



GreenUp  
Invest

# Leitfaden

## Best Practice Syndizierung

herausgegeben von



## Inhaltsverzeichnis

---

Einführung.....	3
Dr. Linda Bergset Warum Syndizierung? Die Finanzierung von Greentech Start-ups .....	4
Dr. Roland Kirchhof Übliche Rechtsformen des Poolings und der Syndizierung .....	11
Matthias Wischnewsky Mehrwert und Funktionsweise von Syndikaten – Die Sicht der Investoren.....	15
Dr. Andreas Chatzis Best Practice - Gemeinschaftliche Beteiligungsgesellschaft von Business Angels .....	22
Checkliste Rechtsformen Syndizierung .....	26

### Zitierhinweis:

Business Angels Netzwerk Deutschland e.V. (2018): Leitfaden Best Practice Syndizierung, Essen.

### Redaktion und Ansprechpartner:

Matthias Wischnewsky  
E-Mail: [wischnewsky@business-angels.de](mailto:wischnewsky@business-angels.de)  
Tel. +49 201 894 15 14

## Einführung

Die Finanzierungsbedingungen von Greentech Start-ups zu verbessern, war das erklärte Ziel der 2015 gestarteten Green Start-up Investment Alliance. Gefördert im Rahmen der Nationalen Klimaschutzinitiative, arbeiteten die Partner Borderstep Institut, Bundesverband Deutsche Startups, Business Angels Netzwerk Deutschland und Forum Nachhaltige Geldanlagen gemeinsam daran.

BAND hat im Projektverlauf u.a. die Verantwortung für zwei Matching-Runden übernommen, in deren Verlauf zwanzig vielversprechende Start-ups mit Investoren ins Gespräch und eventuell ins Geschäft gekommen sind und viele weitere innovative Greentech-Unternehmen sich wertvolles Finanzierungs-Know-how aneignen konnten.

Der Blick auf die Kapitalbedarfe der grünen Unternehmen in diesem Kontext hat gezeigt, dass es selten eine Einzelperson sein kann, die als Investor selbst in der frühen Phase ausreicht. Vielmehr sollte Syndizierung und Pooling von Greentech-Investments auf der Tagesordnung stehen. Genau dies bildet den zweiten Themenschwerpunkt der Tätigkeiten von BAND im Projekt. Als Abschluss dieser Arbeiten darf der vorliegende Leitfaden angesehen werden.

Die Publikation soll Start-ups wie Investoren sensibilisieren für die Möglichkeiten des Poolings von Investments und rechtliche Rahmenbedingungen wie praktische Implikationen anschaulich darstellen.

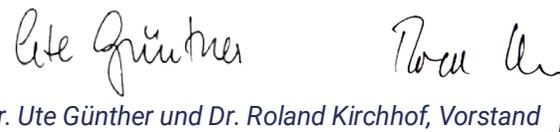
Den Anfang macht **Dr. Linda Bergset** vom Projektpartner Borderstep Institut. In Ihrem Beitrag geht sie der Frage nach, warum sich besonders Greentech Start-ups mit den Möglichkeiten des Investorenpoolings befassen sollten.

Den rechtlichen Rahmen in Deutschland sowie Auswirkungen auf Fördermittel (INVEST) wie aufsichtsrechtliche Vorgaben (BaFin) steckt **Dr. Roland Kirchhof**, BAND-Vorstand, im Folgenden ab.

Darauf übernimmt es BAND-Projektmanager **Matthias Wischnewsky**, die praktischen Hinweise von Business Angels und VC Investoren zu bündeln und unter verschiedenen Gesichtspunkten zu betrachten.

Den Abschluss bildet **Dr. Andreas Chatzis**, der als Best Practice das zur Syndizierung genutzte Investmentvehikel der Business Angels Region Stuttgart vorstellt. Einmalig in Deutschland, kann es Business Angels Netzwerken oder Clubs nur zum Vorbild dienen.

Wir wünschen viel Freude und Erkenntnisgewinn bei der Lektüre!



Dr. Ute Günther und Dr. Roland Kirchhof, Vorstand



Matthias Wischnewsky, Projektmanager

## Warum Syndizierung? Die Finanzierung von Greentech Start-ups

Warum sollte man diese zwei Themenbereiche – Syndizierung und Greentech-Finanzierung – zusammen betrachten? Befasst man sich mit dem zweiten Thema, kommt man schnell auf die Sinnhaftigkeit des Ersteren.

Es gibt vielfältige Motive für und positive Effekte von Syndizierung und Pooling in der Frühphasenfinanzierung allgemein. Um die erwähnte Sinnhaftigkeit im Greentech-Bereich zu verdeutlichen, sollten zunächst Merkmale der Finanzierung von Greentech-Start-ups erläutert werden. Damit diese Situation konkret für Deutschland im Hier und Jetzt veranschaulicht werden kann, werden daraufhin Untersuchungsergebnisse aus dem Vorhaben GreenUpInvest vorgestellt.

### Motive für und Effekte von Syndizierung in der Frühphasenfinanzierung

Die Motive hinter Syndizierung sind vielfältig. Ganz praktisch kommen größere Summen zusammen, wenn mehrere Investoren sich in einem Konsortium zusammenschließen<sup>1</sup> und die Diversifizierung und somit Risikostreuung der Investments ist größer.<sup>2</sup> Durch Syndizierung können

Investoren in neue Branchen investieren, da ihr Know-how durch andere Investoren und einen erfahrenen Lead ergänzt wird. Darüber hinaus ergänzt man sich mit Blick auf Informationen und Kompetenzen und teilt die Arbeit entsprechend auf.<sup>3</sup>

Aus syndizierten Investments entstehen eindeutig vorteilhafte Effekte: Folgeinvestments und Exits sind für Start-ups, die Investorenkonsortien im Rücken haben, häufiger und besser zu erreichen.<sup>4</sup>

### Merkmale der Finanzierung von Greentech-Start-ups

Greentech, Cleantech, Ökoinnovation, Umwelttechnik: Diese unterschiedlichen Begriffe kategorisieren innovative Technologien, die einen beträchtlichen Beitrag zur Umweltentlastung, wie Dekarbonisierung, in einem Wirtschaftszweig leisten bzw. ein frühzeitiges Potenzial dazu aufzeigen. Innovationen im Greentech-Bereich sind sehr vielfältig, da sie grundsätzlich in fast jeder Branche vorkommen können.<sup>5</sup> Sie werden in der wissenschaftlichen Literatur aber häufig mit ähnlichen Merkmalen beschrieben:

<sup>1</sup> Vgl. Krebs, J. (2012). Syndizierung von Venture-Capital-Investitionen. Gabler Verlag | Springer Fachmedien Wiesbaden

<sup>2</sup> Vgl. Hopp, C., Lukas, C. (2013). A Signaling Perspective on Partner Selection in Venture Capital Syndicates. *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 38, No. 3, 635-670; Krebs, J. (2012); Lehmann, E. (2006): Does Venture Capital Syndication Spur Employment Growth and Shareholder Value? Evidence from German IPO Data. *Small Business Economics*, 26, 455–464; Klandt, H., Håkansson, P., Motte, F. (2001). *Vademecum für Unternehmensgründer, Business Angels und Netzwerke: Ein Beitrag zum Wissenstransfer zwischen Wissenschaft und Unternehmen*. Books

on Demand GmbH; Lockett, A., Wright, M. (1999): The syndication of private equity: evidence from the UK. *VENTURE CAPITAL*, Vol. 1, No. 4, 303 – 324

<sup>3</sup> Vgl. Hopp & Lukas 2013; Krebs 2012; Klandt et al. 2001

<sup>4</sup> Vgl. Krebs 2012; Tian, X. (2011). The Role of Venture Capital Syndication in Value Creation for Entrepreneurial Firms. *Review of Finance*, 16 (1), 245-283

<sup>5</sup> Vgl. Trautwein, C., Fichter, K. & Bergset, L. (2018). *Green Economy Start-up Monitor 2017*. Berlin, Oldenburg: Borderstep Institut & Universität Oldenburg

- **Langwierige Entwicklung:** Die technologische Entwicklung ist oft aufwendig und die Zeit von der Idee bis zum Markteintritt streckt sich häufig über Jahre.<sup>6</sup>
- **Komplexität und hohe Regulierungsdichte:** Die Innovationen werden häufig in Branchen entwickelt, die eine hohe Bedeutung für die gesellschaftliche Infrastruktur haben – Energie, Wasser, Bauen, Kreislaufwirtschaft<sup>7</sup> – und sind entsprechend engmaschig<sup>8</sup> und z.T. wenig konsequent und prognostizierbar<sup>9</sup> reguliert.
- **Fachlicher Team-Hintergrund:** Immer wieder wird angedeutet, dass die Gründer und Gründerteams hinter Greentech-Startups häufig einen primär technischen bzw. fachlichen und nicht so sehr einen betriebswirtschaftlichen Hintergrund haben. Gleichzeitig wird hervorgehoben, dass eine Professionalisierung dieser Start-ups in den letzten Jahren beobachtet werden kann.<sup>10</sup>

<sup>6</sup> Vgl. Migendt, M., Polzin, F., Schock, F., Täube, F.A., von Folotow, P. (2017). Beyond venture capital: an exploratory study of the finance-innovation-policy nexus in cleantech. *Industrial and Corporate Change*, Vol. 26, No. 6, 973–996; Bocken, N.M.P. (2015). Sustainable venture capital - catalyst for sustainable start-up success? *Journal of Cleaner Production*, 108, 647–658; Rai, V., Funkhouser, E., Udwin, T., Livingston, D. (2015). Venture Capital in Clean Energy Innovation Finance: Insights from the U.S. Market During 2005-2014. <https://ssrn.com/abstract=2676216>; Saarinen, J. (2011). Venture Capital Syndication as a Tool to Mitigate Financial Constraints of Clean Energy Startup Companies. (Master's thesis). Department of Economics and Accounting Economics, University of Tampere; Ghosh, S.; Nanda, R. (2010). Venture Capital Investment in the Clean Energy Sector. Business Harvard School Working Paper 11-020, <http://core.ac.uk/download/pdf/6698655.pdf>; Freimann J. (2005). Über die Schwierigkeiten grüner Unternehmensgründungen – Gründungen wie andere auch? *Ökologisches Wirtschaften, Nachhaltig Gründen!*, 2, 12-13; Randjelovic, J., O'Rourke, A.R., Orsato, R.J. (2003). The Emergence of Green Venture Capital. *Business Strategy and the Environment*, 12, 240–253.

