

## Syndizierung und Pooling

### Inhalt

Editorial .....	2
<b>I. Rechtliche Grundlagen .....</b>	<b>4</b>
<i>Wolfgang Weitnauer</i> Syndizierung und Pooling von Business Angels: Vereint ist man stärker? .....	4
<i>Roland Kirchhof</i> Wie ein erlaubnisfreies Pooling durch Angel Investoren gestalten? .....	7
<b>II. Best Practice Beispiele .....</b>	<b>13</b>
<i>Sigrid Rögner</i> Hidden Champions + Start-ups = succeed 4.0 .....	13
<i>Andreas Chatzis</i> Syndizierung bei Business Angels Region Stuttgart e.V. (BARS) .....	14
<i>Wolf Michael Nietzer</i> Gemeinsame Leidenschaft für Food und Start-ups.....	17
<i>Andreas Stoeckel</i> "Pooling verschafft dem Gründer Luft zum Atmen" .....	18
<i>Roman Huber</i> Was ein institutioneller Investor an Pooling schätzt: Das Beispiel Bayern Kapital.....	21
<i>Interview mit Michael Brandkamp</i> "Wir halten Pooling für einen sehr cleveren Weg" .....	22
<i>BANDquartalsfrage</i> Statements von bei BAND akkreditierten Angels zur Syndizierung.....	24
Impressum .....	26

Die Vorteile der Syndizierung von Beteiligungen liegen für Angel und Start-up klar auf der Hand: gemeinsam können Angel Investoren größere Finanzierungsrunden stemmen als alleine, die Gründer profitieren von einem Vielfachen des Know-hows und Folgeinvestoren sind in der Gruppe auch besser zu akquirieren.

Nachteile? „Zu viele Köche verderben den Brei“, sagt der Volksmund. Das kann auch für Angel Runden gelten, bei denen zwar gemeinsam investiert wird, es sich aber eher um ein Konglomerat von Einzelkämpfern als um eine zielgerichtete Gruppe handelt.

Welche Möglichkeiten der Syndizierung von Deals es gibt und wie sich die Vorteile nutzen lassen, ohne dass potentielle Nachteile ins Gewicht fallen, soll diese Ausgabe von BANDquartal klären.

Im ersten Kapitel werden die **rechtlichen Grundlagen** erläutert. **Dr. Wolfgang Weitnauer** gibt einen pointierten Überblick über die verschiedenen Formen von Syndizierung und Pooling und diskutiert Vor- und Nachteile der Konstruktionen aus rechtlicher Sicht.

Ein Thema, das BAND Vorstand **Dr. Roland Kirchhof** seit geraumer Zeit besonders beschäftigt hat, ist der Umstand, dass Business Angels Syndizierungen seit der Einführung des KAGB evtl. erlaubnispflichtig sein könnten. In seinem Beitrag fasst er noch einmal zusammen, wie man – auch aus der Sicht der BaFin – als Angel Investor auf der sicheren Seite steht.

Mit **Best Practice** ist das zweite Kapitel der Ausgabe überschrieben. Am Beispiel von acceed 4.0 beschreibt **Sigrid Rögner**, wie Start-ups mit Hidden Champions und Business Angels in der Rhein-

Neckar Region zusammengebracht werden können.

Weiter südlich sind die Business Angels Region Stuttgart e.V. aktiv. Seit 2010 verfügt der Verein über eine schlagkräftige gemeinsame Beteiligungsgesellschaft. Deren Konstruktion und Erfolge beschreibt **Dr. Andreas Chatzis** in seinem Beitrag.

Ohne formales Konstrukt kommen die Food Angels aus. **Prof. Wolf Michael Nietzer** erläutert in seinem Artikel die Vorgehensweise einer professionell agierenden Business Angels Gruppe, die eine Vorliebe für gastronomische Geschäftsmodelle hat.

Wie die direkte Zusammenarbeit zwischen VC-Fonds und Business Angels Netzwerk funktionieren kann, davon weiß **Alexander Stoeckel** zu berichten. Schließlich vereint b-to-v die beiden Modelle in einem Unternehmen.

Was institutionelle Investoren an Syndizierung und Pooling zu schätzen wissen, das können **Roman Huber** von BayernKapital und **Dr. Michael Brandkamp** vom HTGF sehr gut erläutern. Beide Gesellschaften verfügen über viel Erfahrung in gemeinsamen Investments mit Business Angels.

Schlussendlich wird die Frage geklärt, wie es die bei **BAND akkreditierten Angels** mit der Syndizierung halten. Ihre Statements unterstreichen das positive Gesamturteil, das sich durch das Heft zieht. Wenn es richtig angegangen wird, ist Syndizierung für alle Beteiligten ein Gewinn.

Ich wünsche Ihnen viel Freude und Erkenntnisgewinn bei der Lektüre!

*Ihr*  
*Matthias Wischnewsky*

# Deutscher Business Angels Tag 2016

## Shaping the future

Workshops      Business Angel des Jahres 2016  
Networking      Start-up Pitches  
Dialog mit der Politik      Level-up Sessions

**BAND** BUSINESS ANGELS NETZWERK DEUTSCHLAND e.V.

11. - 12. Dezember 2016  
Nürnberg

© sumos - fotolia.de

Nur noch bis 31.10. Lerchentarif nutzen:  
[www.businessangelstag.de](http://www.businessangelstag.de)



# I. Rechtliche Grundlagen

Wolfgang Weitnauer

## Syndizierung und Pooling von Business Angels: Vereint ist man stärker?

### Ausgangsüberlegungen

Wenn sich eine Mehrzahl von Business Angels an einem Unternehmen beteiligt, stellt sich häufig die Frage, ob sie dies jeder für sich oder nicht doch gemeinsam als gleichsam geschlossene Anlegergruppe tun (hierzu weiterführend Weitnauer, VC-Handbuch, 5. Aufl., 2016, Teil E 48 ff). Häufig wird ohnehin der Finanzierungsbeitrag eines einzelnen Business Angels nicht genügen, um dem Unternehmen die von ihm benötigte Finanzierung zukommen zu lassen, weshalb sich Business Angels den Finanzierungseinsatz teilen, wodurch sie auch das Risiko des Kapitaleinsatzes auf mehrere Schultern verteilen. Investieren sie gemeinsam, so tun sie dies in der Regel auf Grundlage einer gemeinsamen internen Absprache, die zumindest die Ausübung ihrer Gesellschafterrechte bündelt, wodurch ihre gemeinsame unternehmerische Einflussnahme zunimmt. Eine solche Bündelung der Gesellschafterrechte dient auch dazu, Entscheidungsprozesse zu beschleunigen, indem sich die Business Angels als Poolbeteiligte zumindest auf einen sog. Poolsprecher verständigen, dem sie Stimmrechtsvollmacht erteilen; auf diese Weise wird vermieden, dass eine schnelle Entscheidung der Gesellschafter in einem Umlaufverfahren, für das es grundsätzlich der Zustimmung aller Gesellschafter bedarf, an der vorübergehenden Nichterreichbarkeit eines der Business Angels scheitert. Die Gruppierung hat auch den Vorteil, dass sich Business Angels mit unterschiedlichem Erfahrungshorizont zusammentun und insbesondere Personen mit speziellem Know-how in der Zielbranche einbezogen werden können. Auch kann eine solche Gruppierung gleichsam als „Sounding Board“ für Investitionsentscheidungen dienen. All dies kann man letztlich in dem Leitsatz „Risiko minimieren, Input multiplizieren“ zusammenfassen.

Dabei bieten sich wiederum für ein solches Pooling unterschiedliche Grade der Vergemeinschaftung. Bei der soeben beschriebenen Struktur eines Stimmrechtspools, bei dem die Business Angels nur ihr Stimmverhalten intern durch Erteilung einer Stimmrechtsvollmacht und Verständigung auf ein gemeinsames internes Abstimmungsverfahren

bündeln, bleibt die Gesellschafterstellung der einzelnen Poolbeteiligten erhalten. Doch ist es auch denkbar, dass sich die Business Angels gesellschaftsrechtlich im Rahmen einer Gesellschaft bürgerlichen Rechts zusammenschließen, die sodann nur einen gemeinsamen Anteil an dem Zielunternehmen gesamthänderisch für die Business Angels hält; letztendlich handelt es sich hierbei um eine Art Fondsstruktur, da in diesem Fall die gemeinsame Anlage der Business Angels über ein rechtlich selbstständiges Vermögen erfolgt. Eine einzige Gesellschafterbeteiligung mehrerer Business Angels liegt auch dann vor, wenn sie sich über einen im Gesellschafterkreis allein auftretenden Treuhänder beteiligen, der dann jeweils für die einzelnen Business Angels unterschiedliche Geschäftsanteile hält; in diesem Fall bleiben die Business Angels mittelbare Gesellschafter, sie bleiben aber im Hintergrund, da nur der Treuhänder nach außen als Gesellschafter in Erscheinung tritt.

<b>Stimmrechtspool</b>	<i>Gesellschafterstellung der einzelnen Poolbeteiligten bleibt grundsätzlich unberührt</i>
<b>Kapitalpool</b>	<i>Es wird ein gemeinsamer Anteil an dem Zielunternehmen gesamthänderisch als Gesellschaft bürgerlichen Rechts (GbR) gehalten</i>
<b>Treuhandmodell</b>	<i>Treuhänderisch gehaltene Geschäftsanteile bleiben wirtschaftlich und steuerlich dem jeweiligen Treugeber zugeordnet</i>

### Für und Wider

#### Stimmrechtspooling

Beim Stimmrechtspool bleibt jeder Business Angel selbstständiger Anteilhaber, nur werden die jeweiligen aus der Beteiligung folgenden Verwaltungsrechte im Kreis der Business Angels gebündelt, die hierdurch nach Außen gleichsam nur mit „einer Sprache“ sprechen. Im Poolvertrag wird zwischen den Business Angels dann geregelt, wie sie

sich vor bestimmten Entscheidungen intern abstimmen; der Poolsprecher hat dann sämtliche Stimmen der Business Angels so abzugeben, wie dies die interne Mehrheit der Business Angels beschließt. Da somit die Business Angels sich ihres Stimmrechts nicht entäußern, sondern dieses nur vorab im Kreise der Business Angels ausüben, erscheint es richtig, eine auch unwiderruflich erteilte interne Stimmrechtsvollmacht als wirksam anzuerkennen, obwohl nach dem Abspaltungsverbot das Stimmrecht nicht dauerhaft auf einen anderen übertragen werden kann. Denkbar ist, dass die Business Angels über die reine Stimmrechtsvollmacht hinaus dem Poolsprecher auch eine Abschlussvollmacht, etwa für den Abschluss eines Beteiligungsvertrags in einer weiteren Finanzierungsrunde oder gar für einen späteren Verkauf ihrer Beteiligung, erteilen („hartes Pooling“). Im Hinblick darauf, dass sämtliche Business Angels jeweils persönlich Gesellschafter bleiben, werden sie, auch ohne zusätzliche Regelungen, Partei eines Beteiligungsvertrags und hierdurch gebunden, ebenso auch durch Satzungsregelungen, bspw. durch dort vorgesehene Wettbewerbsverbote.

Im Hinblick darauf, dass im Fall des Stimmrechtspoolings keine gemeinsame Vermögensbeteiligung der Business Angels begründet wird, bewegt sich diese Poolgestaltung von vornherein außerhalb des Anwendungsbereichs des KAGB. Denn das reine Stimmrechtspooling erfüllt nicht den materiellen Investmentfonds begriff von § 1 Abs. 1 KAGB.

### *Kapitalpool*

In diesem Fall wird Gesellschafter nur der Kapitalpool der Business Angels in Form der Gesellschaft bürgerlichen Rechts („GbR“), deren Gesellschafter nur mittelbar an dem Beteiligungsunternehmen beteiligt werden. Steuerlich ist die GbR transparent, ähnlich einer sonstigen Personengesellschaft, so dass die jeweiligen Business Angels Steuersubjekt bleiben, je nachdem ob sie sich persönlich oder auch über eine Beteiligungsgesellschaft beteiligen. Der jeweilige Anteil der Business Angels an dem Zielunternehmen ist im Rahmen der GbR gesamthänderisch gebunden, § 719 BGB; nur über ihren jeweiligen GbR-Gesellschaftsanteil können sie, allerdings nur mit Zustimmung aller übrigen Gesellschafter, verfügen. Besonders zu beachten ist, dass die einzelnen GbR-Gesellschafter im Hinblick auf die einheitliche Beteiligung gesamtschuldnerisch für die dann von der GbR eingegangenen Einlage-

und Zuzahlungsverpflichtungen gem. §§ 422 ff. BGB haften, so dass die Business Angels jeweils für die Bonität ihrer GbR-Mitgesellschafter einzustehen haben. Abweichend vom Grundsatz der gemeinschaftlichen Geschäftsführung der GbR-Gesellschafter nach § 709 BGB kann die Geschäftsführung und damit auch die Vertretungsmacht einem einzelnen Gesellschafter durch den GbR-Vertrag übertragen werden. Hierbei sollte die Vertretungsmacht auf den Abschluss und die Verwaltung der Beteiligung(en) beschränkt werden, um das Risiko einer weitergehenden gesamtschuldnerischen Haftung aus anderen Rechtsgeschäften auszuschließen.

