

## Endlich Exit?

### Best Practice, Perspektiven und Strategien für Angels

#### Inhaltsverzeichnis

.....	1
Editorial.....	2
<i>Paola Bonomo</i> When ecosystems meet: exit for an Italian SaaS company .....	3
<i>Dr. Johannes Velling</i> Den Ausstieg versüßen – der neue Exitzuschuss von INVEST .....	4
<i>Mark Miller</i> Sechs unterschiedliche Interessen, ein Exit – Wie geht das? .....	7
<i>Alfred Möckel</i> Grundlagen einer erfolgreichen Exit-Strategie.....	9
<i>Dr. Tobias Engelhardt</i> Business Angel Investments: Exit ist nicht alles – aber ohne Exit ist alles nichts.....	11
<i>Prof. Wolf Michael Nietzer</i> Vorbereitungen eines Exits.....	14
<i>Nicolas Gabrysch, Till-Manuel Saur</i> Zur Relevanz von Drag-Along Klauseln für den Exit.....	17
<i>Philipp Hartmann</i> Exiterwartungen .....	19
<i>Christian Vollmann</i> Vollgas statt Exit! Oder: Warum ich das Wort Exit nicht mehr hören kann!.....	20

BANDquartal 3-4/2017 widmet sich dem Thema Exit, einem der nach wie vor meistdiskutierten Themen im Angel Ecosystem. Und weil öffentlich verfügbare Best Practice Beispiele rar sind, präsentieren wir Ihnen als Aufmacher für die Herbstausgabe von BANDquartal ein in mehrfacher Hinsicht besonderes Exitbeispiel: **Paola Bonomo**, Italien, im Sommer 2017 von BAND mit der „Golden Aurora“ ausgezeichnet als „Europe’s Female Angel Investor of the Year“, erzählt die AdEspresso Exit Story, berichtet über den Verkauf ihres Beteiligungsunternehmens an Hootsuite, Kanada.

Je größer der Veräußerungsgewinn, desto größer die Freude über den Exit, vorausgesetzt, die Freude wird nicht durch die Steuerlast auf Veräußerungsgewinne wieder getrübt. Der neue Exit-Zuschuss im Rahmen von INVEST - Zuschuss für Wagniskapital bannt diese Gefahr. Wie er funktioniert, wie und wann der Angel Investor an den steuerfreien Exit Zuschuss kommt, erläutert **Dr. Johannes Velling**, Bundesministerium für Wirtschaft und Energie.

Investieren, veräußern, wieder investieren: Für viele Angel Investoren ist das Vision und Anspruch eines idealtypischen Angel Investor Zyklus. In der Praxis erweist er sich allerdings mit vielen Hindernissen gespickt, nicht zuletzt, weil entlang der Finanzierungs-kette eines Unternehmens viele Akteure mit unterschiedlichen Interessen mitmischen. Wie man hier einen Interessensausgleich herstellen kann, das beleuchtet **Mark Miller**, CatCap GmbH, Hamburg, in seinem Beitrag. Sein Fazit: Es bedarf einer Strategie, frühzeitiger Planung und guter Vorbereitung.

Wie das gehen kann, was aktive Angels tun, um ihre Exitoptionen zu gestalten, was die Praxis lehrt und welche „lessons learned“ sich daraus für die Angels Community ableiten lassen, damit beschäftigen sich die folgenden drei Beiträge prominenter Angel Investoren, und zwar jeweils aus unterschiedlichen Perspektiven. Den Anfang macht **Alfred Möckel**, Berlin, der sich auf die Suche nach einem Erfolgsmuster seiner erfolgreichen Exits begibt. Der nächste Beitrag stammt aus der Feder von **Dr. Tobias Engelhardt**, Angel Investor aus Stuttgart. Er identifiziert sechs Schritte zum Exit, hergeleitet aus seinen praktischen Erfahrungen. Es folgt der Beitrag von **Prof. Wolf Michael Nietzer**, Heilbronn,

der sowohl aus Sicht des Angel Investors als auch aus Sicht des Transaktionsanwalts zentrale Stellschrauben sorgfältiger Exitvorbereitungen sowohl für Business Angels als auch für die Gründer benennt.

