLICHE KONZEPTE..... | 50 |
| 3.1.1 Fonds- und Managementgesellschaft..... | 52 |
| 3.1.2 Beteiligungsgesellschaft..... | 56 |

Verzeichnisse

| | | |
|---------|--|-----|
| 3.1.3 | Grenzen der Wahlfreiheit zwischen direkter/indirekter Beteiligung..... | 57 |
| 3.2 | EMPIRISCHE DATEN UND RECHTSFORMEN..... | 60 |
| 3.2.1 | Entwicklung Gesamtmarkt..... | 60 |
| 3.2.2 | Investoren..... | 62 |
| 3.2.2.1 | Herkunft der neuen Mittel nach Generierungsart..... | 63 |
| 3.2.2.2 | Geografische Herkunft der neuen Mittel..... | 63 |
| 3.2.2.3 | Herkunft der neuen Mittel nach Kapitalgebern..... | 64 |
| 3.2.2.4 | Allgemeine Rechtsformen und spezielle gesetzliche Formen..... | 66 |
| 3.2.3 | Beteiligungsformen..... | 88 |
| 3.2.3.1 | Empirische Studien zu Beteiligungsformen in Deutschland..... | 88 |
| 3.2.3.2 | Beteiligungsformen unterschiedlicher Kapitalgebergruppen..... | 92 |
| 3.3 | ZUSAMMENFASSUNG..... | 93 |
| 4 | STILLE GESELLSCHAFT..... | 95 |
| 4.1 | DEFINITION..... | 95 |
| 4.2 | TYPISCHE UND ATYPISCHE STILLE GESELLSCHAFT..... | 98 |
| 4.2.1 | Die atypisch stille Gesellschaft im gesellschaftsrechtlichen Sinn..... | 102 |
| 4.2.1.1 | Mehrgliedrigkeit als formale gesellschaftsrechtliche Atypizität.. | 102 |
| 4.2.1.2 | Mitspracherechte des Stillen..... | 104 |
| 4.2.1.3 | Abgrenzung: Gesellschaftsrechtlich typisch/atypisch..... | 108 |
| 4.2.2 | Die atypisch stille Gesellschaft im bilanz-/handelsrechtlichen Sinn..... | 110 |
| 4.2.2.1 | Qualifizierung stiller Einlagen als Eigen- oder Fremdkapital..... | 110 |
| 4.2.2.2 | Anwendung von Eigenkapitalersatzregeln auf stille Beteiligten..... | 122 |
| 4.2.2.3 | Bilanzielle Behandlung und Bewertung stiller Einlagen..... | 128 |
| 4.2.2.4 | Funktioneller und materieller Eigenkapitalbegriff..... | 138 |
| 4.2.2.5 | Abgrenzung: Handelsrechtlich typisch/atypisch..... | 144 |
| 4.2.3 | Die atypisch stille Gesellschaft im steuerrechtlichen Sinn..... | 146 |
| 4.2.3.1 | Mitunternehmerinitiative..... | 148 |
| 4.2.3.2 | Mitunternehmerisiko..... | 151 |
| 4.2.3.3 | Kompensation der beiden Merkmale..... | 155 |
| 4.2.3.4 | Abgrenzung: Steuerrechtlich typisch/atypisch..... | 157 |
| 4.2.4 | Kombinierbarkeit atypischer Elemente..... | 158 |
| 4.3 | DIE STILLE GESELLSCHAFT IN DER VC-FINANZIERUNG..... | 161 |
| 4.3.1 | Für VC-Finanzierungen geeignete Typen der stillen Gesellschaft..... | 161 |
| 4.3.2 | Vertragliche Merkmale stiller Beteiligungen bei VC-Finanzierungen... | 162 |