Für den Fall, dass sich das Vermögen der Business Angels im Rahmen eines Kapitalpools rechtlich selbstständig, ist rechtlich ein „Organismus“ für gemeinsame Anlagen im Sinne von § 1 Abs. 1 KAGB gegeben. Die BaFin hat allerdings auf Initiative von Business Angels Netzwerk Deutschland e.V. (BAND) in einem Schreiben vom 08.04.2016 bestimmte Fallgestaltungen definiert (hierzu ausführlich Kirchhof, GWR 2016, 333 ff. *und in dieser Ausgabe ab S. 6, d. Red.*), bei denen ein solcher verfestigter GbR-Zusammenschluss von Business Angels nicht unter den Anwendungsbereich des KAGB fällt, das seinerseits die GbR nicht als registrierungs- oder erlaubnisfähige Rechtsform anerkennt. Ebenso wie bei einer gemeinsamen Beteiligung über eine Kapitalgesellschaft sieht die BaFin den Anwendungsbereich des KAGB dann nur für eröffnet an, wenn die beteiligten Business Angels nicht gemeinschaftlich das Sagen behalten. Daher sollte in jedem Fall (und so ist dies auch ständige Praxis) vorgesehen werden, dass die Gesellschafter nicht dem geschäftsführenden Gesellschafter (oder dem Geschäftsführer bei einer Business Angels-GmbH) freie Hand lassen, sondern insbesondere hinsichtlich der Eingehung einer Beteiligung bzw. dem Verkauf einer Beteiligung gemeinschaftlich hierüber beschließen. Auch fehlt es richtigerweise an dem weiteren Merkmal der gewerbsmäßigen Einsammlung von Kapital, wenn sich ein von vornherein bereits feststehender Anlegerkreis zusammenschließt und sich auch die Vergütung eines Poolsprechers oder Poolinitiators auf einen bloßen Aufwendersersatz beschränkt.

Weiter ist nachteilig zu berücksichtigen, dass der INVEST-Zuschuss Wagniskapital eine GbR, die eigene Rechtspersönlichkeit hat, nicht als förde-

rungsfähigen Investor anerkennt. Vielmehr ist derzeit nach wie vor vorausgesetzt, dass es sich bei dem Investor um eine natürliche Person mit Hauptwohnsitz in der EU oder um eine sog. Business Angels GmbH, bei der ein Gesellschafter mindestens 50% der Anteile halten muss, handeln muss. Diese Limitierung der Rechtsform, die insb. eine UG (haftungsbeschränkt) oder eben auch die GbR für einen Investorenpool nicht anerkennt, sollte überdacht werden.

#### *Treuhandmodell*

Auch dieses Modell bietet den Vorteil, dass sich die Anteile verschiedener kleinerer Gesellschafter in einer Hand bündeln. Werden Geschäftsanteile aus einer Kapitalerhöhung für den Treugeber übernommen und wird im Treuhandvertrag keine Übertragungsverpflichtung für den Fall der Beendigung der Treuhandschaft vorgesehen, bedarf der Abschluss des Treuhandvertrags nicht der notariellen Form. Der Treuhänder hält die Anteile 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.

Der treuhänderisch gehaltene Geschäftsanteil wird steuerlich dem Treugeber als wirtschaftlichem Eigentümer zugerechnet, § 39 Abs. 2 Nr. 1 Satz 2 AO. Dies setzt voraus, dass der Treugeber das Treuhandverhältnis beherrschen und auch grundsätzlich jederzeit die Rückgabe des Treuguts verlangen können muss; nur für bestimmte Zeit darf das Kündigungsrecht ausgeschlossen werden (der BFH hat in einem Urteil vom 21.05.2014 eine Kündbarkeit nach Ablauf eines Jahres mit 12-monatiger Frist als akzeptabel bezeichnet). Diese steuerlich bedingte jederzeitige Kündbarkeit der Treuhänderstellung ist

daher zu bedenken, wenn Hauptmotiv für die Begründung einer treuhänderischen Beteiligung der Gedanke einer Bündelung von kleineren Beteiligungen hinter einem Treuhänder-Gesellschafter sein sollte. Es ist jedoch auch eine gemeinsame Willensbildung der einzelnen Treugeber im Sinne eines Stimmrechtspools wiederum möglich. Dass in diesem Fall das Weisungsrecht gegenüber dem Treuhänder auch nur mehrheitlich ausgeübt werden kann, steht der steuerlichen Anerkennung der Treuhandschaft nicht entgegen.

#### **Fazit**

Das Pooling erhöht die Investitionskraft und den unternehmerischen Einfluss einzelner Investoren und verhindert zum anderen eine Zersplitterung von Gesellschafterrechten aufgrund einheitlicher Außen Darstellung, die eine schnellere Entscheidungsbindung im Gesellschafterkreis ermöglicht. Das Stimmrechtspooling lässt im Gegensatz zum Kapitalpooling die Gesellschafterstellung jedes einzelnen Pool-Mitglieds unberührt und begründet daher keine Erlaubnis- oder Registrierungspflichten nach KAGB. Der INVEST-Zuschuss Wagniskapital kann derzeit von einem Kapitalpool in der Rechtsform einer GbR nicht in Anspruch genommen werden. Er stellt auch ein grundsätzlich in den Anwendungsbe reich des KAGB fallendes und daher reguliertes Investmentvermögen dar, wobei allerdings von der BaFin Ausnahmen anerkannt werden, wenn die beteiligten Business Angels kontinuierlich über die Investments entscheiden oder sich eigeninitiativ zusammenfinden. Steht die Bündelung von Beteiligungen im Außenverhältnis im Vordergrund, kann dieses Ziel auch über ein Treuhandmodell erreicht werden, dass aber aus steuerlichen Gründen eine grundsätzliche Kündbarkeit vorsehen muss, weshalb eine dauerhafte Bündelung in einer Hand hierdurch nicht erreicht wird.

#### **Autor**



**Dr. Wolfgang Weitnauer**, Rechtsanwalt, ist Gründer der Sozietät WEITNAUER Rechtsanwälte. Er ist vor allem tätig für Venture Capital-Fonds und Technologieunternehmen und begleitet vornehmlich Finanzierungsrunden und M&A-Transaktionen. Er ist Autor bzw. Herausgeber des Handbuchs Venture Capital (2015 erschienen in der 5. Auflage), des in 2. Auflage erschienenen BuyOut-Handbuchs, des Beck'schen Formularbuchs IT-Recht (3. Auflage) und Mitherausgeber des 2014 erschienenen Kommentars zum KAGB, ebenfalls im Verlag C.H. Beck. Er ist Mitherausgeber der Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (BKR) sowie schrifteleitender Herausgeber der Zeitschrift für Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht (GWR).

## Wie ein erlaubnisfreies Pooling durch Angel Investoren gestalten?<sup>1</sup>

Deutschen Angel Investoren war zunächst wenig bewusst, dass durch das am 22.07.2013 in Kraft getretene Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) auch Poolings, Club Deals von Business Angels sowie Business Angels Netzwerk Sidecar "Fonds" plötzlich einer Erlaubnispflicht unterworfen sein könnten. Erst ein Artikel von Wolfgang Weitnauer (GWR 2014, S. 1-6) machte deutlich, dass derartige gemeinschaftliche Strukturen sehr wohl unter das KAGB fallen können.

Im weiteren Zeitverlauf hat sich Business Angels Netzwerk Deutschland e.V. (BAND) bei der BaFin um Klärung bemüht, inwieweit es Möglichkeiten gibt, die aufwändige, kostenintensive und letztlich Pooling-Strukturen verhindernde Erlaubnispflicht nach dem KAGB zu vermeiden.

Mit Schreiben vom 08.04.2016 hat die BaFin nach einem langen Dialog mit BAND aufgezeigt, welche rechtlichen Wege aus ihrer Sicht zur Vermeidung der Erlaubnispflicht führen können. Nun geht es darum, für die Praxis auszuloten, wie diese Wege am besten gangbar gemacht werden können.

### **Syndizierung bei Angel Deals in Deutschland**

Auf Nachfrage von BAND hat das ZEW Mannheim bereits im Januar des Jahres eine Sonderauswertung aus dem Gründungspanel des ZEW durchgeführt. Diese zeigt, dass bei mehr als **30%** der jungen Unternehmen der Gründungsjahrgänge 2009-2012 im Hightech-Sektor, die eine Business Angel Finanzierung erhalten haben, mehr als ein Business Angel beteiligt waren oder sind.

Mehr Informationen online: <http://www.business-angels.de/hoher-anteil-von-poolings-bei-business-angels-beteiligungen/>

### **Unmittelbare und kontinuierliche Entscheidungsgewalt der Anleger über operative Fragen**

Ausgangspunkt hierfür ist Abschnitt VI 12 c der ESMA Leitlinie 2013/611 vom 13.08.2013, der besagt, ein Organismus für gemeinsame Anlagen er-

fordere u.a., dass die „Anteilseigner des Organismus - als Gruppe - keine laufende Ermessens- oder Kontrollbefugnis besitzen.“

Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass Ermessens- oder Kontrollbefugnisse als Gruppe den „Organismus für gemeinsame Anlagen“ ausschließen und daher, wenn solche Ermessens- und Kontrollbefugnisse etabliert sind, eine Erlaubnispflicht nach dem KAGB nicht gegeben ist.

Die BaFin stellt hierzu in ihrem Schreiben vom 08.04.2016 fest:

*„In Ihrem Schreiben führen Sie unter Berufung auf die ESMA Leitlinie 2013/11 vom 13.08.2013 zutreffend aus, dass ein Organismus für gemeinsame Anlage im Sinne des § 1 Satz 1 KAGB nicht vorliege, wenn den Anlegern des Investitionsvehikels eine unmittelbare und kontinuierliche Entscheidungsgewalt über operative Fragen in Bezug auf das investierte Vermögen zukommt.*

*Dies trifft zunächst für die von Ihnen beschriebene Konstellation, bei der eine im Innenverhältnis nach dem gesetzlichen Leitbild des § 709 BGB konstituierte „Pooling-GBR“ nach außen von einem von der Gesellschafterversammlung bestimmten und bevollmächtigten Lead Angel vertreten wird, zu. Voraussetzung ist also, dass die Investitionsentscheidungen der Gesellschafter intern nach wie vor gemeinschaftlich getroffen werden.*

*Einen Organismus für gemeinsame Anlage sehe ich auch nicht in der von Ihnen dargestellten Fallkonstellation, bei der die „Pooling-GmbH“ abweichend vom GmbHG in ihrem Gesellschaftsvertrag festlegt, dass alle operativen Entscheidungen im Hinblick auf das Eingehen, Halten und Veräußern von Beteiligungen von der Gesellschafterversammlung und nicht originär von der Geschäftsführung getroffen werden.*

*Sind die Regelungen im Gesellschaftsvertrag wie von Ihnen beschrieben niedergelegt, so bestünde auch in dieser Konstellation keine Erlaubnispflicht nach dem KAGB, da eine laufende Ermessens- und Kontrollbefugnis über das investierte Vermögen im Sinne der ESMA-Leitlinie durch die Gesellschafter hinreichend sichergestellt ist.“*

<sup>1</sup> Dieser Beitrag ist zuerst erschienen in: GWR • Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht, 2016, S. 333ff.

Die ESMA Leitlinie gibt selbst eine Definition der laufenden Ermessens- oder Kontrollbefugnis (ESMA 2013/611 Begriffsbestimmungen S. 4) oder, wie es im englischen Text heißt, der „day-to-day discretion or control“. Danach handelt es sich um eine Form der unmittelbaren und kontinuierlichen Entscheidungsgewalt – unabhängig davon, ob sie ausgeübt wird oder nicht – über operative Fragen in Bezug auf die tägliche Verwaltung der Vermögenswerte des Organismus, die wesentlich weiter reicht als die normale Ausübung von Entscheidungs- oder Kontrollbefugnissen in Form der Abstimmung bei Aktionärsversammlungen über Fragen wie Fusionen oder Abwicklung, die Wahl von Anteilseignervertretern, die Ernennung von Vorstandsmitgliedern oder Abschlussprüfern oder die Feststellung des Jahresabschlusses.

In der deutschen Rechtspraxis sind vor allem die Rechtsformen der GmbH und der Gesellschaft bürgerlichen Rechts (GbR) verbreitet, um Poolings und Club-Deals durchzuführen. Soweit dauerhafte Investitionsvehikel angestrebt werden, die nicht nur für einzelnen Beteiligungen geplant sind, wird im allgemeinen die GmbH bevorzugt, z.B. zur Bildung von Business Angels Netzwerk Sidecar „Fonds“.

#### a) Gesellschaft bürgerlichen Rechts (GbR)

Die GbR (oder auch BGB Gesellschaft) ist in den §§ 705-740 BGB geregelt. § 709 Abs. 1 BGB legt als Grundregel für die Geschäftsführung der GbR fest, dass die Führung der Geschäfte der Gesellschaft den Gesellschaftern gemeinschaftlich zusteht. Es ist für jedes Geschäft die Zustimmung aller Gesellschafter erforderlich. Damit erfüllt die GbR schon per Gesetz die Voraussetzung, dass den Anlegern eine unmittelbare und kontinuierliche Entscheidungsgewalt über operative Fragen in Bezug auf das investierte Vermögen zukommt, wie es die BaFin formuliert.

Der Gesellschaftsvertrag der Pooling GbR darf von dieser Regel keine Ausnahmen vorsehen. Es ist also weder generell noch für einzelne Geschäfte zulässig, davon abweichende Regelungen zu treffen. In Betracht könnte dies höchstens für Entscheidungen kommen, die keinerlei Bezug zu den Aktivitäten als „Investitionsvehikel“ haben. Dafür spricht die o.a. Definition der ESMA, die sich auf die „tägliche Verwaltung der Vermögenswerte“ bezieht und auch die BaFin stellt in ihrem Schreiben einen solchen Bezug zwischen Entscheidungsgewalt und investiertem

Vermögen her. Dennoch empfiehlt es sich eher, bei derartigen Ausnahmen Vorsicht walten zu lassen.