Und weil es für den Exit immer eines Vertragswerkes bedarf, kommen im aktuellen BANDquartal Anwälte zu Wort: **Nicolas Gabrysch** und **Till-Mauel Saur**, Osborne Clarke, diskutieren in ihrem Beitrag die Relevanz von Drag-Along Klauseln für den Exit. Ihr genereller Rat: Den Exit schon beim Einstieg im Blick haben und bei der Gestaltung von Beteiligungsverträgen diesem Prinzip folgen.

**Philipp Hartmann**, einer der Rheingau Founders, nimmt als Serial Entrepreneur und Angel Investor die Exit-Sicht der Gründer in den Blick und überrascht u.a. mit der These, dass die „schiere Möglichkeit eines Exits“ viele Gründer überhaupt erst dazu motiviert, das Risiko einer Unternehmensgründung einzugehen.

Den Schlusspunkt mit Ausrufezeichen unter diese Ausgabe von BANDquartal setzt **Christian Vollmann**, Berlin, ebenso wie Alfred Möckel kürzlich ausgezeichnet und geehrt als „Business Angels des Jahres 2017“. Im Gegensatz zu Alfred Möckel kann aber Christian Vollmann das Wort „Exit“ schon gar nicht mehr hören. „Vollgas statt Exit“ lautet seine These. Dahinter verbirgt sich sein leidenschaftliches Plädoyer für: „langfristig denken zahlt sich aus.“

Wir bedanken uns bei der Autorin und den Autoren und zollen ihnen großen Respekt für die Offenheit, mit der sie uns teilhaben lassen an ihrem Engagement als Angel Investor, für ihre Bereitschaft, ihr Wissen und ihre Erfahrungen zu teilen und für den Mut, pointiert Stellung beziehen.

Ihnen, den Lesern von BANDquartal, wünschen wir viel Spaß beim Eintauchen in die spannende und herausfordernde Business Angel Welt. Beziehen auch Sie Position, schicken Sie uns Ihre Kommentare, Ihre Kritik und Ihre Meinungen ([band@business-angels.de](mailto:band@business-angels.de)).

Herzlichst

Ihr BANDteam

**Italy** rarely features in the annals of the European startup ecosystem, and – apart from the biotech and pharma sector – large fundraising or exit events are still rare. There are a few notable exceptions (two fintech companies, Moneyfarm and Satispay, and a network of coworking spaces, Talent Garden, have made headlines over the last two years), but it is safe to say that Italian entrepreneurs and companies have not become household names to the extent that their French or Spanish counterparts have.

This is why I believe that **AdEspresso's** story is worth telling: AdEspresso grew mostly “under the radar”, was well known only to specialists in a subset of the digital advertising space, and yet achieved a successful exit in little more than three years after raising its first outside money.

Founded by Massimo “Max” Chieruzzi in 2012, AdEspresso had set to work on what seemed to be an intractable problem: how to generate, run and debrief A/B tests for Facebook ads at scale in a way that optimized campaign performance for a given budget with many target segments, and still was manageable for an SME without dedicated headcount or the support of a marketing agency. Max was, in essence, solving his own problem: as the founder of a Web agency himself, his clients often asked him to help out with small Facebook advertising budgets, and he quickly developed an in-depth expertise. When Max started AdEspresso, some key people from his previous team followed him; soon he hooked up with California-based Armando Biondi, who went on to become AdEspresso's COO and co-founder.