<sup>7</sup> Vgl. Trautwein et. al. (2017)

- **Werteorientierung und „gesellschaftliche Rendite“:** Das Maß an Profitorientierung variiert unter Greentech-Startups. Manchmal sind die Gründerteams dahinter stark wertorientiert und heben den eigenen Beitrag zur Nachhaltigkeit oder einer Green Economy gezielt hervor. Theoretisch betrachtet entsteht aus der Mischung aus privatem und gesellschaftlichem Nutzen im Greentech-Bereich<sup>11</sup> eine potenziell niedrigere bzw. sehr viel längerfristig abzuzeichnende private Rendite.<sup>12</sup>

Wie wirkt sich diese Ausgangslage auf die Finanzierungssituation von Greentech-Startups aus? Dass Frühphasenfinanzierung im Greentech-Bereich **kapitalintensiv** ist, wird immer wieder hervorgehoben.<sup>13</sup> Neuere empirischen Untersuchungen belegen mit Blick auf VC-Finanzierung Schwierigkeiten im Greentech-Bereich, die aus einem Mismatch von Greentech-Merkmalen mit den Erwartungen in und Strukturen von VC-Fonds entstehen.<sup>14</sup> Vor rund zehn Jahren gab es

<sup>8</sup> Vgl. Wüstenhagen, R., Teppo, T. (2004). What Makes a Good Industry for Venture Capitalists? Risk, Return and Time as Factors Determining the Emergence of the European Energy VC Market. IWÖ Discussion Paper No. 114; Institut für Wirtschaft und Ökologie: St. Gallen, Switzerland  
<sup>9</sup> Vgl. Rai et al. 2015; Polzin, F., Sanders, M., Stavlot, U. (2017): Mobilizing Early-Stage Investments for an Innovation-Led Sustainability Transition. Aus: Walker, T.: Designing a Sustainable Financial System, Palgrave Studies in Sustainable Business In Association with Future Earth. 347-381

<sup>10</sup> Vgl. Wüstenhagen & Teppo 2004

<sup>11</sup> Vgl. Cumming, D., Henriques, I., Sadorsky, P. (2016). 'Cleantech' venture capital around the world. *International Review of Financial Analysis*, 44, 86–97

<sup>12</sup> Vgl. Hoogendoorn, B., van der Zwan, P., Thurik, R. (2017). Sustainable Entrepreneurship: The Role of Perceived Barriers and Risk. *Journal of Business Ethics*, 1-22; Bergset, L. (2015). The Rationality and Irrationality of Financing Green Start-Ups. *Administrative Sciences*, 5 (4), 260–285

<sup>13</sup> Vgl. Polzin 2017; Saarinen 2011; Gosh & Nanda 2010

<sup>14</sup> Vgl. Gaddy, B., Sivaram, v., Jones, T., Wayman, L. (2017). Venture Capital and Cleantech: The wrong model for energy innovation. *Energy Policy*, 102, 385-395

global betrachtet ein gewaltiges Finanzierungsinteresse an Greentech (geschätzte \$25 Milliarden wurden 2006-2011 von VC-Firmen im Greentech-Bereich von Energie investiert), das sich auch aufgrund von **fehlenden Exits in den letzten Jahren** in das Gegenteil gedreht hat<sup>15</sup>. Der differenzierte Blick dieser Studie von Gaddy et al. auf Greentech-Typen deckt sich ganz gut mit der Beschreibung einer branchenübergreifenden Green Economy, auch wenn der Fokus hier auf Energie liegt. Die Autoren kategorisieren die Technologien nach Kapitalintensität und Länge der Entwicklungszeit in absteigender Reihenfolge:

- Materialien, Chemie, Herstellungsverfahren
- Hardware-Integration
- Software bzw. Software-Applikationen
- Finanzierung und Inbetriebnahme
- Weitere Produkte und Dienstleistung, inkl. Wiederverwertung, Beratung, Auditierung

Die ersten zwei Kategorien werden von den Autoren als „**Deep Technology**“-Investitionen bezeichnet, die sehr kapitalintensiv sind, aber gleichzeitig niedrige Renditen abwerfen.<sup>16</sup> Die Kategorisierung macht aber auch deutlich, dass die Kapitalintensität und lange Entwicklungszyklen nicht für alle Greentech-Entwicklungen sehr hoch sein müssen.

Der primäre Fokus auf Kapitalintensität als Erklärungsvariable in Greentech-Investitionen wird auch von anderen Wissenschaftler als übertrieben kritisiert.<sup>17</sup>

Zusätzlich zur fehlenden Auszahlung im Fall der „Deep Technology“-Investitionen führen **vielfältige Risiken** – regulatorische Unsicherheit und Komplexität sowie bisher fehlende Märkte bzw. ungenügende Geschäftsmodelle – zu einem Zögern unter Frühphaseninvestoren.<sup>18</sup> Interessanterweise wurde in einer wissenschaftlichen Untersuchung zu globalen Investitionen im Bereich der erneuerbaren Energien zwischen den Jahren 2004 – 2014 festgestellt, dass öffentliche Akteure hier eine höhere Risikobereitschaft als private Akteure aufgezeigt haben und somit auch Richtungssicherheit geben können.<sup>19</sup>

**Fehlende Exit-Möglichkeiten** – für Business Angels sowohl in Form von VC-Beteiligung als auch Unternehmensübernahmen – führen zu zögernden Beteiligungen.<sup>20</sup> Die Wertermittlung von Start-ups durch Etablierte im Energiebereich findet derzeit auf Basis der aktuellen Rentabilität und nicht des Wachstumspotenzials statt, wodurch der Wert eindeutig unterschätzt wird.<sup>21</sup> Prognostiziert wird trotzdem eine zunehmende Aufnahme von Greentech-Entwicklungen in Bereichen wie

---

<sup>15</sup> Vgl. Gaddy et al. 2017; Rai et al. 2015

<sup>16</sup> Vgl. Gaddy et al. 2017

<sup>17</sup> Vgl. Rai et al. 2015

<sup>18</sup> Vgl. Gaddy et al. 2017; Migendt et al. 2017; Polzin 2017; Cumming et al. 2016; Rai et al. 2015

<sup>19</sup> Vgl. Mazzucato, M., Semieniuk, G. (2018). Financing renewable energy: Who is financing what and why it matters. *Technological Forecasting & Social Change*, 127, 8–22

<sup>20</sup> Vgl. Rai et al. 2015; Ghosh & Nanda 2010

<sup>21</sup> Vgl. Gaddy et al. 2017

Energie durch etablierte Unternehmen, bei denen konventionelle Geschäftsmodelle neuen Marktgegebenheiten nicht gerecht werden und somit immer mehr an Relevanz verlieren.<sup>22</sup>

**Das Ergebnis?** Kurzfristige, vergleichsweise risikoarme und ertragsreiche Investitionen in Softwareentwicklung werden derzeit – auch im Greentech-Bereich – bevorzugt.<sup>23</sup> Für andere Greentech-Entwicklungen fehlt das Geld tatsächlich. Das nötige Investitionsvolumen für den Greentech-Bereich wird auf insgesamt 1-2% des globalen GDPs geschätzt, also \$740 bis \$1480 Milliarden.<sup>24</sup> Dieses Geld kann – und muss – der Staat nicht allein aufbringen. Syndizierung wird im Greentech-Bereich schon länger als eine mögliche Lösung für hohen Kapitalbedarf sowie Risikostreuung beschrieben.<sup>25</sup> Was Deutschland angeht, machen die in der EU mit Hilfe der Cleantech Group erhobenen Daten immerhin vorsichtig optimistisch: Lag Deutschland kürzlich (2011 – 2014) in der Frage „Total value of green early stage investments“ europaweit noch auf Platz 8 oder 9, stieg das Land in den letzten Jahren (2015-2017) jeweils auf Platz 5, 2 und 3 auf.<sup>26</sup>

### **Relevante empirische Ergebnisse aus GreenUpInvest**

In den letzten drei Jahren haben die vier Verbundpartner Business Angels Netzwerk Deutschland, Borderstep Institut für Innovation und Nachhaltigkeit, Bundesverband Deutsche Startups sowie Forum

Nachhaltige Geldanlagen das Projekt „Green Start-up Investment Alliance“ im Rahmen der Nationalen Klimaschutzinitiative durchgeführt. Das Ziel des Projektes: Die Finanzierungsbedingungen für Start-ups aus der Green Economy in Deutschland verbessern. Dazu wurden u.a. auch wissenschaftliche Untersuchungen in diesem Bereich unternommen. Einige der Ergebnisse sind auch für das Thema Syndizierung von Relevanz.