Eine andere Frage ist, inwieweit Mehrheitsentscheidungen zulässig sind. Dabei ist zu unterscheiden zwischen den Erfordernissen des BGB und denen des KAGB/der ESMA Leitlinie. Nach § 709 Abs. 1 BGB ist für jedes Geschäft die Zustimmung aller Gesellschafter erforderlich, was Mehrheitsentscheidungen ausschließt. Will man es bei diesem Prinzip belassen, sollte zumindest durch den Gesellschaftsvertrag der GbR sichergestellt sein, dass die Zustimmung von Gesellschaftern, die aus irgendwelchen Gründen nicht an der Abstimmung teilgenommen haben, fingiert wird. Nach § 709 Abs. 2 BGB kann der Gesellschaftsvertrag jedoch auch Mehrheitsentscheidungen vorsehen.

Die ESMA Leitlinie spricht von der Ermessens- und Kontrollentscheidung des Organismus als „Gruppe“. Daraus wird man schließen müssen, dass es sich um gemeinschaftliche Entscheidungen handeln muss; über den Entscheidungsmechanismus der Gruppe ist damit jedoch keine Aussage getroffen. Da auch Mehrheitsentscheidungen bei einer entsprechenden Regelung des Gesellschaftsvertrages immer der Gruppe insgesamt zuzurechnen sind, schließen die ESMA Leitlinien Mehrheitsentscheidungen der Gesellschafter der GbR nicht aus.

Zu beachten ist, dass die ESMA Leitlinie eine „laufende“ Ermessens- und Kontrollbefugnis verlangt. Daraus folgt, dass nicht nur die grundlegenden Entscheidungen, z.B. die über die Investition, gemeinschaftlich zu treffen sind, sondern alle Entscheidungen, die der GbR im Hinblick auf das Investitionsvermögen zustehen.

#### b) GmbH

Bei der GmbH ist die gesetzliche Rechtslage genau umgekehrt zu der der GbR. Die Führung der Geschäfte, nicht nur die Vertretung der GmbH, obliegt nach § 35 i.V.m. § 46 GmbHG dem/den bestellten Geschäftsführer(n), nicht der Gesellschafterversammlung. Nach § 45 Abs. 1 GmbHG kann allerdings der Gesellschaftsvertrag eine abweichende Regelung für die Führung der Geschäfte vorsehen, soweit nicht die Gesetze entgegenstehen.

Um Erlaubnisfreiheit nach KAGB zu erzielen, muss also die Geschäftsführung - zumindest soweit sie das Investitionsvermögen angeht - durch den Gesellschaftsvertrag der Gesellschafterversammlung



zugewiesen werden. Hinsichtlich der Ausgestaltung im Gesellschaftsvertrag der GmbH gibt die BaFin in ihrem Schreiben vom 08.04.2016 einen Hinweis: Alle „operativen Entscheidungen im Hinblick auf das Eingehen, Halten und Veräußern von Beteiligungen“ müssen – so die BaFin - von der Gesellschafterversammlung getroffen werden. Die Formulierung im Gesellschaftsvertrag der Angel GmbH sollte sich daher an diesen Passus anlehnen.

Ist dies geschehen, gelten die Ausführungen zur GbR sinngemäß.

#### c) Lead Angel

Rechtlich zu unterscheiden ist zwischen der Entscheidung als solcher im Innenverhältnis der Gesellschaft (Geschäftsführung) und der Vertretung dieser Entscheidung nach außen. Die Vertretung der Entscheidung nach außen, also vor allem gegenüber der Beteiligungsgesellschaft und den anderen Gesellschaftern der Beteiligungsgesellschaft z.B. durch einen Lead Angel, wird von der ESMA Leitlinie nicht berührt, wie die BaFin in ihrem Schreiben vom 08.04.2016 bestätigt. Sie verbleibt bei der GmbH prinzipiell Angelegenheit des Geschäftsführers. Im Rahmen des Gesellschaftsvertrags kann die Vertretung auch einem Lead Angel aus dem Kreis der Gesellschafter oder einem außenstehenden Dritten übertragen werden.

Bei der GbR gilt prinzipiell Gesamtvertretung durch alle Gesellschafter (§ 714 i.V.m. § 709 BGB). Jedoch kann auch hier ein Lead Angel bestellt werden, entweder unmittelbar durch den Gesellschaftsvertrag oder durch Beschluss der Gesellschafterversammlung.

Von der Tätigkeit des Lead Angels, der die Rechte der GmbH bzw. der GbR vertritt, zu unterscheiden ist die Tätigkeit eines Vertreters der Gesellschaft im Beirat o.ä. des Beteiligungsunternehmens. Diese Tätigkeit erfolgt prinzipiell weisungsunabhängig und maßgeblich sind ausschließlich die Interessen des Beteiligungsunternehmens.

#### d) Hinzukommen weiterer Investoren

Weder die ESMA Leitlinie noch die BaFin in ihrem Schreiben vom 08.04.2016 gehen auf die Frage ein, ob es für die Erlaubnispflicht schädlich ist, wenn nach Gründung der Pooling GbR bzw. GmbH weitere Gesellschafter hinzutreten. Angesichts der Aussage der ESMA Leitlinie, dass bei gemeinsamer

Entscheidungsbefugnis ein Organismus für gemeinsame Anlagen nicht vorliege, dürfte dies jedoch nicht der Fall sein, weil die Entscheidungsstrukturen auch nach dem Beitritt des weiteren Gesellschafters gleichgeblieben sind.

#### „Eigeninitiatives Zusammenfinden der Investoren“

Nach dem Schreiben der BaFin vom 08.04.2016 gibt es einen zweiten rechtlichen Weg, bei Poolings die Erlaubnispflicht nach KAGB zu vermeiden, nämlich, wenn sich die beteiligten Investoren „eigeninitiativ zusammenfinden“. Offenkundig ist rechtliche Basis für diese Variante, dass die BaFin davon ausgeht, bei eigeninitiativem Zusammenfinden sei die Voraussetzung des Einsammelns i.S.d. § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB nicht erfüllt.

Liegt „eigeninitiatives Zusammenfinden“ vor, spielt es keine Rolle, ob die Investoren die Entscheidungen als Gruppe gemeinschaftlich treffen oder nicht. Auch hier ist lt. BaFin die Rechtsform unerheblich. In einer GmbH könnten also z.B. die Investitionsentscheidungen durch die Geschäftsführung oder einen Investitionsausschuss und nicht durch die Gesellschafterversammlung getroffen werden.

Die Problematik dieser Variante liegt jedoch in der begrifflichen Klärung, was unter „eigeninitiativem Zusammenfinden“ zu verstehen ist. Hinzu kommt, dass die BaFin in zwei verschiedenen Schreiben verschiedene Definitionen dieses Begriffs zur Verfügung stellt.

1. In ihrem späteren Schreiben vom 08.04.2106 grenzt die BaFin „eigeninitiatives Zusammenfinden“ wie folgt ab:

*„Wenn sich einige Anleger infolge einer Präsentation des Geschäftsmodells eines Start-up-Unternehmens beteiligen möchten und in der Folge für dieses Investment eigenständig eine Pooling-Gesellschaft gründen und die Details der Beteiligung (Due Diligence, Bewertung etc.) mit dem vorgestellten Unternehmen aushandeln, liegt ein eigeninitiatives Zusammenfinden vor. Hilfestellungen wie Musterverträge oder die Einschaltung von Dienstleistern zur Durchführung der Bewertung für die Anleger schließen ein eigeninitiatives Zusammenfinden nicht per se aus.“*

*Anders verhält es sich dagegen, wenn den Anlegern auf entsprechende Anfrage hin eine individuelle, zeichnungsfähige Beteiligungsmöglichkeit an dem Zielunternehmen gefertigt wird. Dabei handelt es*

*sich lediglich um die marktübliche Situation, dass ein aufzulegender Spezial-AIF auf die Wünsche der Anleger zugeschnitten wird. Genau diese Tätigkeit ist aber ohne Weiteres von der Geschäftstätigkeit der Kapitalbeschaffung für einen AIF umfasst.“*

Die BaFin geht bei dieser Beschreibung offenkundig von einem Pooling aus, das nur für einen Deal geschlossen wird. Sie stellt dabei entscheidend darauf ab, ob das Business Angel Syndikat selbst die Details der Beteiligung erarbeitet und aushandelt. Dabei beschreibt die BaFin eine Reihenfolge, wonach zunächst die Pooling Gesellschaft gegründet wird und dann die Details der Beteiligung geklärt und festgelegt werden. In der Praxis wird die Reihenfolge oft umgekehrt sein. Man verhandelt zwar bereits als Gruppe und verteilt einzelne Aufgaben auf die Gruppenmitglieder, der formelle Zusammenschluss als GbR oder GmbH folgt jedoch erst, wenn die wesentlichen Details geklärt sind. Es ist also zu fragen, ob diese Reihenfolge zwingend notwendig ist.

Der ausschlaggebende Gesichtspunkt der BaFin dürfte sein, dass der Deal noch nicht „strukturiert“ ist, worauf auch der Hinweis auf die „marktübliche Situation bei Spezial-AIF“ hindeutet. Demgemäß müsste die zeitliche Reihenfolge zwischen formellem Pooling und Festlegung der Beteiligungsdetails irrelevant sein. Infolgedessen müsste es auch zulässig sein, dass ein weiterer Investor zur Pooling-Gruppe hinzustößt, solange die Details noch nicht endgültig festgelegt sind.

2. Schwierigkeiten bereitet, dass die BaFin in einem vorangegangenen Schreiben eine andere Definition von „initiativ zusammenfinden“ verwendet hat. In diesem Schreiben vom 03.12.21015, in welchem sie zu einem von BAND vorgestellten abstrahierten Fallbeispiel der Gründung einer Beteiligungs-GmbH aus einem Business Angels Netzwerk heraus Stellung nimmt, teilt sie mit:

*„Die zunächst beabsichtigte Gründung der Beteiligungsgesellschaft stellt sich mir, unter Zugrundelegung Ihrer Angaben, so dar, dass sich zunächst eine Anzahl von Business Angels (jeweils als GmbH firmierend) und einige mittelständische Unternehmen (jeweils Kapitalgesellschaften) zusammenfinden, um gemeinsam eine „geschlossene“ Beteiligungsgesellschaft zu gründen. Dabei gehe ich davon aus, dass sich die Mitglieder offenbar aus eigenem Antrieb zusammengefunden haben und keine Investo-*

*ren direkt oder durch beauftragte Dritte angesprochen wurden. Die Aufnahme von Investoren, die sich eigeninitiativ ein Vehikel gründen, stellt kein Einsammeln von Kapital dar. Damit würde es bei der beabsichtigten Gründung der Beteiligungsgesellschaft an dem Tatbestandsmerkmal „Einsammeln von Kapital“ fehlen.*

*Demgegenüber stellt sich die Vorstellung der Beteiligungsgesellschaft an Nichtmitglieder im Rahmen eines Treffens des Business Angels Netzwerkes, unter Zugrundelegung Ihrer Darstellung des Fallbeispiels, als ein direktes Ansprechen weiterer Investoren dar, so dass hier von einem Einsammeln von Kapital auszugehen ist. Damit wären sämtliche Tatbestandsvoraussetzungen des 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB gegeben, so dass das Vorliegen eines Investmentvermögens zu bejahen wäre.*

*Insofern wird nochmals besonders hervorgehoben, dass es für die Bejahung des Tatbestandsmerkmals „Einsammeln von Kapital“ maßgeblich darauf ankommt - vorausgesetzt, dass es nicht an einem anderen Tatbestandsmerkmal des § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB fehlt - ob der Organismus oder eine Person oder ein Unternehmen für Rechnung dieses Organismus direkte oder indirekte Schritte unternimmt, um gewerblich bei einem oder mehreren Anlegern Kapital zu beschaffen.“*

Es ist also nach dieser Aussage der BaFin nicht maßgeblich, dass der Deal erst noch im Detail von den Beteiligten geklärt werden muss. Das wäre in dem Fallbeispiel auch gar nicht möglich gewesen, da es sich um eine auf Dauer angelegte GmbH handelte, die gebildet wurde, ohne dass die Beteiligten bereits einen konkreten Deal vor Augen hatten. Vielmehr bemüht sich die BaFin hier, eher am Wortsinn von „eigeninitiativ zusammenfinden“ zu bleiben, wobei die Schwierigkeit in der Begriffskombination „eigeninitiativ zusammenfinden“ selbst liegt. Denn dass die Initiative zu einer Maßnahme gemeinschaftlich ergriffen wird, ist im strengem Wortsinne kaum möglich, weil immer wohl einer die Idee hat und dann andere anspricht, während die gleichzeitige Initiative von mehreren allenfalls ein ganz seltener Ausnahmefall sein kann.

Betrachtet man in diesem Lichte die Aussage der BaFin, so dürfte in jedem Falle dann eigeninitiatives Zusammenfinden gegeben sein, wenn sich im Rahmen einer Veranstaltung spontan mehrere Beteiligte bereit erklären, sich zu beteiligen und die De-

tails der Bildung des Vehikels noch bestimmt werden müssen. Ist das Vehikel dagegen gegründet und es sollen weitere Beteiligte hinzukommen, dürfte hingegen schon „Einsammeln von Kapital“ vorliegen.