What about funding? AdEspresso was largely bootstrapped: remember, in 2012-13 there was still considerable skepticism in the market around the viability of Facebook as an advertising environment. Facebook's IPO in May 2012 had brought the platform under huge scrutiny, and its leaders were under pressure to come up with a mobile strategy and prove the opportunity for mobile monetization. Luckily for AdEspresso, clients were seeing results from investing ad budgets on Facebook, and revenues soon started paying the bills for the nascent company. Furthermore, those revenues

were recurring, and marketing costs were low, as AdEspresso filled the nascent space with what turned out to be one of its most powerful weapons: transforming the team's expertise into content marketing that was helpful to users and also pleased search engines.

In the fall of 2013, AdEspresso seized a decisive opportunity: it was admitted to Batch 7 of Dave McClure's **500 Startups** acceleration program. As Max prepared to relocate to California, he decided to pitch to a number of angel investors, and raised AdEspresso's first angel round while he was going through the accelerator. Andrea Rota – a fellow member of Italian Angels for Growth – and I, together with a number of friends, were among Max's enthusiastic Italian backers.

Things moved quickly: in 2014, AdEspresso was certified by Facebook as Preferred Marketing Developer (the program known today as Facebook Marketing Partner). In the spring of 2015, it raised another convertible note, but did not go for the bigger round that it could have sought based on its metrics. A Facebook post from November 2015 shows a beaming Max next to Sheryl Sandberg, in a picture taken at the exclusive lunch with Sandberg held for top partners during the Facebook Marketing Partner summit.

The first priced equity round, from a small VC team in Silicon Valley, came in the spring of 2016, and Armando's comments<sup>1</sup> in the AdEspresso blog perfectly encapsulated the team's feelings:

- ***Making money is the new raising money, since it means you're delivering actual value to actual customers.***
- *[We have a] profitable business model (we make 7.5x our Customer Acquisition Cost in the first month) and an aggressively growing company (10x in terms of AdSpend Processed and 6.5x in terms of Net Revenue, year-over-year).*
- *...We turned down five acquisition offers in the last six months... we had other Term Sheets on*

---

<sup>1</sup> <https://adespresso.com/academy/blog/adespresso-raises-20m-heres-whats-next/>

*the table and we could have raised 3x more or at 50% higher valuation, but we didn't.*

- ***If what you're doing is remotely interesting, you \*will\* get M&A proposals.***

In late 2016, after discussing the opportunity with their investors, Max and Armando eventually decided to seriously discuss one of those acquisition offers: the one put on the table by Hootsuite, the Vancouver-based leader in social media management tools for publishers and brands. The two companies were already partnering on a commercial basis and working on product integrations, and as Ryan Holmes (the Hootsuite founder and CEO) got to know Max and Armando, both sides had started feeling that there could be something more to it. In December 2016, the deal was done. It was an emotional moment for the founders, for the team, and for the angel investors who'd been close to the company for the previous three years. When the acquisition was publicly announced in February 2017, here's what Armando blogged:<sup>2</sup>

*[It is] a big win of the **mid-sized M&A**, where founders raise some capital but not too much, focus on execution and growth and revenue, maintaining the ownership and flexibility to consider and eventually accept outcomes that are life-changing for them and generate great returns for their investors... but are ultimately a big 'narrative violation' of the classic Silicon Valley story, where the only acceptable outcome is \$1B+.*

His further post on the process of negotiating and closing a deal in Silicon Valley ("AdEspresso joins Hootsuite – Anatomy of an M&A") should be, in my opinion, required reading for any entrepreneur who is starting to think about selling the company.

As I write this, Armando is in Vancouver and Max has returned to Milan, based in what has become Hootsuite's Italian office. As an investor in AdEspresso in 2013 who doubled up in 2015, I am proud of their success. I have also learned lessons that have informed, and sometimes strengthened, my investment criteria. I am a big fan of the "dual model", companies with one leg in Italy (product management, developers, customer support) and one leg abroad (commercial and business development). I have seen how SaaS companies can often go global right away – especially by riding the tiger of a global platform, as AdEspresso did by shining in the Facebook Marketing Partners program: such businesses are truly borderless and scaling them is much faster than scaling pretty much anything else. And most importantly, I've been part of a trust-based, transparent and collaborative relationship between angels and entrepreneurs. As Boston-based investor Lydia Schroter says, "Angel investing is like a marriage where you hope to have a happy divorce five years later." With AdEspresso, I believe my coinvestors and I share the assessment that the divorce has come a bit sooner, that we've been a lot happier than usual, and most of all, that we've remained friends.