In einer wissenschaftlichen Untersuchung der „**Hemmnisse und Potenziale der Finanzierung grüner Start-ups**“ wurden u.a. Fallstudien und Befragungen durchgeführt. Zwei Erkenntnisse daraus sind vielleicht besonders relevant für das Thema Syndizierung:

- Fünf Fallstudien von technologieorientierten Start-ups aus der Energiebranche haben deutlich gemacht, wie wichtig Investoren mit **langjähriger Fachkompetenz und einschlägigen Netzwerken** für die Gründer und die Geschäftsentwicklung waren. Hier ist ein erweitertes Know-how in einem komplexen technologischen und regulatorischen Umfeld vonnöten. Insbesondere in Investorenkonsortien können diese Beiträge gewährleistet werden und die Investoren können sich entsprechend ergänzen und müssen nicht alles individuell abdecken.
- Die „Finanzierungslandschaft“ für Start-ups in Deutschland wurde ebenfalls untersucht. Sie ist mittlerweile vielfältig und

---

<sup>22</sup> Vgl. Rai et al. 2015

<sup>23</sup> Vgl. Gaddy et al. 2017; Rai et al. 2015; Ghosh & Nanda 2010

<sup>24</sup> Vgl. Polzin 2017

<sup>25</sup> Vgl. Bocken 2015; Saarinen 2011; Ghosh & Nanda 2010

<sup>26</sup> [https://ec.europa.eu/environment/ecoap/indicators/index\\_en](https://ec.europa.eu/environment/ecoap/indicators/index_en) (Zugriff am 07.08.2018)

auch für Start-ups der Green Economy gibt es viele Möglichkeiten, von Business Angels über Crowdfunding bis hin zu (Corporate) Venture Capital eine Finanzierung zu erhalten. Allerdings machte die Untersuchung auch deutlich, dass eine relative **Intransparenz** in diesem Umfeld besteht. Aus Sicht des einzelnen Business Angels mag eine gewisse Intransparenz sinnvoll erscheinen. Sie macht es aber den Start-ups zum Teil schwer, an die richtige Adresse heranzukommen, wenn das optimale Match zwischen Start-up und Investor von vielen unterschiedlichen Stellschrauben abhängig ist. Thematische Netzwerke wie die „Food Angels“ können dabei die Transparenz erhöhen, ohne notwendigerweise den einzelnen Investor direkt sichtbar machen zu müssen.

In einer Zusammenstellung von neun **internationalen Good Practice-Beispielen** von Netzwerken und Intermediären im Bereich Frühphasenfinanzierung von Greentech- und Impact-Start-ups, die am Ende des Vorhabens veröffentlicht werden, wurde Syndizierung ebenfalls thematisiert. Untersucht wurden u.a. Pymwymic aus den Niederlanden, Inneon und Innoenergy auf europäischer Ebene, Cleantech Scandinavia sowie Investors' Circle und CREO Syndicate in den USA.

- Die Netzwerke ermöglichen Co-Investments und auch Syndizierung auf vielfacher Art und Weise wie durch **netzwerkinterne Investorenkonsortien**, Zusammenarbeit mit anderen Organisationen sowie in der Unterstützung bei der Schaffung von **Zweckgesellschaften** oder auch **Fonds**

- **Anlaufpunkt** für solche Syndikatsbildung sind häufig **Online-Plattformen oder ein netzwerkinternes Forum**, wo die Investoren-Mitglieder mit anderen gleichgesinnten und ähnlich interessierten Investoren Kontakt aufnehmen und sich über aktuelle, durch das Netzwerk vermittelte Start-ups austauschen können.
- Hervorgehoben wird dabei oft die **Gleichgesinnung**, die für die netzwerkbasieren Investoren einen großen Mehrwert bietet und zu gemeinsamen Investitionen führt. Dazu sind nicht nur Online-Plattformen nötig, sondern auch **Veranstaltungen und Treffen** zum persönlichen Kennenlernen zielführend.
- Manche Netzwerke haben erkannt, dass Investitionen in der Green Economy eine lange Laufzeit brauchen können und eines hat eine so genannte "**patient capital collaborative**" aus dem Netzwerk gegründet.
- In den Netzwerken bestehen häufig **Strukturen, die Kenntnisse und Kompetenzen bündeln**, um die Prozesse zu vereinfachen und geradlinig zu machen. Beispielsweise bestehen Sektorgruppen für spezifische Themen oder es wird ein größerer Pool an Experten herangezogen, um Deals zu akquirieren oder den Prozess der (Pre-)Due-Dilligence zu gestalten.

Im Vorhaben wird auch der erste **Green Start-up Investment Monitor** veröffentlicht. Die erstmalige Erfassung von in Deutschland getätigten „Green Deals“ in der Frühphasenfinanzierung im Zeitraum 2016-2017 machen zwei Aspekte besonders deutlich:

- Die Dealsummen der erfassten 28 Deals sind zum Teil sehr groß und bestätigen, dass Start-ups in diesem Bereich **frühzeitig große Summen** brauchen: Das eingesetzte Kapital umfasst dabei eine Spanne von 85 Mio. EUR bis 15 Mio. EUR (bzw. eine unbenannte achtstellige Summe). An dieser Stelle muss ein Vorbehalt ausgesprochen werden: Nur Deals mit öffentlich zugänglichen Informationen wurden erfasst. Darunter waren Deals mit dem High-Tech Gründerfonds, mittelständischen Beteiligungsgesellschaften, Business Angels, VC-Gesellschaften, Unternehmen und rein öffentlichen Förderprogrammen. Es ist allerdings relativ eindeutig, dass viele Deals aufgrund der vorherrschenden Intransparenz in diesem Umfeld nicht erfasst werden konnten.
- **Co-Investments sind im Greentech-Bereich bereits weit verbreitet.** Im Schnitt waren 5-6 Investoren pro Deal beteiligt. Die Bandbreite betrug ein bis zwölf Investoren. Nur in vier Deals war ausschließlich ein Investor beteiligt. Hier muss noch ein Vorbehalt benannt werden: Deals mit nur einem Investor werden vermutlich nicht so oft öffentlich bekannt gegeben und somit ist diese Datenlage etwas verzerrt.
- Interessant ist auch die **Streuung der Sektoren und Technologietypen**. Die Sektorenverteilung der finanzierten Start-ups entspricht ziemlich genau der Verteilung, die im Green Economy Gründungsmonitor festgehalten wurde. Insgesamt gab es jeweils acht Deals im Bereich Energieeffizienz, neun im Bereich

Emissionsvermeidung und sechs im Sektor Erneuerbare Energien, während die restlichen in die Kategorie „Rohstoff- und Materialeffizienz“ fallen. Sowohl Hardware- als auch Software-Unternehmen sind relativ gleichgewichtig vertreten. Beispielsweise wurden sieben Start-ups aus dem Bereich Green-IT mit Softwareentwicklung finanziert.

Im Monitor wurde des Weiteren eine Analyse von Unternehmen mit grüner Technologie auf Basis der Daten des **Deutschen Start-up Monitors** durchgeführt. Hier wurde deutlich, dass die Start-ups aus dem Greentech-Bereich eher Finanzierung als Herausforderung wahrnehmen als die Unternehmen ohne grüne Technologie.

Zusammenfassend lassen sich mit den Ergebnissen aus GreenUpInvest die möglichen **Effekte von Syndizierung im Greentech-Bereich** somit wie folgt darstellen:

- Erreichen von höheren Investitionssummen durch Pooling und Akteursvielfalt
- Geteilte (sektorenbezogene) Kenntnisse und Kompetenzen
- Sichtbarkeit von relevanten Investorengruppen für Start-ups und optimiertes Matching
- Erweitertes Netzwerk für Start-ups und Investoren
- Mehr Geld für Start-ups und Risikostreuung für die Investoren
- Community-Effekt und Austausch unter „Gleichgesinnten“

Diese Effekte sind nicht unbedingt anders als für übrige Investitionsbereiche, aber bringen im Greentech-Bereich große Vorteile für Start-ups

und Investoren, die sich in diesem Umfeld bewegen wollen bzw. nach Pooling-Möglichkeiten suchen.

### **Syndizierungsstrategien**

Inwiefern können Syndizierung und Pooling auf die beschriebene Situation einen Teil der Antwort bieten? Unterschiedliche Syndizierungsstrategien sind je nach Kapitalintensität und Langfristigkeit der Investitionen denkbar für:

- **Greentech-Start-ups mit niedrigerer Kapitalintensität** – sowie kürzeren Laufzeiten und ggf. niedrigerem Risiko. Etwa bei Softwareentwicklungen kann es sich lohnen zu syndizieren, um Branchenknow-how im Start-up zu erhöhen, wobei die Akteursvielfalt nicht sehr hoch sein muss;
- **Greentech-Start-ups mit höherer Kapitalintensität** – sowie längeren Laufzeiten und höherem Risiko. Hier lohnt sich das Pooling stark aus Gründen des Kapitalzugangs und der entsprechenden Erhöhung der Gesamtsumme. Auch lohnt sich eine Erweiterung der Zusammenarbeit zwischen unterschiedlichen Investorentypen im privaten Bereich sowie die Kooperation mit staatlichen Akteuren (wie dies in Deutschland u.a. im Rahmen des High-Tech Gründerfonds bereits passiert). Dies signalisiert zusätzlich Richtungssicherheit an Etablierte, die Exit-Möglichkeiten bereitstellen könnten.

### **Leitfaden als Starthilfe**

Syndizierung und Pooling sind im Ergebnis – zusätzlich zu u.a. Fonds-Entwicklung und Plattformmodellen – ein sinnvoller Lösungsbeitrag zur Verbesserung der Finanzierungsbedingungen von Start-ups im Greentech-Bereich und als gute Einstiegshilfe für interessierte Business Angels zu werten, die im Bereich Greentech noch nicht so viel Erfahrung haben.

Wie Syndizierung und Pooling im Greentech-Bereich genau gestaltet werden können, werden Sie in diesem Leitfaden erfahren. Darüber hinaus bietet das im BAND neu gegründete Forum „Investing in Sustainability“ (vgl. Kasten auf S. 17) einen guten Anlaufpunkt für gemeinsame Investitionen im Greentech-Bereich.