Im Ergebnis unterscheidet sich damit diese Definitionsvariante nicht wesentlich von der zuvor genannten.

Leider bleiben damit immer noch viele in der Praxis auftretende Situationen rechtlich ungeklärt, wenn der Weg „eigeninitiatives Zusammenfinden“ gewählt wird.

### **Keine Gewerblichkeit des Einsammelns - ESMA/2013/611 Tz. 13?**

Nach der Leitlinie ESMA/2013/611 Tz. 13, S. 6, setzt ein Einsammeln von Kapital u.a. voraus, dass Schritte unternommen werden, um gewerblich bei Anlegern Kapital zu beschaffen („Geschäftstätigkeit“). Im englischen Originaltext der Leitlinie ist von „commercial activity“ die Rede. Das KAGB verwendet den Begriff in § 1 Abs. 1 Satz 1 zwar nicht, jedoch ist die ESMA Leitlinie für die Auslegung des KAGB verbindlich (ESMA/2013/611 Tz. 4 S. 4).

Den Überlegungen von BAND folgend zu prüfen, ob es Pooling Strukturen gibt, die nicht als Geschäftstätigkeit einzustufen sind und somit erlaubnisfrei wären, ist die BaFin allerdings nicht gefolgt.

Sie betont im Schreiben vom 08.04.2016:

*„Entgegen Ihren Ausführungen liegt jedoch ein gewerbliches Anwerben im Hinblick auf die Ausführungen in den Leitlinien von ESMA auch dann vor, wenn es sich bei den Anlegern um Privatpersonen handelt, die ihr privates Vermögen investieren wollen. Auch bei regulierten Fonds ist die Investitionshandlung der einzelnen Anleger zumeist eine private Aktivität im Rahmen ihrer Vermögensverwaltung.“*

*Es kommt somit nicht darauf an, ob die Anleger gewerblich oder privat handeln, sondern lediglich darauf, ob der Organismus oder für ihn handelnde Personen oder Einrichtungen, wozu auch Vereine zählen, direkte oder indirekte Schritte unternehmen, um gewerblich bei einem oder mehreren (Privat-) Anlegern Kapital zu beschaffen.“*

Geht man von diesen Ausführungen der BaFin aus, so bestätigt sie, dass es auf das gewerbliche Einsammeln durch den Organismus ankommt, so dass

die Frage bleibt, ob es Fallgestaltungen geben kann, bei denen rechtlich ein nicht gewerbliches Einsammeln durch einen Organismus vorliegt. Hervorzuheben ist, dass sich die Gewerblichkeit auf den Vorgang des „Einsammelns“ beziehen muss (Weitnauer GWR 2014, III 1 c S. 5). Deswegen kann es auf die interne Struktur einer GbR nicht ankommen; vielmehr kann diese auch Business Angel Investment GmbHs als Gesellschafter haben (Weitnauer a.a.O.). Ist die Poolinggesellschaft eine GmbH, gilt allerdings § 13 GmbHG, so dass auch das Einsammeln gewerblicher Natur ist. Bedeutung könnte die fehlende Gewerblichkeit für die Erlaubnisfreiheit nach KAGB somit bei GbR-Poolingstrukturen erlangen, die die Entscheidungsmacht auf einen Lead Angel oder ein Investmentkomitee übertragen haben und die sich nicht „initiativ zusammengefounden“ haben. Voraussetzung dürfte allerdings sein, dass weder der Lead Angel noch die Komiteemitglieder – von einer Aufwandsentschädigung abgesehen – eine Vergütung erhalten.

Wenn z.B. eine derartige Pooling GbR weitere Investoren im privaten Bekanntenkreis oder im Business Angels Netzwerk anspricht, fehlt es m.E. an der Gewerblichkeit des Einsammelns. Ebenso dürfte die Gewerblichkeit fehlen, wenn die Pooling GbR für ein einmaliges, einzelnes Investment gebildet wurde und dann zur Erhöhung der Investitionskraft weitere Investoren angesprochen werden, der GbR beizutreten. Das Ansprechen der weiteren Investoren ist keine „commercial activity“, keine gewerbliche Aktivität, die ja eine nachhaltige Betätigung sein muss, sondern reine Vermögensverwaltung. Auch Mitarbeiterbeteiligungs-GbRs mit solchen internen Strukturen sind nicht erlaubnispflichtig (Weitnauer, GWR 2014, III 2 b S. 6 zur Erlaubnispflicht nach § 32 KWG)

### **Fazit**

Der sicherste und einfachste Weg, um die Erlaubnispflicht von Pooling- oder Club Deal-Strukturen zu vermeiden, ist festzulegen, dass den Investoren eine unmittelbare und kontinuierliche Entscheidungsgewalt über operative Fragen in Bezug auf das investierte Vermögen zukommt. Bei der GbR ergibt sich dies bereits aus der gesetzlichen Regelung des BGB, bei der GmbH muss der Gesellschaftsvertrag eine entsprechende Bestimmung enthalten. Dies hindert nicht, einen Lead Angel zu bestellen, der die Interessen der Poolingstruktur gegenüber dem Beteiligungsunternehmen vertritt. In einer Vereinbarung mit dem Lead Angel sollte aber

sichergestellt sein, dass ihm darin keine Entscheidungsrechte für die Struktur eingeräumt werden.

Nur wenn es gewichtige Gründe gibt, den Investoren nicht die unmittelbare und kontinuierliche Entscheidungsgewalt über operative Fragen einzuräumen, sollte versucht werden, durch „eigeninitiatives Zusammenfinden“ die Erlaubnispflicht zu vermeiden. Angesichts der definitorischen Schwierigkeiten mit diesem Begriff wird man vor Überraschungen aber nicht immer sicher sein. Es dürfte sich auch kaum eine Rechtspraxis hierzu herausbilden, da die Frage immer nur dann problematisiert werden wird, wenn es später zu Streit zwischen den Investoren oder mit den Beteiligungsunternehmen kommt. Es kann dann die Beweislage verbessern, wenn in den Gesellschaftsvertrag eine Formulierung aufgenom-

men wird, z.B. als Präambel, wonach sich die Gesellschafter eigeninitiativ zusammengefunden haben, um die Gesellschaft zu gründen. Auch die BaFin verweist in ihrem Schreiben vom 08.04.2016 darauf, dass es letztlich auf die „Würdigung der relevanten vertraglichen Unterlagen ankomme“ und verweist dazu auf die Rechtsprechung des Bundesverwaltungsgerichts (BVerwG Urt. v. 22.09.2004 – 6 c 29.03 – juris Tz. 24).

Nicht eindeutig geklärt hat die BaFin bisher, ob es Fallgestaltungen geben kann, bei denen die Erlaubnispflicht wegen der fehlenden Gewerblichkeit des Einsammelns entfällt. Allerdings wäre der Anwendungsbereich dieser Variante ohnehin wohl nur sehr schmal und bei einer GmbH, anders als bei einer GbR, unzulässig.

#### Autor



**Dr. Roland Kirchhof** ist seit 2001 Co-Vorsitzender von Business Angels Netzwerk Deutschland e.V. (BAND), Verband der Angel Investoren und ihrer Netzwerke in Deutschland. Der an der LMU in München promovierte Volljurist nahm zunächst eine Verwaltungslaufbahn. Er war in der Staatsverwaltung des Freistaats Bayern, der Landesverwaltung NRW, als Beigeordneter des Landkreistages NRW und zuletzt als Chef der Stadtverwaltung Herne tätig. Weiter war er Anwalt und Geschäftsführendes Vorstandsmitglied von pro Ruhrgebiet. Gegenwärtig ist er außerdem Vorstand der Business Angels Agentur Ruhr e.V. (BAAR) und Geschäftsführer der Startbahn Ruhr GmbH, die Gründungsförderung und Gründungswettbewerbe betreibt.

### Hidden Champions + Start-ups = succeed 4.0

#### Ausgangslage

Das Heilbronner Umfeld ist als Region der Hidden Champions bekannt. Die Unternehmen in der Region stehen für Hightech, deutsche Ingenieurskunst und schnelle Gesellschafterentscheidungen. Bei den Herausforderungen der vierten industriellen Revolution geht es hauptsächlich um Anforderungen in der Digitalisierung, denen durch die Verbindung von Ingenieurskunst und viel IT-Know-how begegnet werden kann. Die Frage vieler mittelständischer Unternehmen muss sein, ob sie tatsächlich die IT-lastigen Anforderungen, die eine Digitalisierung der industriellen Produktion und Verknüpfung mit sich bringt, mit eigenem Personal selbst stemmen können oder Innovationszukäufe und Kooperationen nötig werden.

Aus diesem Grund versucht das venture forum neckar e.V. bereits seit vielen Jahren mittelständische Unternehmen mit technologieorientierten Start-ups zusammenzubringen und erste Beteiligungen und Kooperationen zu initiieren. Bereits 2013 wurde dazu erstmalig ein Industrie 4.0 Kongress in Heilbronn durchgeführt, der in seiner vierten Auflage 2016 bei der Bechtle AG in Neckarsulm stattfindet.

Einige über das venture forum finanzierte Unternehmen zeigen, dass die Kombination funktioniert. Oftmals scheitern Beteiligungen bzw. die Zusammenarbeit von mittelständischen Unternehmen und Start-ups aber daran, dass die mittelständischen Unternehmen den Umgang mit Start-ups nicht gewohnt sind bzw. niemanden haben, der sich mit dieser Art von Beteiligungen beschäftigt oder aber Start-ups in einer frühen Phase sich nicht an ein mittelständisches Unternehmen binden wollen.

#### Die Idee

Grundsätzlich ist festzuhalten, dass mittelständische Unternehmen ein hohes Interesse an innovativen Start-ups haben (müssen) und Start-ups aus der Zusammenarbeit mit Mittelständlern nicht nur Kapital, sondern breites technisches Know-how ziehen können. Ein industrieller Marktzugang ohne Unterstützung von Marktteilnehmern ist für die meisten Start-ups gar nicht möglich. Allerdings ist oftmals eine direkte Beteiligung von strategischen Investoren an Start-ups nicht erwünscht.

Um den Umgang miteinander zu erleichtern und die Zusammenarbeit zu optimieren, wurde im Oktober 2015 succeed 4.0 geboren, eine Beteiligungsgesellschaft mit Gesellschaftern aus dem mittelständischen Umfeld und zwei Business Angels.

Neben dem Kapital, das in succeed 4.0 eingebracht wurde, stellen die Gesellschafter eine breite technische Expertise, unternehmerisches Know-how und Pilotprojekte zur Verfügung.

Die Gesellschafter sind:

- Bechtle AG, die als IT-Spezialist mit über 7.000 Mitarbeitern einen guten Überblick und Zugang zum industriellen Markt haben
- Christian Bürkert GmbH & Co. KG, Hidden Champion im Bereich von Mess-, Steuer- und Regelungssystemen für Flüssigkeiten und Gase
- Komet Group, Zerspanungswerkzeuge und Technologie für innovative Zerspanungsoperationen
- Wittenstein AG, Innovationstreiber in der Mechatronik mit Technologien für elektromechanische Antriebssysteme
- Lafam Holding, ein erfahrener Business Angel und ehemaliger Unternehmer
- RMC, ein erfahrener Business Angel und ehemaliger Unternehmer

#### Praktische Umsetzung und Arbeitsweise

Start-ups aus dem Industrie 4.0 Umfeld bewerben sich direkt bei der Beteiligungsgesellschaft succeed 4.0. Nach ersten Gesprächen zwischen Start-ups und der Geschäftsführung, stellt letzere die Unternehmen dem Beirat oder den Gesellschaftern von succeed 4.0 vor - und man stimmt sich ab, wer die nötige Expertise hat, um sich mit dem Unternehmen weiter zu unterstützen. Der Beirat von succeed 4.0 entscheidet über ein Termsheet. Dabei kann es auch darum gehen, ob z.B. eines der Gesellschafterunternehmen ein Pilotprojekt mit dem Start-up durchführt, um abschätzen zu können, ob die Akzeptanz des Produktes überhaupt da ist.

Geht es um eine Finanzierungsentscheidung, sitzen alle Gesellschafter an einem Tisch und beschließen, welche Unternehmen finanziert werden. Finanziert werden können bis max. € 500.000 über succeed 4.0,

sehr gerne mit anderen Finanzierungspartnern. Die Gesellschafter haben die Möglichkeit, als Sideinvestoren mit zu finanzieren, wenn das Start-up einverstanden ist. Bis dahin unterscheidet sich acceed 4.0 aber nicht wesentlich von Beteiligungsunternehmen – außer, dass der Fokus im industriellen 4.0 Umfeld liegt und die Start-ups einen relativ langen Entwicklungszeithorizont haben.

### Finanzierung und was noch?

Generell wird immer eine Beiratsbeteiligung durch einen unserer Gesellschafter oder die Geschäftsführung angestrebt, so dass die Unternehmen nach der Beteiligung aktiv betreut werden können.

Außerdem hat man sich nach der ersten Beteiligung von acceed 4.0 darauf geeinigt, dass zukünftig alle finanzierten Start-ups eine Roadshow bei den Gesellschaftern durchführen. Das heißt, das Start-up erhält die Möglichkeit, bei jedem der Gesellschafter vor Ort sein Produkt und seine Zukunftsvisionen vorzustellen. Im Gegenzug stellt ebenfalls der jeweilige Gesellschafter sein Unternehmen und seine Produkte vor. Anschließend wird darüber diskutiert, wie oder ob man zukünftig miteinander arbeiten kann, bzw. welche Anknüpfungspunkte es geben könnte.