#### Zur Autorin



**Paola Bonomo** is a non-executive director, angel investor and advisor in the digital technology space. Since 2009, she has invested in technology startups with Italian Angels for Growth, where she focuses on investments in the digital space. In 2015 and again in 2016, Paola was recognized as one of the Inspiring Fifty, the fifty most inspiring women in European Technology. In 2017, she was awarded both the Business Angel of the Year award in Italy and the "Golden Aurora Award" as "Europe's Female Angel Investor of the Year" by BAND.

Dr. Johannes Velling

#### Den Ausstieg versüßen – der neue Exitzuschuss von INVEST

Über zwanzig Jahre ist es her, dass der Begriff des Business Angels Einzug in den deutschen Sprachgebrauch genommen hat. In der Nachfolge sind zahlreiche regionale Business Angels Netzwerke entstanden, die sich im Business Angels Netzwerk Deutschland

(BAND) zusammengeschlossen haben. Doch bis die Business Angels den Ritterschlag aus der Politik erhalten haben, sollte es noch sehr viel länger dauern. Erst 2009 hat das Wort Business Angel erstmals Eingang in einen Koalitionsvertrag der Regierungsparteien im

<sup>2</sup> <https://adespresso.com/academy/blog/adespresso-joins-hootsuite-anatomy-of-an-ma/>

Bund gefunden (damals noch sehr abstrakt: „Wir werden das Umfeld für die Tätigkeiten von **Business Angels** in Deutschland verbessern“). Damit erkannte die Politik zum ersten Mal quasi offiziell den beträchtlichen volkswirtschaftlichen Beitrag von Business Angel Investitionen für das Heranwachsen junger, innovativer Unternehmen an. Zugleich war offensichtlich, dass sowohl die absolute als auch die relative Zahl an Business Angels in Deutschland im Vergleich zu den Ländern, mit denen sich Deutschland im internationalen Innovationswettbewerb misst, viel zu niedrig ausfiel. Dies war die Geburtsstunde von „INVEST – Zuschuss für Wagniskapital“. Das neue Programm, das ein Fünftel der nachgewiesenen Investitionen eines Business Angels in förderfähige Start-ups in Deutschland bezuschusst, erblickte im Mai 2013 das Licht der Welt.

#### *Enterprise Investment Scheme als Pate*

Pate für INVEST hat insbesondere das britische Enterprise Investment Scheme (EIS) gestanden. Dieses Förderschema, das über eine Steuererleichterung private britische Investoren in Wagniskapital fördert, wurde bereits 1995 aufgelegt und dann sukzessive weiterentwickelt. Die wichtigsten Bestandteile des EIS sind das sog. Income Tax Relief und das Capital Gain Tax Relief. Beim Income Tax Relief kann der Investor unter bestimmten Umständen 30% der Investition von seiner Steuerschuld abziehen, während das Capital Gain Tax Relief dem Investor seine Steuerschuld auf Veräußerungsgewinne aus einem Engagement an kleinen und mittleren Unternehmen erlässt. INVEST hat sich in seiner ersten Auflage in 2013 lediglich auf das Income Tax Relief bezogen. Jedoch ist INVEST fokussierter und innovationsorientierter als das EIS (z.B. nur kleine Unternehmen jünger als 7 Jahre zugelassen), ist etwas weniger großzügig (nur 20%, statt 30%), lässt dafür aber etwa auch Business Angel Beteiligungsgesellschaften als Investoren zu. Der wichtigste Unterschied besteht aber darin, dass INVEST als sofort auszahlbarer Zuschuss gewährt wird, während der EIS als Abzug von der Einkommensteuer konstruiert ist. Ökonomisch betrachtet sind beide Instrumente grundsätzlich identisch, auch wenn eine Steuererleichterung in einem Land mit vielen passionierten Steuersparern psychologisch manchmal anders wirken mag.