## Übliche Rechtsformen des Poolings und der Syndizierung

Der Sprachgebrauch der Begriffe Syndizierung und Pooling ist unter rechtlichen Aspekten nicht einheitlich. Vom Wortsinn her meinen beide wohl Ähnliches. Syndizierung leitet sich vom französischen *syndicat* ab und bedeutet, dass Marktteilnehmer mit gleichen Interessen sich zu einem Verbund oder Kartell, z.B. zum gemeinsamen Absatz von Waren, zusammenschließen. *Pooling* bedeutet im Englischen, dass man etwas zusammenbringt oder zusammenlegt.<sup>1</sup> Im Folgenden wird zur Vereinfachung immer der Begriff Pooling verwendet, weil der in letzter Zeit gebräuchlicher geworden ist. Stehen Investments verschiedener Investoren in ein Unternehmen unverbunden nebeneinander, spricht man meistens von Co-Investments.

Im Prinzip lassen sich drei rechtliche Formenkreise des Poolings unterscheiden.

Beim Stimmrechtspooling bündeln die Beteiligten ihre Stimmen in der Gesellschafterversammlung des Beteiligungsunternehmens und stimmen immer einheitlich, meist, indem ein sog. Lead Angel für alle gemeinsam auftritt: Jeder hält jedoch selbst seine Anteile an der Gesellschaft

Beim Kapitalpooling legen dagegen die Poolteilnehmer ihre Gesellschaftsanteile zusammen zu einem einheitlichen Gesellschaftsanteil.

Beim Treuhandpooling hält ein Treuhänder die Anteile auf Rechnung der Poolteilnehmer und übt sämtliche Gesellschafterrechte im Außenverhältnis aus, wobei er intern in der Regel an die Weisungen dieser Treugeber gebunden wird.

Die drei verschiedenen Formenkreise des Poolings sollen nachstehend auf folgende Elemente untersucht werden:

- den rechtlichen Gehalt
- Akzeptanz und Praktikabilität im Hinblick auf die gepoolten Investoren, die Start-ups und Folgeinvestoren
- aufsichtsrechtliche Zulässigkeit
- Förderfähigkeit in Bezug auf den INVEST Zuschuss für Wagniskapital

### Stimmrechtspooling

Die rechtliche Ausgestaltung des Stimmrechtspoolings kann durch Stimmvollmacht zwischen den Gesellschaftern auf einen der beteiligten Gesellschafter erfolgen. Der Regelfall aber ist, dass die beteiligten Investoren (nur) bezüglich der Ausübung des Stimmrechts eine Gesellschaft bürgerlichen Rechts (GbR) bilden, was gleichzeitig heißt, dass jeder Gesellschafter nach wie vor seine Anteile an dem Unternehmen behält. Im Gesellschaftsvertrag der GbR finden sich Regelungen über

---

<sup>1</sup> Vgl. auch Lorenz Jellinghaus; Rechtsformen der Syndizierung, in Günther/Kirchhof, Hg. (2018): Angel Investing at its best: Leitfaden für Business Angels II, S. 223 ff, FN. 1

das Beschlussverfahren im Pool, die Bestimmung des Poolsprechers, die Informationsrechte der Mitglieder und die Vollmachtserteilung auf den Poolsprecher.<sup>2</sup> Die Vollmacht kann innerhalb des Pools auch unwiderruflich erteilt werden. Im Verhältnis zu Beteiligten außerhalb des Pools bleibt das Stimmrecht der einzelnen Gesellschafter allerdings erhalten.<sup>3</sup> Möglich ist es auch, dass die Satzung des Beteiligungsunternehmens vorschreibt, dass bestimmte Gesellschaftergruppen ihr Stimmrecht gemeinsam ausüben.<sup>4</sup>

Das Stimmrechtspooling ist die von den Investoren, insbesondere den Business Angels, am meisten bevorzugte Rechtsform des Poolings, eben weil die Gesellschaftsanteile bei den Investoren verbleiben. Auch die Start-ups können damit meist gut leben. Folgeinvestoren und potentielle Käufer sehen hingegen im Stimmrechtspooling ein „weiches Pooling“, das ihre Transaktionen erschweren könnte. Der Poolsprecher sollte daher nicht nur Stimm- und Verhandlungsvollmacht, sondern unwiderrufliche Abschlussvollmacht haben und innerhalb des Pools sollten harte Vertragsstrafen vereinbart sein, wenn ein Gesellschafter dennoch sein nach außen nach wie vor gegebenes Stimmrecht wahrnimmt und damit Entscheidungen blockieren könnte. Dann ergibt dies das von den Folgeinvestoren erwünschte „harte Pooling“.

---

<sup>2</sup> Ein Muster von Tigges Rechtsanwälte eines solchen sog. Konsortialvertrages findet sich im BAND Best Practice Koffer <http://www.business-angels.de/wp-content/uploads/2013/12/Konsortialvertrag-Tigges.pdf>

Das Aufsichtsrecht im Sinne des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB) legt dem Stimmrechtspooling keine Steine in den Weg. Es entstehen keine Anzeige- oder Erlaubnispflichten, ohne dass hier auf die näheren Gründe eingegangen werden soll.

Da beim Stimmrechtspooling die einzelnen Gesellschafter ihre Anteile unmittelbar an dem Beteiligungsunternehmen halten, kann jeder für sich unabhängig von den anderen Poolmitgliedern den INVEST Zuschuss erhalten, wenn die allgemeinen Voraussetzungen vorliegen.

### **Kapitalpooling**

Wesentlich für das Kapitalpooling ist, dass der Pool selbst die Anteile am Beteiligungsunternehmen hält und nicht das einzelne Poolmitglied. Als Rechtsform kann eine GbR gewählt werden oder – so der häufigere Fall – eine GmbH (oder Unternehmergesellschaft - UG -, für die als Form der GmbH in diesem Zusammenhang keine Besonderheiten gelten). Weil derartige festere Bindungen der einzelnen Poolmitglieder, insbesondere im Falle GmbH, mit einem gewissen Gründungsaufwand verbunden sind, werden sie oft für einen längeren Zeitraum und für mehrere Beteiligungen eingegangen. Man spricht dann für die einzelne Beteiligung auch von einem Club-Deal.

<sup>3</sup> Wolfgang Weitnauer (2014), Pools und Investment Clubs: Strukturen und Erlaubnispflichten nach KAGB und KWG, GWR, S. 3

<sup>4</sup> Jellinghaus a.a.O., S. 224

Die einheitliche Stimmabgabe ist bei den Rechtsformen GbR und GmbH per se gegeben. Bei der GbR ist zu beachten, dass Abweichungen vom Einstimmigkeitsprinzip für die interne Beschlussfassung und von der gemeinschaftlichen Geschäftsführung und Vertretung (§709 BGB) festgelegt werden sollten.<sup>5</sup> Bei der GmbH sollte geklärt werden, dass im schriftlichen Verfahren nicht alle Poolmitglieder abstimmen müssen, um einen gültigen Beschluss zu erlangen; es muss dann allerdings die Mehrheit der Stimmen erreicht werden.<sup>6</sup>

Business Angels werden eher zögern, sich für das Kapitalpooling zu entscheiden, wenn für sie eine irgendwie geartete persönliche Hand-on-Unterstützung und -Begleitung der Gründer wichtig ist. Aber es gibt zunehmend auch Angels, die Club-Deals wegen der Vorteile einer festen Zusammenarbeit schätzen. Ähnlich dürften Gründer dies bewerten, je nachdem wie der Bedarf einer Nutzung der Kontakte und Erfahrungen verschiedener Angels eingeschätzt wird.

Das Kapitalpooling ist prinzipiell erlaubnispflichtig nach dem KAGB, da sowohl das Kapitalpooling als GbR als auch als gem. § 1 KAGB „ein Organismus für gemeinsame Anlagen“ ist. Die BaFin hat allerdings anerkannt, dass Ausnahmen von der Erlaubnispflicht in zwei Fallgruppen möglich sind. Wenn sich die Investoren „eigeninitiativ zusammenfin-

den“ oder wenn „den Anlegern des Investitionsvehikels eine unmittelbare und kontinuierliche Entscheidungsgewalt über operative Fragen in Bezug auf das investierte Vermögen zukommt.“ Weil die erste Alternative in ihrem Inhalt relativ unklar ist, dürfte in der Praxis die zweite von größerer Bedeutung sein. Bei einer Pooling-GmbH müsste in der Satzung dann geregelt werden, dass die das investierte Vermögen betreffenden Entscheidungen durch die Gesellschafterversammlung getroffen werden.<sup>7</sup>

Nach den INVEST-Richtlinien<sup>8</sup> sind nur natürliche Personen oder GmbHs (UGs), die höchstens sechs natürlich Personen als Gesellschafter haben, von denen eine voll geschäftsfähig sein muss, INVEST-förderberechtigt. Demnach ist die Pooling GbR nicht INVEST-fähig, die Pooling GmbH (UG) hingegen dann, wenn sie die genannten Voraussetzungen erfüllt.

---

<sup>5</sup> Wolfgang Weitnauer, Syndizierung und Pooling von Business Angels: Vereint ist man stärker? BANDquartal 2/2016 S. 5, <https://www.business-angels.de/bandquartal-2-32016/>

<sup>6</sup> Vgl. Jellinghaus a.a.O. S. 225, der ein Quorum von 86 Prozent vorschlägt.

<sup>7</sup> Im Einzelnen vgl. dazu Roland Kirchhof, Wie ein erlaubnisfreies Pooling durch Angel Investoren gestalten? BANDquartal 2-3/2016 S. 7, abrufbar hier: <https://www.business-angels.de/bandquartal-2-32016/> sowie ders. (2016), Gestaltungsmöglichkeiten für ein erlaubnisfreies Pooling durch Angel Investoren, GWR, 333-337

<sup>8</sup> vom 12.12.2016 – BAnz AT 23.12.2016 B1 - Änderung BAnz AT 22.02.2017 B1

## Treuhand

Bei der Rechtsform Treuhand hält der Treuhänder die Anteile am Beteiligungsunternehmen auf Rechnung des Treugebers und übt sämtliche Gesellschafterrechte im Außenverhältnis aus, wobei er intern in der Regel an die Weisungen des Treugebers nach Maßgabe des Geschäftsbesorgungsrechts gebunden wird. Indem mehrere Investoren in ein Unternehmen einen gemeinsamen Treuhänder bestellen, lässt sich die Rechtsform Treuhand zum Pooling nutzen.