Dabei kann es um Hilfestellung in der Produktion gehen, die das Start-up zu diesem Zeitpunkt selbst nicht lösen kann, aber vor allem auch um Netzwerke, Pilotprojekte, Ausstellungen, Kontakte u.v.m.

### Erste Erfahrungen

Wir haben bisher sehr viele positive Rückmeldungen von Start-ups erhalten. Mittlerweile wurde eine Beteiligung getätigt und erste Pilotprojekte wurden über acceed 4.0 initiiert. Es geht sicher in diesem Umfeld nicht um schnell verdientes Geld: Die Ideen der Start-ups, wie auch alle anderen Neuheiten der Industrie 4.0, brauchen meistens deutlich länger in der Umsetzung als geplant, weil die neuen Produkte häufig in die Prozesse der Kunden eingreifen und die Akzeptanz oft noch nicht da ist. Für eine Digitalisierung der Deutschen Wirtschaft und für die weitere gute Positionierung im Weltmarkt sind diese Projekte und Produkte langfristig aber zwingend nötig.

acceed 4.0 bietet einen guten Ansatz zur Problemlösung: unsere Gesellschafter erhalten einen frühen Zugang zu neuen Technologien und die Start-ups erhalten Kapital mit Hilfestellung und operativer Kompetenz, ohne dass in die freie unternehmerische Entwicklung eingegriffen wird.

#### Autorin



**Sigrid Rögner** ist Geschäftsführerin von acceed 4.0. Seit 2007 ist sie außerdem als Geschäftsführerin des venture forum neckar erste Ansprechpartnerin für die Investoren des Netzwerks und die Unternehmen auf Beteiligungssuche. Nach einer Ausbildung zur Industriekauffrau und ihrem Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Fachhochschule Gießen-Friedberg war sie viele Jahre als Leiterin des Controllings im Gesundheitsbereich tätig. Seit 2002 beschäftigt sie sich mit Gründungen im technologieorientierten und wissenschaftlichen Umfeld.

Andreas Chatzis

## Syndizierung bei Business Angels Region Stuttgart e.V. (BARS)

Der Business Angels Region Stuttgart e.V. (BARS) wurde 2003 gegründet. Um die Start-ups in der innovationsstarken Wirtschaftsregion Stuttgart bei der Frühphasenfinanzierung noch nachhaltiger zu unterstützen und die Zusammenarbeit der Mitglieder zu stärken, gründeten die Mitglieder des BARS e.V. 2010 zusätzlich zum Verein eine gemeinsame Beteiligungsgesellschaft für Co-Investments mit

dem Namen BARS Beteiligungs GmbH (kurz: BARS GmbH).

Dabei legten die Mitglieder folgende Eckpunkte für die Ziele, die Struktur und die Entscheidungsprozesse der BARS GmbH fest:

1. Alle Vereinsmitglieder werden auch Gesellschafter der BARS Beteiligungs GmbH.

2. Die BARS GmbH beteiligt sich an jungen Unternehmen mit innovativen und chancenreichen Geschäftskonzepten in der Früh- und Expansionsphase.
3. Die BARS GmbH betätigt sich nur als Co-Investor.
4. Es wird jeweils zwischen 50 und 200 T€ pro Unternehmen investiert.
5. Der Rückfluss des investierten Kapitals erfolgt beim Exit.
6. Die Mitglieder wählten die GmbH als Rechtsform. Dabei spielten steuer- und haftungsrechtliche Fragen eine wichtige Rolle.
7. Im Rahmen des Gesellschaftsvertrages erhält jeder Gesellschafter die gleichen Anteile und Stimmrechte.
8. Jeder Gesellschafter beteiligt sich mit 25 T€.
9. Das Kapital wird in mehrere Zielgesellschaften investiert: zunächst pro Beteiligung bis max. 100 T€.
10. Der Gesellschafterkreis ist der eigentliche Entscheider.
  - a. Die Gesellschafterversammlung ist beschlussfähig, wenn mindestens 50% des stimmberechtigten Stammkapitals anwesend/vertreten sind.
  - b. In Gesellschafterversammlungen werden die Beteiligungsentscheidungen mit 2/3-Mehrheit der Stimmen gefällt.
11. Ablauf der Investmententscheidungen:
  - a. Der Lead Investor verhandelt mit dem Zielunternehmen und schlägt dieses der Geschäftsführung vor.
  - b. Lead Investor und Geschäftsführung stellen das Unternehmen den Gesellschaftern in einer Gesellschafterversammlung vor.
  - c. Wenn der Beteiligungsvorschlag in der Gesellschafterversammlung eine 2/3-Mehrheit der Stimmen erhält, wird investiert.
  - d. Die Beteiligung erfolgt auf Basis eines maßgeblich vom Lead Investor ausgehandelten gemeinsamen Beteiligungsvertrages (Pool-Vertrag mit identischen Konditionen).
  - e. Der Lead Investor betreut das Unternehmen und berichtet über den Stand der Beteiligung.
12. Die beiden Geschäftsführer arbeiten ehrenamtlich bzw. erhalten eine geringe Aufwandsentschädigung und haben insbesondere folgende Aufgaben:
  - a. Einberufung und Durchführung von Gesellschafterversammlungen
  - b. Einholen und Umsetzen von Gesellschafterbeschlüssen
  - c. Ausübung von Gesellschafterrechten bei den Beteiligungsgesellschaften.
  - d. Regelmäßige Einholung von Informationen über die Beteiligungen vom Leadinvestor und entsprechende Information der Gesellschafter
  - e. Aufstellung der Jahresplanung und des Jahresabschlusses
  - f. Führung der allgemeinen Geschäfte der Gesellschaft
  - g. Zudem wurde eine detaillierte Geschäftsordnung für die Geschäftsführung erstellt.

Die BARS Beteiligungs GmbH wurde 2010 mit 16 Gründungsgesellschaftern gegründet. Parallel zum Mitgliederwachstum des Vereins wurden in der Folge bis 2016 über Kapitalerhöhungen weitere 21 Gesellschafter mit gleichen Gesellschafteranteilen und Stimmrechten aufgenommen. Das Stammkapital erhöhte sich entsprechend von 32 auf 74 T€ und das zur Verfügung gestellte Kapital von 400 auf insgesamt 925 T€.

Im Zeitraum 2010 bis 2016 beteiligte sich die BARS GmbH an neun Unternehmen. Diese Unternehmen hatten sich in einer der regelmäßigen Veranstaltungen des BARS e.V. präsentiert und sind dort auf ein erstes Interesse einzelner Business Angels gestoßen. Der als Leadinvestor 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. Sofern die Gesellschafterversammlung dem Verhandlungsergebnis zustimmte, wurde der gemeinsame Beteiligungsvertrag mit den für alle Investoren gleichen Konditionen abgeschlossen.

Bei allen neun Unternehmen haben sich mehrere BARS-Mitglieder in syndizierter Form direkt beteiligt. Alle neun werden von einem BARS-Mitglied als Leadinvestor intensiv betreut, der meist die Business Angels auch im Beirat des Unternehmens vertritt. Gemeinsam unterstützen die Business Angels

ihre Beteiligungsunternehmen bei der Weiterentwicklung, z.B. über Beratung und die Vermittlung wichtiger Kontakte.

Bei fast allen Unternehmen investierten die BARS-Mitglieder selbst nochmals gemeinsam in einer zweiten und dritten Finanzierungsrunde und sorgten – auch über die Akquise weiterer Finanzierungspartner (externe Business Angels, Family Offices, VCs) – dafür, dass weitere Finanzierungsrunden erfolgreich abgeschlossen werden konnten. Das bislang von der BARS GmbH den Beteiligungsunternehmen zur Verfügung gestellte Beteiligungskapital beläuft sich auf rund 800 T €. Dabei haben die Business Angels Region Stuttgart zusammen mit weiteren Finanzierungspartnern insgesamt über 10 Mio. € in diese neun Start-ups investiert.

Bislang gab es zwei Ausfälle sowie den ersten Verkauf einer Beteiligung an einen strategischen Partner. Um möglichst viele erfolgreiche Exits zu erzielen, werden die aktuell sechs Beteiligungen von ihren Business Angels weiter intensiv unterstützt. 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.

Über die Berichte der Lead Investoren bzw. der Geschäftsführung 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.

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

- Die Leadinvestoren 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.
- 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.
- 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.
- Neumitglieder, die sich noch zu unerfahren für die führende Betreuung eines Unternehmens hielten, sammelten rasch wertvolle Erfahrungen mit unterschiedlichen Unternehmensbeteiligungen und lernten von der Vorgehensweise erfahrenerer Leadinvestoren - bei begrenztem finanziellen Risiko.
- 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.

#### Autor



**Dr. Andreas Chatzis** ist seit 2006 Leiter der Geschäftsstelle des Business Angels Region Stuttgart e.V. Zudem ist er Geschäftsführer der BARS Beteiligungs GmbH, der Beteiligungsgesellschaft der Business Angels Region Stuttgart. Andreas Chatzis ist seit 1999 bei der Wirtschaftsförderung Region Stuttgart GmbH tätig. Er leitet dort die Initiative PUSH!, das Partnernetz für Unternehmensgründungen aus Stuttgarter Hochschulen.



## Gemeinsame Leidenschaft für Food und Start-ups

Die Food Angels Deutschland (FAD) sind weder ein Syndikat noch ein klassisches vertraglich vereinbartes Pooling von Geld, Stimmen oder Rechten und Pflichten. Wir sind vielmehr eine professionell agierende Business Angel Gruppe.

Aufgrund unserer „Umtriebigkeit“ und der Ticketgrößen, häufig über mehrere Runden hinweg, kann man uns noch treffender als „Angel Investoren - Gruppe“ bezeichnen. Die Gruppe hat sich auf einer ausgezeichneten Vertrauensbasis, freundschaftlichem Verhältnis zueinander und komplementären Fähigkeiten aufgrund unserer jeweiligen Ausbildungen, Berufserfahrungen und unternehmerischer Aktivitäten zusammengefunden, um nachhaltig und mit Freude im Bereich „Food“ zu investieren.

„Food“ ist dabei begrifflich weit zu fassen und geht von Systemgastronomie über Lebensmittelprodukte bis zur digitalen Verknüpfung von online und offline Geschäftsmodellen im Food-Bereich. Wir sind seit rund drei Jahren gemeinsam aktiv unterwegs, zahlreiche Portfolio-Start-ups sind auf unserer Webseite ersichtlich.

Wir sind also in keinem rechtlichen „Korsett“ aneinandergebunden. Dennoch oder gerade deswegen arbeiten wir sehr schnell in der Analyse neuer uns vorgelegter Konzepte und dem Geben von Feedback. Dies gilt sowohl für die interne als auch die externe Entscheidungsfindung (ein jeder von uns fungiert als sein eigenes Investment Committee).

Jeder Food Angel entscheidet für sich selbst, ob und mit wieviel Geld er in ein Start-up investieren möchte. Aber selbst wenn ein Food Angel einmal bei einem Unternehmen nicht mit investiert, kann sich ein solches Start-up mit Fragen auch an diesen Food Angel wenden. Da wir fünf Köpfe sind, ist sichergestellt, dass immer ein Food Angel für ein Portfolio Start-up ansprechbar ist oder unsere Interessen, ggf. via verbindlicher Vollmacht, bei Gesellschafterversammlungen oder Notarterminen wahrnehmen kann. Der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass jeder der Food Angels auch außerhalb des Kreises in Non-Food Start-ups investiert.

Aufgrund einer zwischenzeitlich erreichten Bekanntheit in Deutschland (wobei uns zunehmend auch Anfragen aus dem Ausland erreichen) bekommen wir jede Woche Businesspläne im Bereich „Food“. Dies fordert uns – ohne Fonds-Struktur und Angestellte - natürlich ab und an gewaltig, weil die wertvolle Ressource Zeit sehr knapp ist. Nolens volens gilt das auch für die Ressource Geld, insbesondere, wenn man bewusst akzeptiert, dass Investments im Food-Bereich in der Regel einen längeren

Atem benötigen als im Digital/IT/Tech-Bereich, und somit Rückflüsse oftmals mehr Zeit benötigen.

Die Vielzahl der uns zugesandten Konzepte bringt es mit sich, dass sich darunter auch Ideen und Businesspläne befinden, die nicht unseren Ansprüchen genügen oder in unseren Fokus passen. Die Erfahrung der letzten Jahre, positiv wie negativ (wobei letztere die Lernkurve steil nach oben treibt) und die knappe Ressource Zeit wie auch der Umgang mit eigenem Geld haben uns geholfen, Konzepte effizient zu analysieren und zeitnah Entscheidungen zu treffen. Nicht immer tut man sich leicht, aber auch harte Entscheidungen, also Ablehnungen, müssen getroffen werden.

Ein klar strukturiertes „Pitch Deck“, welches u.a. einen ersten „Proof of Concept“, USP, eine Wettbewerbsanalyse und erste Parameter einer Liquiditätsplanung sowie Mittelverwendung darlegt, sind erste Voraussetzung dafür, dass wir uns mit einer Anfrage konkret befassen. Innerhalb weniger Tage, manchmal auch innerhalb von 48 Stunden, geben sich die Food Angels untereinander Feedback zum eingereichten Konzept. Anschließend erfolgt durch einen von uns entweder eine Absage oder die Übersendung erster für uns wichtiger Fragen zur Beantwortung an die Gründer. Je nach Beantwortung kommt eine Absage, oder es werden weitere Fragen gestellt oder ein Telefonat mit den Gründern geführt. Hiervon abhängig kommt es zu einer Einladung zu einem persönlichen Gespräch, oder eben nicht. Wir sind den Gründern gegenüber so direkt, dass wir schon recht früh in der Kommunikation Erwartungen zur Bewertung und die dahinterstehende Ratio sowie zu angedachten Gründergehälter abfragen, da man leider immer wieder feststellen muss, dass Wunschvorstellung und Realität weit (!) auseinanderklaffen. Um hier allen Beteiligten Zeit zu sparen, halten wir es für wichtig, zumindest das Thema Bewertung frühzeitig in groben Zügen zu adressieren.