#### *INVEST 2.0*

Nach den positiven Erfahrungen mit INVEST – nicht zuletzt bestätigt durch eine externe Evaluation und bis dahin erteilten 2.700 Förderfähigkeitsbescheinigungen und ebenso vielen Investorenbewilligungen – hatte sich die Politik entschieden, bei der Förderung von Business Angel Investitionen einen Schritt weiterzugehen. Auf dem letzten Deutschen Business Angel Tag in Nürnberg wurde kurz vor Weihnachten 2016 das

neue INVEST 2.0 verkündet. Mit dem beihilferechtlichen Segen der EU-Kommission in Brüssel ausgestattet konnten ab dem 1. Januar 2017 deutlich großzügigere Förderbedingungen in Anspruch genommen werden.

INVEST 2.0 besteht aus zwei wesentlichen zusätzlichen Komponenten. Zum einen wurden die Förderbedingungen des bisherigen sog. Erwerbszuschusses – also des 20% Zuschusses bei Erwerb der Beteiligung – verbessert. So sind neuerdings Wandeldarlehen ebenso förderfähig wie Anschlussfinanzierungen. Auch bei den zugelassenen Beteiligungsgesellschaften wurden großzügigere Ausgestaltungen erlaubt. Und ganz wichtig: Die maximale Förderhöhe pro Jahr und Investor wurde auf 500.000 Euro verdoppelt.

#### *Der neue EXIT-Zuschuss*

Während diese Verbesserungen für Investoren und indirekt auch für Start-ups sofort spürbar werden, zielt die zweite Verbesserung auf den Zeitpunkt des Ausstiegs von Investoren aus dem Unternehmen ab: Zum Zeitpunkt des Verkaufs erhält der Investor einen Zuschuss von 25% des Veräußerungserlöses, wenn bestimmte Bedingungen eingehalten sind. Diese sind:

- Es muss sich um eine durch den Erwerbszuschuss geförderte Beteiligung handeln, die nach dem 1.1.2017 eingegangen wurde.
- Die Beteiligung ist mindestens drei Jahre zu halten (Mindesthaltfrist wie bei Erwerbszuschuss).
- Die Beteiligung kann höchstens zehn Jahre gehalten werden.
- Es werden ausschließlich natürliche Personen gefördert.
- Der Veräußerungsgewinn muss mindestens 2.000 Euro betragen (Bagatellgrenze).
- Erwerbszuschuss und Exitzuschuss zusammen dürfen nicht mehr als die Höhe der Investition ausmachen.

Die Höhe von 25% ist nicht zufällig gewählt. Der Exitzuschuss hat den Anspruch, die Steuerlast bei der Veräußerung von Business Angel Investitionen als natürliche Person auszugleichen. Die Steuerlast kann sich folgendermaßen herleiten:

1. Einkünfte aus Kapitalvermögen (§20 Abs. 2 EStG): Bei einem Anteil von weniger als 1% am veräußerten Unternehmen fällt die Abgeltungssteuer an. Einschließlich Solidaritätszuschlag beträgt die Steuerlast ca. 26,4%.