Die Treugeber können und werden ihrerseits ähnlich wie beim Stimmrechtspooling eine interne GbR bilden. Der Treugeber hat allerdings jederzeit das Recht, die Rückgabe des Treuguts zu verlangen. Andere Vereinbarungen zwischen Treugeber und Treuhänder wären steuerlich nachteilig.<sup>9</sup> Aus diesem Grunde wird es regelmäßig eine interne GbR der Treuhänder mit dem Ziel des gemeinschaftlichen Handelns geben.

Für die Bewertung des Treuhandmodells durch Angel Investoren und Gründer dürfte Ähnliches gelten wie beim Kapitalpooling. Bislang wird

das Treuhandmodell in Deutschland eher von erfahrenen Angels genutzt. Dies dürfte der Grund sein, dass Folgeinvestoren es trotz weicher Poolingelemente akzeptieren. Denn erfahrene Investoren wissen, dass Blockaden von Entscheidungen durch einzelne fast immer für alle nachteilig sind.

Beteiligungen in Form von Treuhandmodellen sind nicht INVEST-förderfähig. Nach 4.1.2 Abs. 2, 2. Aufzählungszeichen der INVEST-Richtlinien müssen die Anteile „im eigenen Namen, auf eigene Rechnung und mit eigenem Geld“ erworben werden.

## Fazit

Welches Poolingmodell gewählt wird, muss von den Beteiligten nach Interessenlage und Situation entschieden werden. Zu beachten ist, dass nur das Stimmrechtspooling und das Kapitalpooling in Form einer GmbH (UG) mit bis zu sechs natürlichen Personen die Förderung mit dem INVEST-Zuschuss ermöglichen. Bei Folgeinvestitionen oder Exits erwarten die neuen Investoren aus Sorge vor Blockaden einzelner oft ein hartes Pooling.

---

<sup>9</sup> vgl. Weitnauer a.a.O. FN 4 S. 6

## Mehrwert und Funktionsweise von Syndikaten – Die Sicht der Investoren

Dass es für Start-ups der in der Regel kapitalintensiven Greentech-Branchen durchaus Sinn ergibt, sich bei der Suche nach dem passenden Seed Investor nicht auf Einzelkämpfer zu verlassen, hat der Beitrag von Linda Bergset in diesem Leitfaden eindrücklich dargelegt. Dass es mittlerweile in Deutschland mehrere rechtliche Wege der Gestaltung einer Syndizierung oder eines Poolings gibt, das hat Roland Kirchhof in seinem Beitrag ausführlich erläutert.

Bleibt die Frage nach der Motivation: Warum soll ich es mir als Investor antun, mich nicht nur mit einem selbstbewussten Gründerteam, sondern auch noch mit nicht minder selbstbewussten Co-Investoren zu reiben? Die Antwort auf die Frage mag auf der Hand liegen, soll aber in diesem Beitrag anhand konkreter Erfahrungsberichte erfahrener Business Angels und VC Investoren deutlich gemacht werden.

### **Das Gewicht erhöhen – nach innen *und* außen**

Business Angels erwerben in der Regel Minderheitsanteile an Unternehmen und investieren in den meisten Fällen Summen zwischen 25.000€ und 150.000€.<sup>1</sup> Bei den von Greentech Start-ups aufgerufenen Kapitalbedarfen sind solche Summen schlicht nicht genug, um

sich ein signifikantes Mitspracherecht in der Gesellschafterversammlung des Unternehmens sichern zu können. Die meisten Business Angels sind aber so gestrickt, dass gerade das unternehmerische Agieren einen Großteil ihrer Motivation ausmacht, als privater Investor tätig zu sein. Im Verbund können einzelne Business Angels ihre finanzielle Schlagkraft erhöhen und damit gleichzeitig ihre Position im Gesellschafterkreis verbessern. So verspricht das gesteigerte finanzielle Engagement des Syndikats auch die Chance auf einen Platz im Beirat bzw. Aufsichtsrat des Unternehmens, der einem Einzelinvestor in der Regel versagt bleibt.<sup>2</sup>

Für Business Angels bietet eine Syndizierung unter Kollegen also die Möglichkeit, das eigene Gewicht innerhalb des Unternehmens zu erhöhen und sich ein gewisses Mitspracherecht zu sichern. Natürlich ist eine kontinuierliche Abstimmung unter den Investoren nötig und der einzelne Angel kann oft nur indirekt mitreden bzw. über den Lead-Investor als Mittler und zentralen Ansprechpartner für die Gründer. Das

<sup>1</sup> Vgl. Egelin, Jürgen; Gottschalk, Sandra: Finanzierung von jungen Unternehmen in Deutschland durch Privatinvestoren, Mannheim, April 2014 (ZEW Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH), S. 24. Hier liegt der Median der Business Angel Investitionen zwischen 15.000 und 70.000 € (je nach Branche), wobei es einige wenige Ausreißer nach oben gibt.

<sup>2</sup> Vgl. Rolf Käse, Königsweg (?) Syndizierung/Pooling: Warum als Angel Investor in der Gruppe investieren?, in: Günther/Kirchhof, Hg. (2018): Angel Investing at its best: Leitfaden für Business Angels II, S. 216.

## Wie findet man Gleichgesinnte zum Pooling?

Oft wird es von Business Angels als schwierig betrachtet, sich untereinander zu bestimmten branchentypischen Themen auszutauschen, zu vernetzen oder zu syndizieren, zumal es kaum **branchenbezogene Netzwerke** in Deutschland gibt. Dies gilt auch und gerade für den Bereich **Greentech und Sustainability**.

Mit dem BANDinternen Forum „**Investing in Sustainability**“ im Mitgliederbereich der BANDwebsite bietet BAND seinen Mitgliedern eine erste Möglichkeit, diesem Mangel abzuwehren. Zu den Nachhaltigkeitsbranchen zählen z.B. **Greentech, Cleantech, Energie, Energieeffizienz und Ressourcenschonung** u.w.m. Die Abgrenzungen sind ohnehin unscharf, so dass es vor allem darauf ankommt, was die Angels interessiert.

Moderiert wird das erste Forum von **Willem Bulthuis, Business Angel und Mitglied des BAND Business Angels Beirats**, dem nachhaltige Investments besonders am Herzen liegen.

Weitere Foren zu anderen Themen werden folgen.

Das Forum ist nicht öffentlich, sondern **auf BANDmitglieder beschränkt**, um einen vertrauensvollen Austausch insbesondere unter interessierten Angels zu gewährleisten. Wie man BANDmitglied werden kann, ist unter <https://www.business-angels.de/mitglieder/> zu finden.

setzt sicher Vertrauen voraus, das aber, mit Hartmut Berghoff gesprochen, als „ökonomische Schlüsselvariable“<sup>3</sup> in der Start-up-Finanzierung ohnehin eine wichtige Rolle spielt.

Ein anderer Vorteil von Syndizierung mit qualifizierten und vielleicht sogar namhaften Investoren betrifft die Außenwirkung. Gerade, aber nicht nur für relativ unbekannte Business Angels kann es Gold wert sein, mit bekannten Investoren, seien es Angels oder Venture-Capital-Gesellschaften, gemeinsam zu investieren. Business Angel des Jahres 2001, Alec Rauschenbusch dazu: „Ein Syndikat mit Top-Investoren steigert – zusätzlich zu dem inhaltlichen Mehrwert, den sie bieten, – die Kreditwürdigkeit des Start-ups, dessen Erfolgchancen und potentiell auch die Bewertung in Folgefinanzierungsrunden oder beim Verkauf des Unternehmens.“<sup>4</sup>

Die Bekanntmachung einer Beteiligung mit einem namhaften und in der Branche angesehenen Investor kann für alle Seiten vorteilhaft sein. Ein Beispiel einer solchen Win-Win-Situation ist die Beteiligung von Sunstone Capital, Statkraft Ventures, Partech Ventures und Business Angel Tim Schumacher am Berliner Start-up Zolar im letzten Jahr. Jeder einzelne Investor hätte hier sicher dem Start-up weitergeholfen, aber erst die Kombination aus namhaften, branchenerfahrenen VCs und einem Super Angel sorgt für richtiges Aufsehen in der Szene. Dazu

<sup>3</sup>Berghoff, Hartmut, Vertrauen als ökonomische Schlüsselvariable. Zur Theorie des Vertrauens und der Geschichte seiner privatwirtschaftlichen Produktion, in: Karl-Peter Ellerbrock u. Clemens Wischermann (2004), Die Wirtschaftsgeschichte vor der Herausforderung durch die New Institutional Economics, S. 58-71.

<sup>4</sup> Alec Rauschenbusch, Syndizierung als wesentlicher Erfolgsfaktor für Start-ups und Investoren, in: Günther/Kirchhof Hg. (2018): Angel Investing at its best: Leitfaden für Business Angels II, S. 219.

ist diese Beteiligung ein Beleg dafür, dass es zumindest einige Business Angels gibt, die in ihrer Strahlkraft großen VC-Unternehmen in nichts nachstehen.<sup>5</sup>

### **Herausforderung Kommunikation**

Pooling und Syndizierung bringen für den einzelnen Investor eine Reihe von Herausforderungen mit sich. Im Vergleich zu den USA etwa ist die Bedeutung von Business Angels Syndikaten in Deutschland noch unterentwickelt,<sup>6</sup> wobei jüngere Umfragen nahelegen, dass hier eine Trendwende eingeläutet wurde. So wurden im Jahr 2017 in einer europaweiten Studie 108 deutsche Business Angels befragt, inwiefern Syndizierung für sie relevant sei. In 49 Prozent der Beteiligungen waren die Angels nicht alleine, aber mit anderen Co-Investoren engagiert.<sup>7</sup> Sicher sind diese Zahlen nicht repräsentativ, zeigen aber doch, dass es Angel Investoren in Deutschland gibt, die willens sind, die Herausforderungen von syndizierten Deals auf sich zu nehmen.