| | | |
|---------|---|-----|
| 4.3.2.1 | Vertrag <i>Frommann</i> | 162 |
| 4.3.2.2 | Vertrag <i>Weitnauer</i> | 165 |
| 4.4 | ZUSAMMENFASSUNG..... | 168 |
| | VC-FINANZIERUNG UND KRITERIENGELEITETE ANALYSE VON HYBRIDEN FINANZIERUNGSMITTELN..... | 169 |
| 5.1 | VORGEHENSWEISE..... | 169 |
| 5.2 | WAS KÖNNEN WIR AUS MODELLEN FÜR DIE VC-FINANZIERUNG LERNEN?..... | 170 |
| 5.2.1 | Trade Off-Theorie und Pecking Order..... | 171 |
| 5.2.1.1 | Trade Off-Theorie..... | 171 |
| 5.2.1.2 | Pecking Order..... | 178 |
| 5.2.1.3 | Trade Off-Theorie versus Pecking Order..... | 185 |
| 5.2.2 | Agency-Theorie und Wachstumsmöglichkeiten..... | 186 |
| 5.2.2.1 | Agency-Theorie..... | 186 |
| 5.2.2.2 | Fremdfinanzierungsgrenzen bei Wachstumsmöglichkeiten..... | 191 |
| 5.2.2.3 | Wachstumsmöglichkeiten und theoretische Bilanz..... | 196 |
| 5.2.2.4 | Agency- und Wachstumsoptionsmodell..... | 199 |
| 5.2.2.5 | Agency-Theorie und Venture Capital..... | 200 |
| 5.2.3 | Venture Capital und Outside Equity..... | 202 |
| 5.2.3.1 | Venture Capital..... | 202 |
| 5.2.3.2 | Outside Equity..... | 205 |
| 5.2.4 | Folgerungen..... | 216 |
| 5.3 | VERGLEICH VON FINANZIERUNGSMITTELN..... | 217 |
| 5.3.1 | Definition von Kriterien..... | 218 |
| 5.3.1.1 | Anreiz- und steuerorientierte Bedienungsgestaltung..... | 219 |
| 5.3.1.2 | Partizipation an Entscheidungsrechten..... | 220 |
| 5.3.2 | Vergleich von hybriden Finanzierungsmitteln..... | 221 |
| 5.3.2.1 | Genussrechte..... | 221 |
| 5.3.2.2 | Gewinn-, Wandel- und Optionsschuldverschreibungen..... | 240 |
| 5.3.2.3 | GmbH-Anteile..... | 250 |
| 5.3.2.4 | Aktien..... | 259 |
| 5.3.2.5 | KG-Anteile..... | 275 |
| 5.4 | ATYPISCH STILLE VERSUS DIREKTE BETEILIGUNG..... | 280 |
| 5.4.1 | Weitere Vorgehensweise..... | 280 |
| 5.4.2 | Vergleich von direkter und stiller Beteiligung..... | 283 |
| 5.4.2.1 | Annahmen..... | 283 |

| | | |
|---------|--|-----|
| 5.4.2.2 | Atypisch stille Beteiligung..... | 290 |
| 5.4.2.3 | Direkte Beteiligung..... | 300 |
| 5.4.3 | Zwischenergebnisse..... | 307 |
| 5.5 | ZUSAMMENFASSUNG..... | 309 |
| 6 | WIE ERKLÄRT DIE PRAXIS DEN EINSATZ STILLER BETEILIGUNGEN? | 313 |
| 6.1 | ERGEBNISSE DER INTERVIEWS..... | 313 |
| 6.2 | ZUSAMMENFASSENDER AUSWERTUNG..... | 322 |
| 7 | ERGEBNISSE..... | 325 |
| | ANHANG 1: MUSTERVERTRAG LEOPOLD/FROMMANN..... | 331 |
| | ANHANG 2: MUSTERVERTRAG WEITNAUER..... | 342 |
| | ANHANG 3: FRAGENKATALOG ZU INTERVIEWS..... | 348 |
| | ANHANG 4: INTERVIEWPARTNER..... | 352 |
| | LITERATURVERZEICHNIS..... | 353 |