2. Veräußerung von im Privatvermögen gehaltenen Anteilen an Kapitalgesellschaften (§17 Abs. 1 EStG): Die Veräußerungsgewinne von Anteilen größer 1% sind nach dem Teileinkünfteverfahren mit dem persönlichen Steuersatz zu versteuern, die Steuerlast beträgt beim Höchstsatz der Einkommensteuer (ohne Reichensteuer) einschließlich Solidaritätszuschlag ca. 26,6%.
  3. Einkünfte aus Gewerbebetrieb bei im Betriebsvermögen gehaltenen Anteilen (§15 Abs. 1 EStG): Auch hier ist das Teileinkünfteverfahren anzuwenden. Zusätzlich fällt Gewerbesteuer an, die aber mit der Einkommensteuer verrechenbar ist, die Steuerlast beträgt ebenfalls 26,6%.
- Förderhöhe: Die Steuerlast auf den Veräußerungsvorgang ist etwa bei der Abgeltungssteuer leicht höher (wenn auch Business Angel Investitionen in der Regel über 1% liegen und die Abgeltungssteuer daher eher selten zur Anwendung kommt), bei einer Besteuerung über §15 oder 17 EStG kommt jedoch der individuelle Steuersatz zur Anwendung, der – solange er unter dem Spitzensteuersatz liegt – in Kombination mit dem Teileinkünfteverfahren in der Regel niedriger als 25% ist. In vielen Fällen dürfte der Investor daher leicht höhere Zuschüsse erhalten als er an Veräußerungsgewinnsteuern zahlt.

#### *Beteiligungsgesellschaft eher unvorteilhaft*

Damit es nicht dazu kommt, dass Veräußerungsgewinne einerseits bezuschusst werden, aber eine spätere Besteuerung unterbleibt, ist eine Kontrollmitteilung an das zuständige Wohnsitzfinanzamt vorgesehen.

#### *EXIT-Zuschuss versus Capital Gain Tax Relief*

Mit dem Exitzuschuss ist INVEST dem EIS auch hinsichtlich der Behandlung von Veräußerungsgewinnen nahezu gleichgezogen. Dennoch gibt es selbstverständlich Unterschiede zwischen dem Exitzuschuss und dem Capital Gain Tax Relief des EIS in Großbritannien:

- Deckelung des Höchstbetrages: Der Exitzuschuss ist bei 80% der Investitionssumme gedeckelt (s.o.). D.h. für den Betrag, der ein Multiple von 4,2 übersteigt, erhält der Investor keinen Zuschuss mehr. Trotz aller Hoffnungen bei Erstinvestition: Ein Multiple von mehr als 4,2 haben die wenigsten Business Angels jemals in ihrem Leben realisieren können. Für die Förderer ist jedoch eine Deckelung wichtig, denn sonst kann es leicht passieren, dass der Großteil des Fördergeldes auf ganz wenige Investitionen entfällt und die Haushaltsansätze nicht ausreichen.
- Deckelung bei zehn Jahren: Zeitliche Befristungen sind auch im Steuerrecht nicht fremd, doch auf den Capital Gain Tax Relief grundsätzlich nicht anwendbar. Doch eine Fördermaßnahme ist ohne eine Befristung nicht denkbar.

Den Exitzuschuss können nur natürliche Personen beantragen, Kapitalgesellschaften dagegen nicht. Hintergrund ist die Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen von Kapitalgesellschaften gemäß §8b Abs. 2 KStG. Nur 5% der Veräußerungsgewinne sind als pauschal nicht abzugsfähige Betriebsausgaben steuerpflichtig, die Steuerlast auf Veräußerungsgewinne beträgt daher bei Kapitalgesellschaften lediglich 1,5%.

Gerade diese nahezu vollständige Steuerfreiheit der Veräußerungsgewinne war in der Vergangenheit für viele Business Angels ein Grund, ihre Investitionen über eine Beteiligung-GmbH vorzunehmen. Dieser Vorteil relativiert sich nun deutlich. Denn: Bei Veräußerungsgewinnen ist der bisherige Vorteil der Steuerfreiheit bei einer Investition über eine Business Angel GmbH praktisch weggefallen, bei Veräußerungsverlusten jedoch kann man nur als natürliche Person eine Verrechnung mit positiven Einkünften an anderer Stelle vornehmen, innerhalb der GmbH macht diese Verrechnungsmöglichkeit keinen Sinn.