Eine der wichtigsten Herausforderungen ist dabei kommunikativer Art. Wie wir schon festgestellt haben, funktionieren Syndikate dann am besten, wenn sie gegenüber dem Start-up und evtl. Folgeinvestoren mit einer Stimme sprechen. Diese Einigkeit nach außen hin ist häufig

---

<sup>5</sup> Pressemitteilung von Zolar zur Sicherung der Finanzierung: <https://www.zolar.de/finanzierungsrunde/>

<sup>6</sup> Vgl. etwa den Halo Report, der gemeinschaftliche Investments von Angel Groups in den USA jährlich analysiert, abrufbar hier: <https://angelresourceinstitute.org/research/report.php?report=111&name=2017%20Annual%20ARI%20HALO%20Report>

das Ergebnis intensiver Diskussionen der gepoolten Investoren untereinander. Es obliegt dann dem Poolführer, etwaige Konflikte und Meinungsverschiedenheiten kommunikativ zu einer Lösung zu führen und nach außen zu vertreten. Dies kann bei einem Dutzend beteiligter Investoren schon einmal unübersichtlich werden, wie Business Angel des Jahres 2015, Rolf Käse, zu berichten weiß: „Gewiss, und dies sollte nicht unerwähnt bleiben, stellt ein solcher Prozess einige Anforderungen an die Kommunikationsfähigkeit des Poolführers. Transparenz und Klarheit in der Darstellung der zur Entscheidung anstehenden Fragestellungen sind unabdingbare Voraussetzungen für die Funktionsfähigkeit des Pools. Der Poolführer assistiert sozusagen in gewissem Umfang dem Management der Gesellschaft bei seinen Aufgaben der Investors Relations.“<sup>8</sup>

Erschwerend kommt hinzu, dass viele Angel Investoren als erfahrene Unternehmer „Alpha-Tiere“<sup>9</sup> sind oder sich zumindest als solche wahrnehmen. Da steht mitunter die sachdienliche Lösung eines Konflikts erst nach dem Beweis der eigenen Durchsetzungsfähigkeit auf der Agenda. Umso wichtiger ist es dann, dass diese Diskussionen im Investorenkreis verbleiben und dem Gründerteam „Luft zum Atmen“ verschafft wird.<sup>10</sup> Getreu dem Motto: besser zehn Investoren streiten sich

<sup>7</sup> Vgl. Matthias Wischnewsky, Daten zu Business Angels in Deutschland – eine Einordnung, in: BANDquartal 1/2018, S. 13-16, abrufbar hier: [https://www.business-angels.de/wp-content/uploads/2018/04/BANDquartal-1\\_18.pdf](https://www.business-angels.de/wp-content/uploads/2018/04/BANDquartal-1_18.pdf)

<sup>8</sup> Rolf Käse, a.a.O., S. 218.

<sup>9</sup> Vgl. Alec Rauschenbusch, a.a.O., S. 219.

<sup>10</sup> Interview mit Alexander Stoeckel, in: BANDquartal, 2-3/2016, S. 20, abrufbar hier: [http://www.business-angels.de/wp-content/uploads/2016/09/BANDquartal\\_2-3\\_161.pdf](http://www.business-angels.de/wp-content/uploads/2016/09/BANDquartal_2-3_161.pdf)

untereinander, als dass das Gründerteam parallel zehn Investoren mit unterschiedlichen Meinungen managen muss.

### **Leading or following?**

Die wichtige Rolle des Lead-Investors ist im Text bereits mehrfach angeklungen. Ob es sich jetzt um ein Stimmrechtspooling handelt oder um eine Syndizierung mittels gemeinsamen Investitionsvehikels: immer wird jemand gebraucht, der gegenüber Gründerteam und weiteren Investoren als Ansprechpartner dient. Gerade institutionelle Investoren in späteren Phasen wissen es sehr zu schätzen, wenn sie einer Business Angel Gruppe mit einem eindeutigen Lead gegenüberstehen<sup>11</sup>. Dieser Lead-Investor ist es, dem diese Aufgabe oftmals über die gesamte Laufzeit eines Investments zuteilwird. Das geht von der Einstiegsphase, in der die Beteiligung organisiert wird, über die Betreuung der Beteiligung bis hin zur Exitphase.<sup>12</sup> Dies ist nicht nur eine lange Zeitspanne, sondern bedeutet auch in jeder Phase eine ganze Menge Arbeit. Zu den allgemeinen Aufgaben eines Lead-Investors zählen die Interessenvertretung der Investoren gegenüber dem Unternehmen, die Koordination des Investitionsprozesses sowie Führung und Betreuung der Beteiligung während der Haltephase.

---

<sup>11</sup> Vgl. etwa Interview mit Dr. Michael Brandkamp in: BANDquartal, 2-3/2016, S. 22-23, abrufbar hier: [http://www.business-angels.de/wp-content/uploads/2016/09/BANDquartal\\_2-3\\_161.pdf](http://www.business-angels.de/wp-content/uploads/2016/09/BANDquartal_2-3_161.pdf)

Schon in der Phase vor dem Investment sind die Aufgaben des Lead-Investors mannigfaltig und reichen von der Organisation der Beurteilung über die Strukturierung der Beteiligung über die Koordination der Due Diligence bis hin zur Abstimmung der Verhandlungen zu Term Sheet und Beteiligungsvertrag. Das alles geschieht selbstredend unter der Einbeziehung der Mitinvestoren und in einem recht straffen Zeitrahmen.

Grundsätzlich muss ein Lead-Investor damit jemand sein, der signifikante unternehmerische Erfahrung sowie kommunikative Fähigkeiten mit sich bringt und im Idealfall Branchenkenner ist, um dann in der Haltephase der Beteiligung für das Unternehmen sowie seine Mitinvestoren wichtige Funktionen zu erfüllen. Konkret bezogen auf den Greentech-Bereich bedeutet dies also, dass es nicht zwingend notwendig ist, fünf Business Angels mit Interesse und Kenntnissen in den grünen Branchen zu einem Syndikat zusammenzuführen. Wenn man einen Lead-Investor oder Poolsprecher findet, der sich in der Branche auskennt, so kann man die Mitinvestoren vornehmlich wegen ihrer Finanzkraft oder allgemeiner kaufmännischer Beratung mit ins Boot holen. Die Rolle als Coach, Mentor und Sparringspartner wird ohnehin bei dieser Konstellation hauptsächlich durch den Lead-Investor ausgefüllt.

<sup>12</sup> Die Darstellung der Aufgaben eines Lead-Investors in diesem Abschnitt folgt im Wesentlichen dem sehr anschaulichen Artikel von Lothar Bopp: Die Rolle des Lead-Investors, in: Günther/Kirchhof, Hg. (2018): Angel Investing at its best: Leitfaden für Business Angels II, S. 255-259.

Geht es dann zum Exit der Beteiligung, ist wieder der Lead-Investor gefragt, der sich intensiv mit der Exit-Strategie, dem zeitlichen Horizont und der konkreten Begleitung der Verhandlungen auseinandersetzt.

Schaut man sich die Aufgaben eines Lead-Investors im Verlauf einer Beteiligung an, so ist verständlich, dass einerseits je nach Phase und Kompetenz im Syndikat die Funktion wechseln kann und andererseits, dass der ein oder andere Business Angel die Frage nach leading or following gerne mit following beantwortet, zumal man sich ja etwa beim Stimmrechtspooling noch einen gewissen Zugriff auf die Gründer bewahren kann.<sup>13</sup>

### **Exkurs: Crowdfunding als Form der Syndizierung?**

Nicht zuletzt eingeläutet durch das Kleinanlegerschutzgesetz 2015 ist der Hype um Crowdfunding zumindest in Deutschland etwas eingeknickt und einige Anbieter und Plattformen sind vom Markt verschwunden. Dies brachte René Klein von für-gründer.de 2017 sogar dazu, Crowdfunding für Start-ups hierzulande für tot zu erklären.<sup>14</sup> Beim Crowdfunding schließen sich oftmals viele hundert Kleininvestoren zusammen, um ein Unternehmen mit mehreren Hunderttausend Euro zu finanzieren. Sie tun dies mittels partiarischen Darlehen, d.h. sie

beteiligen sich nicht offen am Unternehmen und „sprengen“ somit auch nicht die Gesellschafterversammlung.<sup>15</sup>

Sicher sind die Zeiten rasanten Wachstums vorbei, dennoch gibt es nach wie vor etablierte Akteure am Markt, die sich der Start-up-Finanzierung durch die Crowd erfolgreich widmen. Daneben ist ein gängiges Vorurteil gegenüber Crowd-Plattformen, dass sie vor allem solche Unternehmen unterstützen, die über ein B2C-Geschäftsmodell verfügen und somit über die Crowd nicht nur Investoren, sondern auch Kunden direkt ansprechen wollen. Viele vielversprechende Greentech-Start-ups sprechen aber nicht unbedingt den Endverbraucher an und scheinen somit im Vorhinein von Crowdfunding ausgeschlossen zu sein.