Unser Verständnis als Business Angels bzw. Angel Investoren bedingt, dass wir unsere Investition nicht nur als reine Geldhingabe verstehen, sondern Wert darauflegen, dass es sich hierbei um „Smart Money“ handelt. Wir haben die klare Zielsetzung, den Gründern mit unserem breit gefächerten Know-how als Sparringspartner zur Verfügung zu stehen, unsere Netzwerke für Wachstumsfinanzierungen zu öffnen oder Kontakte z.B. in den Bereichen Marketing, Vertrieb oder Social Media herzustellen. Darüberhinaus liegt unser besonderes Augenmerk darauf, Kontakte in unserem Portfolio unter unseren Food- oder auch Non-Food Start-ups herzustellen

und dem Gründerteam auch einmal in kritischen Phasen moderierend zur Seite stehen zu können.

Und wenn wir je einmal nicht weiterhelfen können sollten, dann wissen wir jemanden, der weiterhelfen kann. Wir erwarten Ehrlichkeit im Umgang miteinander,

bei positiven wie aber auch negativen Sachverhalten, Transparenz betreffend Zahlen („know your numbers!“) und Daten.

Unseren kleinen Beitrag wollen wir mit einem Zitat von Matthew Corrin, Mitgründer von freshii, abschließen, da so treffend: Lunch fast, fail fast, iterate fast.

#### Autor



**Prof. Wolf Michael Nietzer**, MBA, ist Angel Investor (WOLFMAN One GmbH) und Transaktionsanwalt (Nietzer & Häusler). WOLFMAN ist eine Gesellschaft, die diverse Beteiligungen hält. Gesucht werden weitere Beteiligungen sowohl im mittelständischen Old Economy Bereich als auch Start-ups im Bereich Internet / E-Commerce / Food von der Gründungsphase bis Early Stage. Wolf Nietzer ist bei BAND akkreditierter Business Angel und Mitgründer der Food Angels. Er ist deutscher Wirtschaftsanwalt mit US-amerikanischer Zulassung als Attorney at Law.

Interview mit Alexander Stoeckel

## „Pooling verschafft dem Gründer Luft zum Atmen“

**BAND: b-to-v hat einen bestimmten Ansatz, ist sozusagen VC und Investorennetzwerk in einem. Wie genau arbeiten Sie mit den Business Angels, die bei Ihnen Mitglied sind, zusammen?**

Alexander Stoeckel: Unsere Strategie ist, dass wir parallel mit den von b-to-v aufgelegten Fonds und den Mitgliedern des b-to-v Investorennetzwerks in Start-ups investieren. Diese Kombination hat Vorteile für die von uns finanzierten Start-ups, für die Privatinvestoren des Netzwerks und auch für unsere Fonds.

Als Start-up bekomme ich einen VC an Bord, der mit seinen substantiellen Fonds und dem routinierten Management der Investmentprozesse Stabilität und Professionalität an den Tisch bringt. Als Start-up habe ich ausserdem Zugriff auf ein breites Netzwerk ehemaliger bzw. teilweise noch aktiver Unternehmer aus unterschiedlichsten Branchen mit individuellen Netzwerken und Erfahrungen, die ich für mein Start-up nutzen kann.

Als Privatinvestor finde ich in b-to-v einen Partner, der mir fortlaufenden Einblick in die in seinen Augen spannendsten Beteiligungsmöglichkeiten gewährt, mir die von ihm genutzten Investmentdokumente (z.B. Due Diligence) zugänglich macht und mir mit den anderen Mitgliedern des b-to-v Netzwerks eine Diskussionsplattform zur Abwägung neuer Beteiligungsmöglichkeiten bietet.

Als b-to-v profitiere ich von der gegenseitigen Befruchtung unserer beiden strategischen Standbeine, d.h. die unternehmerisch geprägten Privatinvestoren verleihen unserem VC-Team eine deutlich höhere unternehmerische Kompetenz und das VC-Team mit seiner grossen Investmenterfahrung ermöglicht den Privatinvestoren und Fonds, die gemeinsamen Investmentprozesse schlank zu halten.

Wichtig ist auch, dass zwei zentrale Prozesse bei Start-up Investments, nämlich das Zuführen spannender Beteiligungsmöglichkeiten und die Auswahl der Investments in diesem Zweiergespann komplementär funktionieren. b-to-v als Gesellschaft und die b-to-v Mitglieder sehen fortlaufend unterschiedliche Beteiligungsmöglichkeiten. Die besten zentral-europäischen Start-ups kommen häufig über unsere Mitglieder zu uns. Und auch bei der Auswahl helfen wir uns gegenseitig, d.h. die Systematik des Screenings und der Due Diligence bremsen vermeintlich zu schnelle, zu gefühlsgetriebene Investments, was die Mitglieder als hilfreich empfinden. Andererseits befruchtet gerade dieses emotionale Investment-Moment, das wir häufig bei den Mitgliedern vorfinden, auch unsere VC-Teams, denn natürlich müssen Risiken regelmässig und mutig in Kauf genommen werden, das ist Teil des Geschäfts.

**Nach dem strukturellen Ansatz gefragt: Sie vertreten die Angels in der Gesellschafterversammlung,**

## **fordern aber gleichzeitig aktiv ihren Input und ihr Know-how ein?**

Wir vertreten die mit uns investierenden Co-Investoren ausschließlich weisungsgebunden. In dem Moment, in dem wir Entscheidungen stellvertretend für die Co-Investoren treffen würden, wäre unsere Strategie, bei der wir Privatinvestoren aktiv in Investmentprozesse einbinden, nicht mehr als eine Mogelpackung. Zudem wären wir dann wie ein Fonds, denn genau das tun ja Fonds: Sie fällen Investmententscheidungen für ihre Investoren.

Tatsächlich sind wir weisungsgebunden, d.h. jeder über ein Syndikat an einem Start-up beteiligte Investor kann auch gegen eine konkrete Maßnahme der Gesellschaft stimmen und dies in Ausübung seiner Stimmrechte über den Leadinvestor zum Ausdruck bringen. Der Zweck der Syndikatsstrukturen, Treuhand oder Pool, ist lediglich, dass wir auf der Gesellschafterliste des Unternehmens als eine Position stehen.

**Also hat jeder Angel eine Stimme in der Gesellschafterversammlung und kann bei einer Entscheidung mit seinen Anteilen dafür oder dagegen stimmen? Es ist nicht so, dass es einen Poolsprecher oder Leadinvestor gibt, der die anderen „überstimmt“?**

Einen Leadinvestor gibt es in jedem Fall, aber seine Aufgabe ist nicht die Überstimmung anderer Investoren. Er soll vielmehr der zentrale Ansprechpartner für die Gründer und auch für Folgeinvestoren sein. Und er ist das Sprachrohr und Kommunikations-scharnier zu den Co-Investoren. Bei b-to-v stimmt der Leadinvestor sich mit seinen Mitinvestoren ab, etwa durch quartalsweise Telefonkonferenzen mit den Co-Investoren, bei denen er aus der Gesellschaft berichtet und aktiv das Wissen und Netzwerk der Privatinvestoren heranholt.

**Mit Sitz in St. Gallen, Luxemburg und Berlin sind Sie ohnehin schon international ausgerichtet. Wie praktizieren Sie Cross-Border Investments außerhalb des deutschsprachigen Raums?**

Da muss ich differenzieren: Grundsätzlich ist der deutschsprachige Markt für uns der interessanteste Markt. Einfach, weil wir aus dieser Region die meisten Beteiligungsmöglichkeiten bekommen und auch am meisten für die Start-ups bewirken können. Die meisten Mitglieder stammen aus dieser Region und wir können dementsprechend auf ihre Netzwerke zugreifen. Allerdings gibt es auch in anderen Ländern unbestritten beeindruckende innovative Start-ups.

Unsere Herangehensweise ist also, dass wir erstens die Gesellschaft innerhalb von wenigen Stunden physisch erreichen können, was den Radius der potentiellen Beteiligungsstandorte schon verkürzt. Zweitens brauchen wir vor Ort einen qualifizierten Leadinvestor, den wir als solchen akkreditieren. Wir müssen uns gegenüber dem Start-up belastbar und solide vertreten fühlen.

**Also ist das Vertrauen und das persönliche Netzwerk eine Grundkomponente für Ihre Cross-Border-Beteiligungen?**

Genau! Und auch für unsere Beteiligungen in Zentraleuropa. Wir wollen sicherstellen, dass wir unsere Strategie zu 90% umsetzen können. Wir sind bei internationalen Beteiligungen sicher nicht ganz so nah am Geschehen wie bei Unternehmen im deutschsprachigen Raum. Wir wollen aber auch bei internationalen Beteiligungen nicht als rein passive und dem Geschehen unterworfenen Investoren agieren.

**Was entgegnen Sie der Kritik, dass Angels, die über eine Treuhandstruktur investieren, womöglich ihr Know-how nicht ins Start-up einbringen?**

Zuvorderst ist die Kritik meines Erachtens konstruiert. Wenn Sie eine Organisation aufbauen und sich auf die Fahne schreiben, dass Sie Investoren mit in die Investmentprozesse integrieren und dann unterlassen Sie in der Praxis genau diese Integration – was meinen Sie denn, wie lange Sie mit so einem Ansatz erfolgreich unterwegs sein werden?

Aber es gibt auch einen zweiten Aspekt, nämlich abzuwägen, in welchem Umfang und mit welcher Empathie ich mich als Investor in das Management eines Start-ups einbringe.

Grundsätzlich ist es wohl nicht ganz abwegig anzunehmen, dass ein Gründerteam nicht in erster Linie gegründet hat, um sich fortan von Investoren diktieren zu lassen, wie sie ihr Geschäft führen sollen. Die Gründer haben gegründet, weil sie an sich glauben. Weil sie überzeugt sind, ihren Markt gut zu kennen. Und weil sie natürlich auch freier agieren wollen, als zum Beispiel in einer leitenden Funktion in einem Konzern. Wenn Sie sich nun als Investor zu dominant in die Geschicke des Start-ups einmischen, riskieren sie, dass sich das Gründerteam schrittweise von ihnen entfernt. Sie verlieren ihren Einfluss.

Ein anderer Punkt ist die Konfliktrichtigkeit in Gruppen von Alpha-Tieren. Die meisten unserer Mitglieder, die meisten unserer Gründer und die meisten Mitglieder unseres Teams sind ausgesprochen selbstbewusste, hochintelligente und rhetorisch begabte Personen, vielfach mit Führungserfahrung. Sehr schnell werden aus unterschiedlichen Meinungen, beispielsweise zur optimalen Unternehmensstrategie, plötzlich handfeste Streitereien, die zu Verwerfungen im Gesellschafterkreis führen können, das Klima zwischen Investoren und Gründern vergiften und letztlich auch noch Folgeinvestoren abschrecken können.

Hier ist unsere Struktur von Vorteil. Sie gibt den unausweichlichen Diskussionen im Gesellschafterkreis einerseits Raum, sie schirmt aber die Gründer, andere Investoren und Folgeinvestoren ab, d.h. sie vermittelt lediglich Diskussionsergebnisse und gibt den Gründern Luft zum Atmen und zur Konzentration auf das Unternehmen.

**Zu den politischen Rahmenbedingungen: Seit Inkrafttreten des KAGB 2013 war für gepoolte Business Angels lange unklar, ob sie bei der BaFin erlaubnispflichtig sind. Wie stellt sich die Situation für b-to-v jetzt dar?**

Eine Registrierungs- oder Erlaubnispflicht seitens der BaFin besteht dann nicht, wenn den Investoren eine unmittelbare und kontinuierliche Entscheidungsgewalt über operative Fragen in Bezug auf das investierte Vermögen zukommt bzw. sich die Investoren initiativ zusammenfinden. Beides ist bei uns gewährleistet. Jeder Investor trifft seine eigene Investitionsentscheidung und gibt Weisungen, die der Lead Investor ausführt. Ein Investmentvermögen bzgl. unserer Business Angel Investments im Sinne des §1 Abs. 1 KAGB liegt nicht vor.

Anders sieht es für unsere drei Alternativen Investment Fonds (AIF) aus. Hierbei handelt es sich um keine offenen Investmentvermögen, sondern um geschlossene Fonds nach der AIFM-Richtlinie, für die wir in Luxemburg eine Erlaubnis seitens der Zulassungsbehörde CSSF erhalten haben und der Regulierung als AIF-Manager (AIFM) unterliegen. Über die Vertriebsanzeige bei der BaFin sind wir ebenfalls in Deutschland registriert und zum Vertrieb der drei AIF zugelassen.

Aber es stimmt, dass die ursprüngliche Regelung im KAGB nicht eindeutig war. So war unklar, ob das Pooling von Kapital zur Unternehmensbeteiligung

einen AIF begründet. Auch die Ausführungen zum Vorliegen einer Anlagestrategie waren zu allgemein gehalten. Vor diesem Hintergrund verstehe ich die Problematik, dass eine erhebliche Unsicherheit entstand, die wiederum nicht förderlich war für Engagements von Business Angels in Deutschland.