Gerade sog. Virgin Angel, also solche Business Angels, die das erste Mal investieren, sollten sich daher künftig gut überlegen, ob sie wirklich die Mühen und Kosten auf sich nehmen wollen, eine Beteiligung-GmbH aufzusetzen. Denn die bisherigen steuerlichen Vorteile werden seit Januar 2017 durch den neuen Exitzuschuss außer Kraft gesetzt bzw. sogar ins Gegenteil verkehrt. Der Schritt zu einer eigenen Beteiligung-GmbH ist eigentlich guten Gewissens nur denjenigen zu empfehlen, die überzeugt davon sind, eines Tages beim Exit ein Vielfaches ihrer Investition einzustreichen (deutlich oberhalb eines Multiplies von 4,2) oder aber davon ausgehen, nach 10 Jahren immer noch dabei zu sein.

## Zum Autor



**Dr. Johannes Velling** ist Ministerialrat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Energie und als Referatsleiter „KfW, Startup-Finanzierung“ zuständig für innovative Start-ups, Business Angels, Seed-Financing, Gründungskultur und Unternehmergeist in Schulen und Hochschulen sowie für die institutionelle Betreuung der KfW. Herr Velling studierte Volkswirtschaftslehre an den Universitäten Mannheim und Eugene/Oregon, USA. Während seiner Promotion zwischen 1991 und 1995 arbeitete er am Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW). 1996 trat er in den Bundesdienst ein.

Mark Miller

## Sechs unterschiedliche Interessen, ein Exit – Wie geht das?

Der Start einer Unternehmung wird oft von mehreren Parteien begleitet. Neben dem Gründer und dem Management haben sich in den vergangenen Jahren vier große Investorengruppen herauskristallisiert: Venture Capital-Geber, strategische Investoren, Business Angels und Crowd-Investoren.

Der Zeitpunkt des Einstiegs der einzelnen Parteien ist oft unterschiedlich, jedoch führt der Weg am Ende für alle gemeinsam auf das gleiche Ziel hinaus, erfolgreich den Exit zu meistern.

Der Weg dorthin ist jedoch alles andere als einfach und stellt die Parteien vor diverse Aufgaben. Auch wenn die Interessen und Absichten der Seiten sehr unterschiedlich sind, kommt es am Ende darauf an, dass alle in die gleiche Richtung arbeiten, und zum Schluss der Exit mit Erfolg geschafft wird.

In der Abbildung (S. 8 unten) sind die beteiligten Parteien und ihre Interessen verdeutlicht dargestellt. Diese unterschiedlichen Interessen führen immer wieder zu Interessenskonflikten, die für vielversprechende Unternehmungen zum Problem werden können und damit aufgelöst werden müssen.

Welche Konfliktsituationen treten also auf und wie können sie gelöst werden?

Eine Vielzahl der Interessenskonflikte entsteht bei dem Aufeinandertreffen zwischen den Venture Capital-Gebern auf der einen Seite, und den Gründern, dem Management sowie den Business Angels, auf der anderen Seite.

Hierbei ist zu beachten, dass zwischen Gründern und Angels allgemein eine Freundschaft besteht, die durch den Einstieg eines gemeinsamen „Feindes“, dem VC, noch einmal verstärkt wird.

Klassische Beispiele für Interessenskonflikte zwischen diesen Parteien sind den unterschiedlichen Zielsetzungen und Planungen der Beteiligten geschuldet. Während die eine Seite versucht, mit der Unternehmung nach den Sternen zu greifen, ist die andere Seite schon zufrieden, einen mittleren Exit zu erreichen.

Oft verlieren VCs den Spaß an der Investition und drängen auf einen Verkauf hin, während die anderen

Parteien von einem Exit nichts hören wollen und an den langfristigen Erfolg der Unternehmung glauben. Die mehrfachen Liquidationspräferenzen der VCs verschärfen diesen Interessenskonflikt.