Ein Erfolgsrezept von Plattformen wie Companisto und FunderNation scheint dabei unter anderem die Einbindung von Business Angels gemeinsam mit der Crowd zu sein. Hier fungieren erfahrene Angels als Quasi-Lead-Investoren für eine große Anzahl an Kleinanlegern. Die Plattform FunderNation etwa hat dafür ein eigenes Business-Angel-Co-Investing-Modell aufgelegt. Ab einer Summe von 10.000€ können sich Business Angels zu den gleichen wirtschaftlichen Konditionen beteiligen wie die Crowd. Ihre Einflussnahme auf das Unternehmen ist

---

<sup>13</sup> Vgl. Statement von Dr. Norbert Linn in BANDquartal, 2-3/2016, S. 25, abrufbar hier:

[http://www.business-angels.de/wp-content/uploads/2016/09/BANDquartal\\_2-3\\_161.pdf](http://www.business-angels.de/wp-content/uploads/2016/09/BANDquartal_2-3_161.pdf)

<sup>14</sup> René Klein, Crowdfunding: Warum der Markt für Start-ups gescheitert ist, Für-Gründer.de-Blog, 16.02.2017 abrufbar hier: <https://www.fuer-gruender.de/blog/2017/02/crowd-monitor-2016/>

<sup>15</sup> Einen guten Vergleich zwischen offener Beteiligung und Nachrangdarlehen von Tamo Zwinge findet man im BAND Best Practice Koffer auf der BAND-Website, abrufbar hier: <http://www.business-angels.de/crowdfunding-eigenkapital-vs-partiarisches-darlehen/>

gleichwohl höher, da sie im Gegensatz zu den Kleinanlegern eine offene Beteiligung eingehen können.<sup>16</sup> Daneben ist hervorzuheben, dass es bei FunderNation eine eigene Investmentkategorie zur Nachhaltigkeit gibt, in der auch schon diverse erfolgte Finanzierungsbeispiele aufgeführt werden.<sup>17</sup>

Aber kann konkret eine Zusammenarbeit von Crowd und Business Angel funktionieren und wie stehen die Chancen für kapital- und forschungsintensive Greentech-Unternehmen hier Kapital einzusammeln? Dr. Tobias Engelhardt, Business Angel des Jahres 2017, zeigte sich bei einer über die Plattform Companisto abgewickelten Anschlussfinanzierung für das von ihm betreute High-Tech-Start-up copaltec überrascht: „Mich hat vor allem die Schnelligkeit überrascht. Anfang Juni hatten wir das Kickoff-Meeting mit Companisto, drei Wochen später startete die Kampagne [...] Die Finanzierung für Copaltec hat sehr gut funktioniert und wir sprechen gerade über eine erneute Zusammenarbeit mit einem anderen Hochtechnologie-Unternehmen“.<sup>18</sup> Dies spiegelt die Aussagen anderer Business Angels wider, die Erfahrungen mit Crowdinvesting gemacht haben. Offenbar eignet sich diese Form der Finanzierung gut für Brücken- oder Anschlussfinanzierungen auch bei vielleicht etwas sperrigen Hochtechnologie-Start-ups im Industrie- oder Medtech-Bereich<sup>19</sup>. Ein populäres Best Practice im

---

<sup>16</sup> FunderNation entwickelt innovativen Finanzierungsansatz, StartupValley News, 09.02.2017, abrufbar hier: <https://www.startupvalley.news/de/fundernation-entwickelt-innovativen-finanzierungsansatz/>

<sup>17</sup> Website von FunderNation, Erfolgsgeschichten, abrufbar hier: <https://www.fundernation.eu/kategorien/erfolgsgeschichten>

Bereich Greentech steht hier meines Wissens noch aus. Die grundsätzlichen Mechanismen sind aber sicher übertragbar.

### **Fazit: Mehrwert Syndizierung**

Warum also entscheiden sich Investoren dazu, mittels Syndikat ein Unternehmen in der frühen Phase zu unterstützen und was sind Mehrwerte für Business Angels, Gründerteams und VC-Investoren?

Um ihr Gewicht zu erhöhen, sowohl innerhalb des Unternehmens und nach außen, ist es für den einzelnen Business Angel ratsam, sich in eine Gruppe einzubringen. Kommunikative Herausforderungen bestehen zwar auch und besonders innerhalb eines Syndikates. Vorteil des Syndikats? Die Konflikte werden meist intern gelöst und es gibt den Lead-Investor, der den Großteil der kommunikativen Lasten gegenüber Beteiligungsunternehmen und Co-Investoren übernimmt.

Die Vorteile für Start-ups sind ebenfalls ersichtlich. Sie profitieren vom Know-how vieler Investoren, ohne die Schwierigkeiten im Umgang mit einzelnen Personen und Meinungen in der Gesellschafterversammlung und im Unternehmen auf sich zu nehmen. Formell betrachtet hilft das Pooling den Gründern, ihren Cap Table übersichtlich zu halten, was im Hinblick auf Anschlussfinanzierungen ratsam ist.

<sup>18</sup> Interview mit Dr. Tobias Engelhardt, 04. Oktober 2017, [business-angels.de](http://www.business-angels.de), abrufbar hier: <http://www.business-angels.de/crowdinvesting-eigenkapital-vs-partiarisches-darlehen/>

<sup>19</sup> Hier gibt es eine branchenspezifische Crowd-Investing-Plattform mit dem Namen aescuvest, die sich auf medizintechnische Start-ups fokussiert, <https://www.aescuvest.de/>

Erster Ansprechpartner für Anschlussfinanzierungen von Angel Investments sind meist VC-Investoren. Ob nun in der Folge oder als Co-Investoren, VCs wissen die Ordnung und Struktur, die ein Angels-Syndikat mit eindeutigem Lead mit sich bringt, sehr zu schätzen.

Wie sich die Business Angels für ein Syndikat konkret zusammenfinden, steht auf einem anderen Blatt. Eine mögliche Antwort auf diese Frage bietet das BAND-Forum „Investing in Sustainability“ (sh. Kasten S. 17)

Und wann investiert die Crowd konsequent in Greentech-Themen? Vielleicht tut sie das, wenn erfahrene Investoren die Kleinanleger anführen und als (rechtlich nicht verbindliches) Gütesiegel für die Startups fungieren können im Zusammenspiel zwischen Business Angel und Crowd.

## Best Practice - Gemeinschaftliche Beteiligungsgesellschaft von Business Angels

*Der Beitrag ist im Original erschienen in: in: Leitfaden für Business Angels II (2018), hrsg. v. Ute Günther und Roland Kirchhof, S. 229-233.*

Im Kontext des Business Angels Region Stuttgart e.V. (BARS), 2003 in der Landeshauptstadt Stuttgart gegründet, um Start-ups und Angels Investoren in der Wirtschaftsregion Stuttgart zusammenzubringen, wurde 2010 zusätzlich zum Verein eine gemeinschaftliche Beteiligungsgesellschaft für Co-Investments mit dem Namen BARS Beteiligungs GmbH (kurz: BARS GmbH) gegründet, um die Zusammenarbeit der Mitglieder zu stärken und Start-ups noch nachhaltiger zu unterstützen - finanziell und unternehmerisch.

### Ziele und Struktur

Folgende Eckpunkte für die Ziele, die Struktur und die Entscheidungsprozesse der BARS GmbH wurden von den Mitglieder festgeschrieben:

- Die Mitglieder des BARS werden auch Gesellschafter der BARS GmbH.
- Bei der Wahl der GmbH als Rechtsform spielten steuer- und haftungsrechtliche Fragen eine wichtige Rolle.
- Die BARS GmbH beteiligt sich an jungen Unternehmen mit innovativen und chancenreichen Geschäftskonzepten in der Früh- und Expansionsphase.
- Die BARS GmbH betätigt sich nur als Co-Investor.

- Es wird jeweils zwischen 50.000 und 200.000 EUR pro Unternehmen investiert.
- Der Rückfluss des investierten Kapitals erfolgt beim Exit.
- Im Rahmen des Gesellschaftsvertrages erhält jeder Gesellschafter die gleichen Anteile und Stimmrechte.
- Jeder Gesellschafter beteiligt sich mit 25.000 EUR.
- Das Kapital wird in mehrere Zielgesellschaften investiert: in der ersten Finanzierungsrunde zunächst pro Beteiligung 50.000 bis maximal 100.000 EUR.
- Der Gesellschafterkreis ist der eigentliche Entscheider. Die Gesellschafterversammlung ist beschlussfähig, wenn mindestens 50% des stimmberechtigten Stammkapitals anwesend/vertreten sind. In der Gesellschafterversammlung werden die Beteiligungsentscheidungen mit 2/3-Mehrheit der Stimmen gefällt.

### Ablauf der Investmententscheidungen

- Der Lead-Investor verhandelt mit dem Zielunternehmen und schlägt dieses der Geschäftsführung vor.
- Lead-Investor und Geschäftsführung stellen das Unternehmen den Gesellschaftern in einer Gesellschafterversammlung vor.
- Wenn der Beteiligungsvorschlag in der Gesellschafterversammlung eine 2/3-Mehrheit der Stimmen erhält, wird investiert.

- Die Beteiligung erfolgt auf Basis eines maßgeblich vom Lead-Investor ausgehandelten gemeinsamen Beteiligungsvertrages (Pool-Vertrag mit identischen Konditionen).
- Der Lead-Investor betreut das Unternehmen und berichtet über den Stand der Beteiligung.

### **Geschäftsführung**

Für die Geschäftsführung wurde eine detaillierte Geschäftsordnung erstellt. Die beiden Geschäftsführer arbeiten ehrenamtlich bzw. erhalten eine geringe Aufwandsentschädigung und haben insbesondere folgende Aufgaben:

- Einberufung und Durchführung von Gesellschafterversammlungen
- Einholen und Umsetzen von Gesellschafterbeschlüssen
- Ausübung von Gesellschafterrechten bei den Beteiligungsgesellschaften.
- Regelmäßiges Einholen von Informationen über die Beteiligungen von den jeweiligen Lead-Investoren und entsprechende Information der Gesellschafter. Über die Berichte der Geschäftsführung bzw. der Lead-Investoren zum aktuellen Stand der Beteiligungen, erfahren alle Gesellschafter, wie sich die jungen Unternehmen entwickeln, mit welchen Schwierigkeiten sie sich auseinandersetzen müssen, wie sie Probleme lösen und welche Fortschritte sie erzielen.
- Aufstellung der Jahresplanung und des Jahresabschlusses

- Führung der allgemeinen Geschäfte der Gesellschaft

### **Entwicklung der BARS GmbH**

Die BARS GmbH wurde 2010 mit 16 Gründungsgesellschaftern gegründet. Parallel zum Mitgliederwachstum des Vereins wurden in der Folge bis 2017 über Kapitalerhöhungen weitere 27 Gesellschafter mit gleichen Gesellschafteranteilen und Stimmrechten aufgenommen. Das Stammkapital erhöhte sich entsprechend von 32.000 auf 86.000 EUR und das zur Verfügung gestellte Kapital von 400.000 EUR auf insgesamt 1,075 Mio. EUR.