Wir sind froh darüber, dass die politischen Entscheidungsträger offen sind für Argumente aus dem Markt, wie zuletzt erfolgt durch die Bestätigung der Rechtsauffassung seitens BAND zu Ausnahmen der Regulierungs- und Erlaubnispflicht bei Syndizierungen bzw. Business Angel Poolings. Es ist zu wünschen, dass dieser Dialog fortgesetzt wird. Die Politik möchte, sehr vereinfacht gesagt, Anleger-schutz, Transparenz und Geldwäscheprävention erreichen. Das ist auch in unserem Interesse. Außer-gewöhnlich finden wir, dass die verbindliche Abklärung von Erlaubnispflicht durch die BaFin seit dem 1.1.2015 kostenpflichtig ist, aber vielleicht sind hier auch schon Anpassungen in Planung.

**Stichwort INVEST: Hier haben es die meisten Strukturen von Syndizierung schwer, eine Förderung zu erhalten. Warum sollten Ihrer Meinung nach auch Syndikate förderfähig sein?**

Ich kann absolut akzeptieren, dass einzelne Privatinvestoren die Vorteile des Poolings als weniger wichtig erachten und deshalb weiterhin Direktbeteiligungen den Vorzug geben.

Im Umkehrschluss verwegen finde ich allerdings die Abrede der Förderungswürdigkeit von Investoren-Syndikaten. Betrachten wir doch die Fakten: Ein direkt in ein Unternehmen investierender Privatinvestor, der EUR 50.000 in ein Start-up steckt, hat das gleiche wirtschaftliche Risiko wie ein anderer Privatinvestor, der betragsgleich über ein Syndikat investiert. Es ist sicher richtig, dass der direkt investierte Investor scheinbar bzw. auf dem Papier mehr direkten Einfluss auf das Start-up hat, immerhin wird er Gesellschafter des Unternehmens. Faktisch wird es aber so sein, dass das Syndikat, hinter dem mehrere Investoren stehen, deutlich mehr Einfluss ausüben wird und, sofern es konsistent kommuniziert und handelt, auch mittelfristig der erste und bevorzugte Ansprechpartner des Gründers (und anderer Investoren) werden wird.

Insbesondere Syndikate, bei denen die Investoren ganz offensichtlich echte Weisungsrechte hinsichtlich ihrer Entscheidungen und Stimmabgaben gegenüber dem Leadinvestor des Syndikats haben,

sind damit in meinen Augen ebenso förderwürdig wie Investments direkt beteiligter Investoren.

### **Letzte Frage: Was muss ein Unternehmer mitbringen, um in Ihrem Investorennetzwerk tätig zu werden?**

Ein Mitglied muss immer einen unternehmerischen Hintergrund haben, so dass er oder sie bei der Auswahl und Begleitung von Start-ups auch inhaltliche Beiträge leisten kann. Außerdem wollen wir Mitglieder, die keine Zaungäste sind, sondern mit uns investieren, d.h. wir wollen nicht die Plätze unserer Veranstaltungen füllen mit Gästen, die die Projekte oder auch das Publikum „nur“ interessant finden,

sondern wir arbeiten und treffen uns, um uns regelmäßig an neuen Start-ups zu beteiligen. Ein Investor, der b-to-v Mitglied werden möchte, muss ausserdem nachweisbar mit den Risiken von Start-up Investments vertraut sein und diese Risiken auch tragen können. Ein Mitglied sollte finanziell in der Lage sein, sich aus eigener Kraft ein Portfolio von 5-10 Beteiligungen an Start-ups aufzubauen. Und ein b-to-v Mitglied muss sich dem Kodex des ehrbaren Kaufmanns unterordnen, dem auch alle bestehenden Mitglieder und das b-to-v Team folgen, d.h. die für uns zentralen Werte respektieren: Integrität, Qualität, Erfolg.

*Das Gespräch mit Alexander Stoeckel führte BAND Projektmanager Matthias Wischnewsky*

#### **Zum Interviewpartner**



**Alexander Stoeckel** ist einer der vier Partner von b-to-v. Er kam 2007 als Investment Manager zu b-to-v, wurde 2011 zum Principal, 2012 zum Partner und 2014 zum Verwaltungsrat des Unternehmens berufen. b-to-v ist eine Venture Capital Gesellschaft mit drei aktiven Fonds und unterhält Büros in St. Gallen, Berlin und Luxembourg. b-to-v ist darüber hinaus mit rund 200 Mitgliedern eines der führenden Netzwerke unternehmerischer Privatinvestoren in Europa. Vor b-to-v hat Alexander als Fondsanalyst für Hauck & Aufhäuser Privatbankiers sowie als Vorstandsassistent bei KPMG gearbeitet. Er hat Wirtschaftswissenschaften an der European Business School (ebs) und der International School of Management (ISM) studiert und absolvierte seinen MBA an der University of Oxford. Alexander ist seit 2015 Vorstandsmitglied der Swiss Private Equity & Corporate Finance Association (SECA).

Roman Huber

## **Was ein institutioneller Investor an Pooling schätzt:**

### **Das Beispiel Bayern Kapital**

Business Angels sind seit jeher wichtige, willkommene Finanzierungspartner der Bayern Kapital. Mit der Bereitschaft, bis zu 70% des gemeinsam investierten Kapitals aufzubringen, bringt dies Bayern Kapital auch klar zum Ausdruck.

Die Zusammenarbeit mit mehreren Angels, deren Investment beim selben Beteiligungsnehmer auch jeweils einzeln gespiegelt werden kann, gehört zur jahrelangen Praxis. Dabei haben sich gute Gründe für ein Pooling der Angels gezeigt:

Die eigene Stimme des Angels gewinnt entscheidend an Gewicht. Ein Beispiel: die Gesellschaft hat zwei Gründer, zwei institutionelle Investoren und vier Angels. Nach Anteilen haben die Angels wenig

Gewicht. Mit einem Pooling wird aber dann via Beteiligungsvertrag eine andere Investorenmehrheit für wesentliche Entscheidungen möglich: Eine Stimme haben die Gründer, eine Stimme haben die gepoolten Angels und je eine Stimme haben die institutionellen Investoren.

Das Unternehmen ist jederzeit handlungsfähig, auch wenn einer der kleineren Gesellschafter z.B. gerade auf Reisen ist (Voraussetzung: der Pool ist mit z.B. 75% der Anteile beschlussfähig). Auch für Gesellschafter mit kleinem prozentualen Anteil ist das Pooling eine Versicherung dagegen, dass ein anderer Angel irgendwann gegen das Gesellschaftsinteresse handelnd diese lähmen kann.

Damit ein Pool funktioniert, braucht es eine Person, die den Pool moderiert und vertritt. Sinnvollerweise jemanden, der das Vertrauen der anderen gepoolten Angels genießt und für die Gesellschaft angemessen verfügbar ist. Ebenfalls wichtig ist, dass die gepoolten Investoren nach wie vor eingebunden werden, um alle Fragen und Hinweise einzubringen. Dies schafft erst das Klima, in dem auch schwierige Anschlussfinanzierungsrunden möglich sind.

Viele Angels haben ausgeprägte Sorgen bezüglich jeglicher Form von Pooling. Wichtig sind daher ausreichende Informationen über die möglichen rechtlichen und steuerlichen Folgen eines "Investoren-

Pools". Für die Erzielung der aus Bayern Kapital-Sicht positiven Effekte bedarf es keines wirtschaftlichen Zusammenschlusses der Angel, sondern es reicht eine qualifizierte Stimmbindungsvereinbarung.

In Bayern hat sich – auch aufgrund wirksamer staatlicher Unterstützung geeigneter Netzwerke – eine erfreulich lebendige Business Angel-Szene entwickelt. Die ab Herbst 2016 startenden neun Digitalen Gründerzentren lassen aufgrund der dort entstehenden Unternehmernetzwerke einen zusätzlichen signifikanten Impuls erwarten.

## Autoren



**Roman Huber** ist seit 2006 Geschäftsführer der Bayern Kapital GmbH, der Venture-Capital-Gesellschaft des Freistaats Bayern. Als 100-prozentige Tochtergesellschaft der LfA Förderbank Bayern fördert Bayern Kapital die Seed- und Start-up-Finanzierung innovativer bayerischer Firmen. Zwischen 1986 und 2005 war er bei der LfA Förderbank Bayern im Bereich Innovationsfinanzierung tätig, ab 1992 als dessen Leiter. Nach der Ausbildung zum Bankkaufmann bei der Hypo-Bank in München hat er an der LMU München Betriebswirtschaft studiert und sein Studium 1986 als Diplom-Kaufmann abgeschlossen

Interview mit Michael Brandkamp.

## „Wir halten Pooling für einen sehr cleveren Weg“

**Der HTGF arbeitet sowohl in der Seedphase als auch in Folgefinanzierungen mit einer Vielzahl von Co-Investoren zusammen. Welche Rolle nehmen Business Angels dabei grundsätzlich ein?**

Business Angels spielen in beiden Phasen eine ganz entscheidende Rolle. In der Seedphase sind bei 60% der Finanzierungen Angels mit an Bord. Hier handelt es sich in der Regel um Beträge bis ca. 100.000 €, die überwiegend von Einzelinvestoren, zum Teil in kleinen Gruppen bereitgestellt werden. In der Seedphase spielt vor allem auch die inhaltliche Begleitung und Unterstützung eine Rolle, da die Angels über unternehmerische Erfahrung und Netzwerke verfügen, die sie ebenfalls mit einbringen. In der Phase der Anschlussfinanzierung sind die Angels in den letzten Jahren immer wichtiger geworden und haben sich zu einer tragenden Säule der Series A Runde entwickelt. Sie liegen aktuell - auch was die Beträge betrifft - vor den deutschen VC Gesellschaften. Sie nehmen den zweiten Platz hinter

den internationalen Investoren ein, die aber vornehmlich die späteren Wachstumsfinanzierungen gestalten. Wenn man die Series A Runde isoliert betrachtet, sind die Business Angels die wichtigste Finanzierungsquelle für Start-ups im HTGF-Portfolio.

**Gerade High-Tech-Start-ups wird häufig ein zunehmend hoher Kapitalbedarf attestiert, der jenseits der Ticketgrößen einzelner Business Angels liegt und Pooling notwendig macht. Wie signifikant sind gepoolte Angel Investments bei Ihren Co-Finanzierungen mit Angels?**

Gerade in der Series A Runde ist der Kapitalbedarf deutlich größer und so haben Angels im Jahr 2015 insgesamt gut 40 Millionen € (siehe Grafik unten, d. Red.) in Anschlussrunden zur Verfügung gestellt. Hier sind es in den wenigsten Fällen Einzelpersonen, die selber sehr große Beträge (zum Teil über 1 Million €) zur Verfügung stellen. In der Regel handelt es sich um Konsortien, d.h. eine Gruppe von An-

gels, die sich zusammenschließt, damit größere Beträge zusammenlegt und die Runde mit institutionellen Investoren wie dem HTGF stemmt. Dies ist aus unserer Sicht eine sehr sinnvolle und notwendige Form des Angel Investments.

Das Pooling, bei dem sich Angels zusammenschließen und einen Poolsprecher wählen, der die Angelgruppe in der Gesellschafterversammlung vertritt, protegieren wir besonders gerne; insbesondere wenn der Kreis der Angel größer als drei ist.

Wir halten das aus verschiedenen Gründen für einen sehr cleveren Weg. In wirklich großen Angel Konsortien (mehr als fünf) finden Sie mitunter auch Investoren, die noch nicht eine so große Erfahrung vorweisen können. Es ist durchaus willkommen, dass man sie mit einbindet. Gelegentlich sind aber unerfahrene Angel Investoren mit den Entwicklungen in den Start-ups entweder überfordert oder wenden sich bei Schwierigkeiten ab, was zu Problemen in den Gesellschafterversammlungen führen kann, da man die Entscheidung von allen braucht.

#### **Also ist ein erfahrener Leadinvestor in der Angel Gruppe als ihr Hauptansprechpartner erwünscht?**

Genau, das ist sozusagen der Erzengel, der die Interessen der anderen vertritt, der über profunde Kenntnisse von der Entwicklung von Start-ups verfügt. Der Leadinvestor bindet natürlich auch die Netzwerke der anderen Angels mit ein und macht sie für das Start-up konkret nutzbar. Aber wenn ein Angel mal keine Zeit hat, ist es nicht so schlimm, weil der Erzengel dann für die anderen mit handeln kann.

#### **Stichwort Know-how und Netzwerke: welche Chancen birgt das Pooling für Sie als Co-Investor und für das Start-up im Hinblick auf den zweiten Angel Flügel, das Know-how?**

In allen Belangen kann dadurch ein Mehrwert entstehen, da die meisten Angels ja über unternehmerische Erfahrung und ein großes Netzwerk verfügen und dementsprechend wissen, wie man ein Business aufzieht. Dieses Know-how sollte man unbedingt nutzen. Der Poolsprecher steht also mit den Angels in direkten Kontakt. Aber wir als HTGF wollen auch die Business Angels aus dem Pool kennenlernen, um zu verstehen, wo ihre Stärken liegen. So können wir sie konkret ansprechen und motivieren, sich über das Geld hinaus einzubringen. Wenn der

einzelne Angel also das Interesse hat, sich zu engagieren, ist er herzlich willkommen, da wir jeden Angel des Pools als Partner wahrnehmen, der mitwirken soll. Wir halten es auf der anderen Seite aber für wichtig, dass die Angels ihr Stimmrecht bündeln, weil das die Entscheidungsprozesse im Start-up vereinfacht. Wenn es dann Probleme gibt, wird es mit mehreren Stimmen in der Gesellschafterversammlung deutlich komplizierter. Pooling ist somit hilfreich für alle Seiten.