Im Zeitraum 2010 bis 2017 beteiligte sich die BARS GmbH an neun Unternehmen. Diese Unternehmen hatten sich in einer der regelmäßigen Veranstaltungen des BARS präsentiert. Sie sind dort auf ein erstes Interesse einzelner Business Angels gestoßen. Der als Lead-Investor interessierte Business Angel führte die weiteren Beteiligungsgespräche und verhandelte die Konditionen des Beteiligungsvertrages gemäß seinen eigenen Beteiligungsgrundsätzen. Dabei stimmte er sich stets eng mit den BARS Mitgliedern ab, die sich ebenfalls für eine direkte Beteiligung interessierten.

Parallel dazu wurde der Geschäftsführung der BARS GmbH das Unternehmen vorgeschlagen, die zunächst prüfte, ob die gewünschte Beteiligung mit den Zielen der BARS GmbH übereinstimmt. Sie nahm dann

ebenfalls an den weiteren Beteiligungsverhandlungen teil. Die Geschäftsführung der BARS GmbH und der Lead-Investor stellten danach der Gesellschafterversammlung das Verhandlungsergebnis vor. Nach der Zustimmung der Gesellschafterversammlung hat sich die BARS GmbH dem gemeinsamen Beteiligungsvertrag mit den für alle Investoren gleichen Konditionen angeschlossen.

Bei allen neun Unternehmen haben sich mehrere BARS Mitglieder in syndizierter Form direkt beteiligt. Alle neun werden von einem BARS Mitglied als Lead-Investor intensiv betreut, der die Business Angels auch im Beirat des Unternehmens vertritt. Gemeinsam unterstützen die Business Angels (sowohl direkt investierte Business Angels als auch indirekt investierte Gesellschafter der BARS GmbH) ihre Beteiligungsunternehmen bei der Weiterentwicklung. Bereits in vielen Fällen konnten die Business Angels durch gemeinsame Anstrengungen den Beteiligungsunternehmen aus schwierigen Situationen heraushelfen und ganz erheblich zum Erfolg der Start-ups beitragen. Hier war der außerordentliche Wert des gemeinschaftlichen Investierens besonders oft erkennbar. Doch auch bei positiver Start-up-Entwicklung bringen die Business Angels regelmäßig an vielen Stellen ihre vielfältigen Unternehmererfahrungen, ihre unterschiedlichen Branchen- und Technologiekompetenzen und ihre wertvollen Kontakte zugunsten der Start-ups ein. Sie stellen hilfreiche Fragen und helfen oft bei der Optimierung von Strategien, beim Finden von Partnern, bei der Ergänzung

des Managements und natürlich bei der Akquise von frischem Geld oder im Fall eines Exits beim Finden eines Käufers.

Bei fast allen Unternehmen investierten die BARS Mitglieder selbst nochmals gemeinsam in einer zweiten, dritten oder vierten Finanzierungsrunde und sorgten – auch über die Akquise weiterer Finanzierungspartner – dafür, dass weitere Finanzierungsrunden erfolgreich abgeschlossen werden konnten. Das bislang von der BARS GmbH den Beteiligungsunternehmen zur Verfügung gestellte Beteiligungskapital beläuft sich auf über 800.000 EUR. Dabei haben die Business Angels Region Stuttgart gemeinsam große Beträge in diese neun Start-ups investiert: zusammen mit weiteren Finanzierungspartnern insgesamt über 10 Mio. Euro. Zu den weiteren Finanzierungspartnern zählen sowohl externe Business Angels und befreundete Family Offices als auch Venture Capital Unternehmen und öffentliche Beteiligungsgesellschaften wie z.B. KfW, Hightech Gründerfonds und Mittelständische Beteiligungsgesellschaft Baden-Württemberg.

Bislang gab es bei den neun Beteiligungsinvestments zwei Ausfälle. Dabei mussten die Gesellschafter der BARS GmbH u.a. die schwierige Entscheidung treffen, einem sich sehr schlecht entwickelnden Start-up mit einem nachhaltig erfolglosen Management keine weitere Finanzierung zur Verfügung zu stellen. Sie scheinen zudem die übliche Erfahrung von VC-Gesellschaften zu machen, dass die schlechteren Deals gehäuft am Anfang auftreten und die guten Investments oft mehr

Zeit benötigen. Ferner gab es zwei Veräußerungen: bei einer Beteiligung erfolgte ein Asset-Deal und eine Beteiligung wurde an einen strategischen Partner verkauft. Die anderen fünf Beteiligungen werden von ihren Business Angels weiter intensiv unterstützt. Für 2018 sind sowohl weitere Exits als auch neue Beteiligungen geplant.

### **Zusammenfassung und Fazit**

Die Erfahrungen mit der BARS GmbH lassen sich wie folgt zusammenfassen:

1. Die Lead-Investoren konnten die Kompetenzen, Kontakte und Erfahrungen der Gesellschafter der BARS GmbH verstärkt nutzen und damit die Unterstützung der Beteiligungsunternehmen verbessern. Sie konnten mehr Beteiligungskapital für die Start-ups gewinnen – auch über die gemeinsame Initiierung weiterer Finanzierungsrunden – und dabei ihre eigenen Risiken sowie die der direkt beteiligten Business Angels mindern.
2. Die BARS Mitglieder konnten über ihre Rolle als Gesellschafter ihre Beteiligungsinvestitionen diversifizieren, ihre Risiken streuen, ihr Chancenpotential erhöhen und zusätzliche Erfahrungen mit Start-up Beteiligungen sammeln.
3. Mitglieder, die aktuell zu wenig Zeit für die Betreuung eines direkten Investments hatten, konnten als Gesellschafter der BARS GmbH trotzdem aktiv an den Beteiligungsaktivitäten des Business Angels Netzwerks teilnehmen.
4. Neumitglieder, die noch keine Erfahrungen als Lead-Investoren und mit der führenden Betreuung eines Unternehmens hatten, sammelten rasch wertvolle Erfahrungen mit unterschiedlichen Unternehmensbeteiligungen und lernten von der Vorgehensweise erfahrenerer Lead-Investoren - bei begrenztem finanziellen Risiko.
5. Über den Erfahrungsaustausch und die Aktivitäten im Rahmen der BARS GmbH wurde die Zusammenarbeit der Mitglieder im und die Identifizierung mit dem Verein erheblich gestärkt. Die Zahl syndizierter Beteiligungen ist dadurch wesentlich gestiegen.
6. Die BARS Mitglieder sind sich bewusst, dass die BARS GmbH ein ergänzendes Instrument neben der direkten Start-up-Beteiligung darstellt. Im Vergleich zur direkten Business Angel Beteiligung kann man sich als Gesellschafter der BARS GmbH nur indirekt an den Unternehmen beteiligen und sich meist relativ wenig unternehmerisch einbringen. Und den geringeren finanziellen Risiken stehen in der Regel auch nur geringere Gewinnchancen gegenüber.
7. Man kann aufgrund der bisherigen Erfahrungen dennoch festhalten, dass die Vorteile einer ergänzenden, gemeinschaftlichen Beteiligungsgesellschaft bei weitem überwiegen und dass sich die Schaffung sowie der Betrieb der BARS Beteiligungs GmbH bewährt haben.

# Checkliste Rechtsformen Syndizierung

Pooling- und Rechtsform	Erlaubnisfreiheit lt. KAGB	INVEST-Förderfähigkeit	Anmerkungen
Stimmrechtspooling GbR	✓	✓ (individuell pro Angel zu beantragen)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gesellschaftsanteile verbleiben beim Investor</li> <li>• Direkter Zugriff auf die Gründer</li> <li>• Wird evtl. von Folgeinvestoren als „weiches Pooling“ gesehen</li> </ul>
Kapitalpooling GbR	✓ (nur wenn Investoren unmittelbare und kontinuierliche Entscheidungsgewalt über operative Fragen in Bezug auf das investierte Vermögen zukommt)	✗	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Geringerer Gründungsaufwand als GmbH</li> <li>• In der Praxis seltener gewählt als die GmbH, u.a. da INVEST Förderfähigkeit nicht gegeben ist</li> </ul>
Kapitalpooling GmbH/UG	✓ (nur wenn Investoren unmittelbare und kontinuierliche Entscheidungsgewalt über operative Fragen in Bezug auf das investierte Vermögen zukommt)	✓ (max. sechs natürliche Personen als Gesellschafter, Geschäftszweck: Eingehen und Halten bzw. Veräußern von Beteiligungen)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Höherer Gründungsaufwand und feste Bindung der Poolmitglieder, deswegen meist für mehrere Beteiligungen etabliert</li> <li>• Entscheidungen das Vermögen betreffend, müssen in Gesellschafterversammlung getroffen werden</li> </ul>
Kapitalpooling Treuhand	✓	✗	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Trotz weicher Elemente von Folgeinvestoren akzeptiert, da meist von erfahrenen Investoren genutzt</li> </ul>

### Eine Publikation von:

Business Angels Netzwerk Deutschland e.V. (BAND)

Semperstr. 51 | 45128 Essen

[www.business-angels.de](http://www.business-angels.de)

Vorstand: Dr. Günther, Dr. Roland Kirchof

### BAND Förderer und Sponsoren

Gefördert durch:



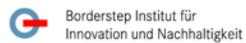
aufgrund eines Beschlusses  
des Deutschen Bundestages

Sponsoren:

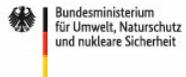


GreenUp  
Invest

### Konsortium



Gefördert durch:



aufgrund eines Beschlusses  
des Deutschen Bundestages