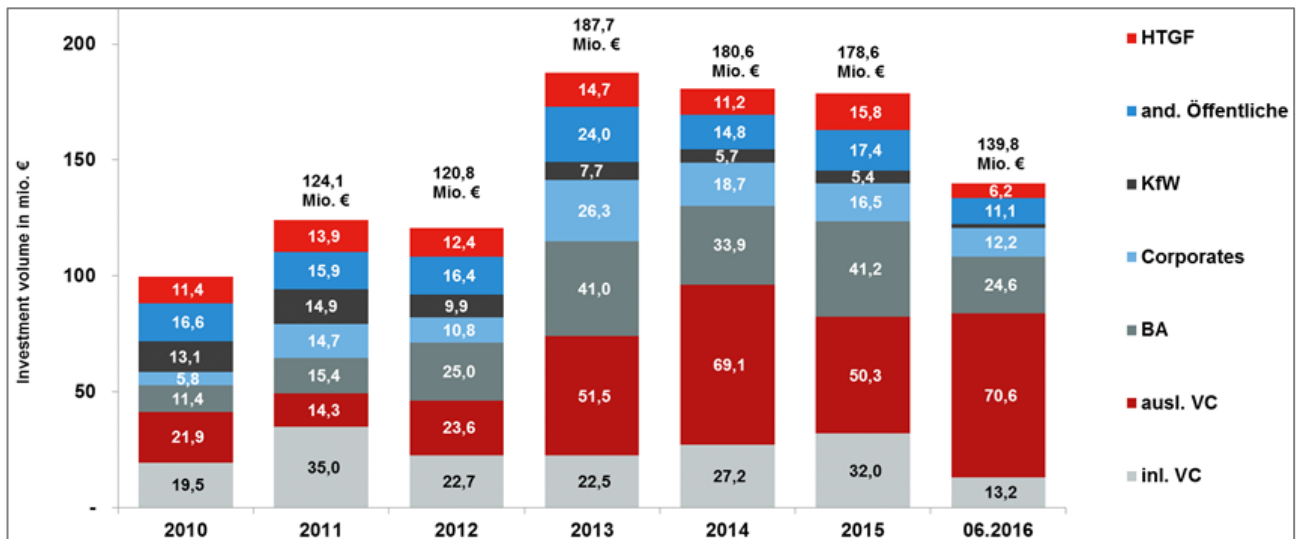
#### **Der HTGF hat bestimmte Branchenschwerpunkte im Portfolio. Wie schätzen Sie die Schlagkraft von Angel Gruppen in kapitalintensiven Branchen ein?**

Man geht ja davon aus, dass die IT-Investments klassische Business Angel Themen sind. In der Seedphase ist das tatsächlich der Fall, dort sind die Angels in den Bereichen e-Commerce und Applikationssoftware am stärksten vertreten. Interessanterweise ergibt sich in den Follow-on rounds ein anderes Bild. Dort sind die kapitaldurstigen Felder wie Diagnostik und Medizintechnik neben dem e-Commerce die zwei wichtigsten Branchen, in die am meisten Geld geflossen ist. Das heißt also, dass auch sehr kapitalbedürftige Unternehmen inzwischen für Angels interessant sind oder - anders ausgedrückt - die Business Angels haben die Schlagkraft, auch solche Konzepte zu entwickeln, was durchaus erfreulich und wünschenswert ist.

#### **Welche Möglichkeiten für Angels oder Angel Gruppen gibt es, aktiv an den HTGF heranzutreten?**

Alle, die sich gerne engagieren wollen, sind herzlich willkommen, uns direkt ansprechen. Wir haben ein Relationship Management, das sich schwerpunktmäßig darum kümmert, diese Netzwerke von Investoren zu entwickeln und für die Start-ups nutzbar zu machen. Im Gegenzug möchten wir den Business Angels die Möglichkeit geben, in gute Targets investieren zu können. Wir halten das für sehr wichtig, da der Aufbau eines Start-ups eine äußerst anspruchsvolle Aufgabe darstellt und deshalb ist es gut, verschiedene Partner zusammenzubringen, um die Kräfte zu bündeln und die Netzwerke nutzbar zu machen. Ein Start-up verfügt naturgemäß am Anfang über keine eigenen Unternehmensnetzwerke. Gerade in diesem Bereich können Business Angels besonderen Nutzen stiften.

*Das Gespräch mit Michael Brandkamp führte BAND Projektmanager Matthias Wischniewsky*



Anteil von BA bei Anschlussinvestments von Start-ups im HTGF-Portfolio. Die größten Summen von BA in Anschlussrunden sind insgesamt in Portfoliounternehmen mit Sitz in Bayern, Berlin, NRW geflossen. Von den Technologiefeldern ist Life Science ganz vorne, gefolgt von Hardware, dann Software. (Grafik: © HTGF, 2016)

### Zum Interviewpartner



**Dr. Michael Brandkamp** ist seit August 2005 Geschäftsführer des High-Tech Gründerfonds. Zuvor war er von 2004 bis August 2005 Abteilungsdirektor für Innovationsfinanzierungen und Beteiligungen in der KfW Bankengruppe. Seit 1997 ist er im Beteiligungsgeschäft tätig: zunächst als Investmentmanager und von 2001 bis Ende 2003 als stv. Geschäftsführer der tbG Technologie-Beteiligungs-Gesellschaft mbH. In den Jahren 1999 bis Anfang 2005 leitete er das Berliner Büro der tbG. Er studierte Volkswirtschaft an den Universitäten Münster, Nairobi und Bonn und promovierte an der Technischen Universität Freiberg (Sachsen) am Lehrstuhl für betriebswirtschaftliche Innovationsforschung.

### BANDquartalsfrage

## Statements von bei BAND akkreditierten Angels zur Syndizierung

„Ich investiere fast ausschließlich mit mir bekannten Angels, um dem Unternehmen die in der Regel benötigten größeren Mittel zur Verfügung stellen zu können und so auch eine gemeinsame abgestimmte Investstrategie zu entwickeln und umzusetzen.“

Gleichzeitig ist das Einbringen von unterschiedlichen Know-how-Trägern in abgestimmten Prozessen ein wesentlicher Baustein zur erfolgreichen Unternehmensentwicklung.“

**Dr. Christian Schultz**

„Häufig fehlt es bei Unternehmen und Start-ups neben Kapital an Know-how in einzelnen Teilbereichen. Dieses kann in der Regel sehr gut durch ein oder mehrere Angels ergänzt werden. Mittlerweile syndiziere ich den überwiegenden Teil meiner Deals. Die Vorteile der Syndizierung sind für mich zum einen

der Austausch mit Gleichgesinnten und zum anderen, dass mehr Augen auch einen besseren Blick auf die Beteiligung haben und so frühzeitig Anpassungsbedarf erkannt wird. Nachteile sind gegeben, wenn es bei Syndizierung zu Pooling der Stimmen kommt und sich die Angels untereinander nicht einig sind. Die Rahmenbedingungen sind meines Erachtens für Syndizierung bis 5 Angels überschaubar, darüber hinaus sehe ich massiven Änderungsbedarf der Gesetzgebung. Hier möchte ich nur Themen wie Prospektspflicht oder die Registrierung der BaFin als abschreckende Hürde nennen. Das ist vor allem wegen der immer größeren Kapitalbedarfe der Unternehmen zu nennen, die zwar durch Programme wie INVEST, EIF oder andere abgeschwächt werden, aber im Vergleich zu den USA die allgemeine Zurückhaltung erklären, in Wagniskapital zu investieren.“

**Christian Neusser**



„Syndizierung und Pooling sind aus meiner Sicht oft und gerne praktizierte Maßnahmen bei Angel Investments. Zum einen geht es nicht nur darum, die vom Unternehmen benötigte Investitionssumme zusammen zu bekommen. Im Syndikat bündeln sich auch Know-how und Kontakte, die dem Start-up zugutekommen. Beim Pooling erleichtert es dem Management die Corporate Governance, wenn ein umfangreicher Gesellschafterkreis mit vielen kleinen Anteilen zusammengefasst werden kann. Dies erleichtert vor allem die Einholung von Unterschriften bei allfälligen zustimmungspflichtigen Geschäften. Immer gilt jedoch: Diese Art der Zusammenarbeit setzt Vertrauen zwischen den handelnden Akteuren voraus; auch dieses ersetzt nicht die Regelung in professionell ausgearbeiteten Verträgen.“

**Benedict Rodenstock**

„Wir syndizieren unser "Club Equity" auf Deal-by-Deal Basis, aber in einer - auch rechtlich gemäß KAGB regulierten - standardisierten Form. Das gewährt unternehmerische Freiheiten, ohne sich mit den Formalien auseinandersetzen zu müssen, mit wechselnder, dem Investment angepasster Besetzung.“

**Ralf Baumeister**

„Syndizierung strebe ich an, wo immer möglich. Die Kombination ganz verschiedener Ressourcen von Know-how, Erfahrung und Ausbildung oder auch einfach nur zeitlicher Verfügbarkeit ermöglicht eine unvergleichliche Basis für Dealflow, Analyse und Betreuung von Beteiligungen. Voraussetzung ist natürlich, dass man sich über die Jahre ein Netzwerk an gleichgesinnten Business Angels schafft.“

**Dr. Egbert Willam**

Ich investiere bisher immer alleine, bin jedoch auf der Suche nach Partnern, die mich im Investment begleiten. Dabei geht es nicht nur um die Verbreiterung der Kapitalbasis, sondern auch um die Partnerschaft in der Kompetenz als Business Angel.

Im Falle der positiven Syndizierung einer Investition liegen mehrere werterhöhende Faktoren (Netzwerkverbreiterung, Erhöhung der fachlichen Kompetenz, Zunahme der Kapitalkraft, Erfahrungsaustausch, geteilte Begeisterung für das Investitionsobjekt usw.) vor, die als Vorteil der Syndizierung angeführt werden können. Liegen die oben genannten Faktoren nicht vor, so kann die Syndizierung zu einer Belastung für die Investition werden.

Die Rahmenbedingungen sind in einem positiven Umfeld immer so gestaltbar, dass man als Investor oder auch als Gruppe von Investoren damit zurechtkommen sollte. Eine steuerliche Förderung von Investitionen in Start-ups, die später in der Ertragsphase dann Steuern an den deutschen Fiskus abführen werden, ist aber m.E. längst überfällig.“

**Michael Nimtsch**

„Ich investiere ausschließlich mit anderen Angels, da ich die unterschiedlichen Kompetenzen der Kollegen schätze. Wir syndizieren ad hoc pro Deal, die "Kerngruppe" ist nahezu immer die Gleiche, wobei Neue hinzukommen und Alte abspringen. Vorteile bei syndizierten Deals: es ist ein größeres Volumen darstellbar und man profitiert von vielen Sichtweisen und Erfahrungen.“

Aber die größte Kraft entwickelt das Syndikat in der laufenden Betreuung der Start-ups. Je nach Kernkompetenz und Verfügbarkeit kann man die operative Unterstützung in Krisenzeiten einfacher organisieren.

Ich persönlich will direkten Zugriff auf die Gründer, deswegen akzeptiere ich maximal ein Stimmrechtspooling.“

**Dr. Norbert Linn**

„Bei gemeinsamen Finanzierungen schließen wir uns ad-hoc zusammen, nicht als Business Angels Club. Die Zusammenschlüsse bringen die Vorteile, während der gesamten Laufzeit des Engagements das durchweg gezielt angeworbene Erfahrungswissen der beteiligten KollegInnen zu aktivieren und bedarfsgerecht, nicht als dauerhafte Unterstützung, in Start-ups einzubringen. Das kommt mir als Investor in besonderer Weise entgegen, weil kein besonderes Fachwissen in Branchen habe, in die ich investieren will, sondern von Seiten des General Managements mein Erfahrungswissen einbringe. In einem Fall lösten wir mit unseren Finanzierungen und mit kurzem Hebel positive Wirkungen für die erste und zweite Finanzierungsrunde aus. In den Fällen solcher Beteiligungen lassen wir uns immer von einem Fachkollegen rechtlich rundum beraten, ohne besondere Rechtsformen zu bilden. Das schützt uns bislang wirksam, z. B. vor Verwässerungen.“

**Ulrich Schmeiser**

## Die nächste Ausgabe von BANDquartal

---

BANDquartal 4, 2016 befasst sich mit dem Thema Women Business Angels und wird im Dezember 2016 erscheinen.

## Impressum

BANDquartal: Online Magazin, erscheint vierteljährlich

Ausgabe 2-3, 2016

### Redaktion

Matthias Wischnewsky, M.A.

### Herausgeber

Business Angels Netzwerk Deutschland e.V. (BAND)

Dr. Ute Günther

Dr. Roland Kirchhof

Semperstr. 51

45138 Essen

Telefon +49 201 894 15 60

Fax +49 201 894 15 10

Mail [band@business-angels.de](mailto:band@business-angels.de)

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

BANDquartal wird kostenlos an einen interessierten Leserkreis verteilt.

Gefördert durch:



Bundesministerium  
für Wirtschaft  
und Energie

aufgrund eines Beschlusses  
des Deutschen Bundestages

Sponsoren:



Finanzgruppe

KFW



High-Tech Gründerfonds