Des Weiteren erhalten Angels oft kein vernünftiges Reporting über den Stand der Dinge. Die hierdurch entstehende Informationsasymmetrie ist ein häufiger Grund für Konflikte und Unstimmigkeiten zwischen den einzelnen Parteien.

Diesen Interessenskonflikten stehen mehrere Lösungsvorschläge gegenüber, die heutzutage schon in der Praxis oft zum Einsatz kommen. Zum einen sind ausgewogene Mitverkaufsrechte und –pflichten ein wirkungsvolles Werkzeug dafür zu sorgen, dass alle Beteiligten ein Interesse daran haben, dass die Unternehmung langfristig am Markt existiert und erfolgreich ist. Wenn der VC nicht mit den restlichen Parteien an einem Strang zieht, sollte die Beziehung so schnell wie möglich beendet werden, bzw. es gar nicht erst zu einem Engagement des VCs an dem Unternehmen kommen. Bei größeren Finanzierungsrunden sollten Secondarys vereinbart werden, um den Angels den (teilweisen) Ausstieg zu ermöglichen. Aus der Sicht der Angels ist es wichtig zu beachten, dass diese nur investieren sollten, wenn sie nachhaltig relevant für das Unternehmen sind. Sonst sind sie wie das fünfte Rad am Wagen.

Auch zwischen Strategen und dem Rest der Parteien können Konflikte entstehen, da der Strategie Sonderinteressen aufweist und sich aus der Investition bspw. die Erschließung neuer Technologien oder die Erweiterung der eigenen Wertschöpfungskette erhofft, während die restlichen Parteien primär Renditeinteressen vertreten.

Eine mögliche Lösung dieses Konfliktes ist ein eingeschränktes Reporting für den Strategen, sowie klare Absprachen zum Exit-Mechanismus, Preis und Entscheidungsweg des Strategen.

Weitere Konflikte entstehen zwischen Gründern und Management im Zusammenspiel mit den restlichen Parteien oftmals dadurch, dass die Gründer und das Management über Jahre hinweg mit der Unternehmung verhaftet sind und nachhaltige Entscheidungen treffen wollen, während der Rest nur das schnelle Geld sehen will.

Um die hieraus entstehenden Konflikte zu umgehen, sind offene Reflexionen dieser Unterschiede zwischen den Parteien nötig. Hierbei sollte durch Moderation ein fairer Risikoausgleich gefunden werden.

Auch zwischen Crowd-Investoren und Venture Capital-Gebern besteht ein hohes Konfliktpotential, da die Governance der beiden Seiten völlig unterschiedlich ist und nicht zusammenpasst. Die Crowd-Verträge

müssen so gestaltet sein, dass sie VC-kompatibel sind.

Man kann schnell erkennen, dass auf dem Weg zu einem erfolgreichen Exit, aufgrund dieser vielen Konfliktpotentiale, diverse Schwierigkeiten auf alle Beteiligten lauern. Daher sollten folgende Empfehlungen beachtet werden, bevor man sich mit dem Exit auseinandersetzen will:

- Die Interessenskonflikte sollten im Vorfeld identifiziert und ausgeräumt werden.
- Die Fronten sollten geklärt und die Erwartungen moderiert werden.
- Es sollte ein Pool mit Sprecher gebildet und der Cap Table ausgeräumt werden.
- Die Verhandlungsrollen sollten definiert sein und taktisch zum Einsatz kommen. Auch das Netzwerk der Gesellschafter sollte berücksichtigt und gezielt genutzt werden.

Wenn alle diese Punkte vor dem Exit beachtet werden, und die Parteien gemeinsam an einem Strang ziehen und allen Parteien von Anfang an klar ist, worauf sie sich einlassen, sollte dem erfolgreichen Exit nichts mehr im Wege stehen.

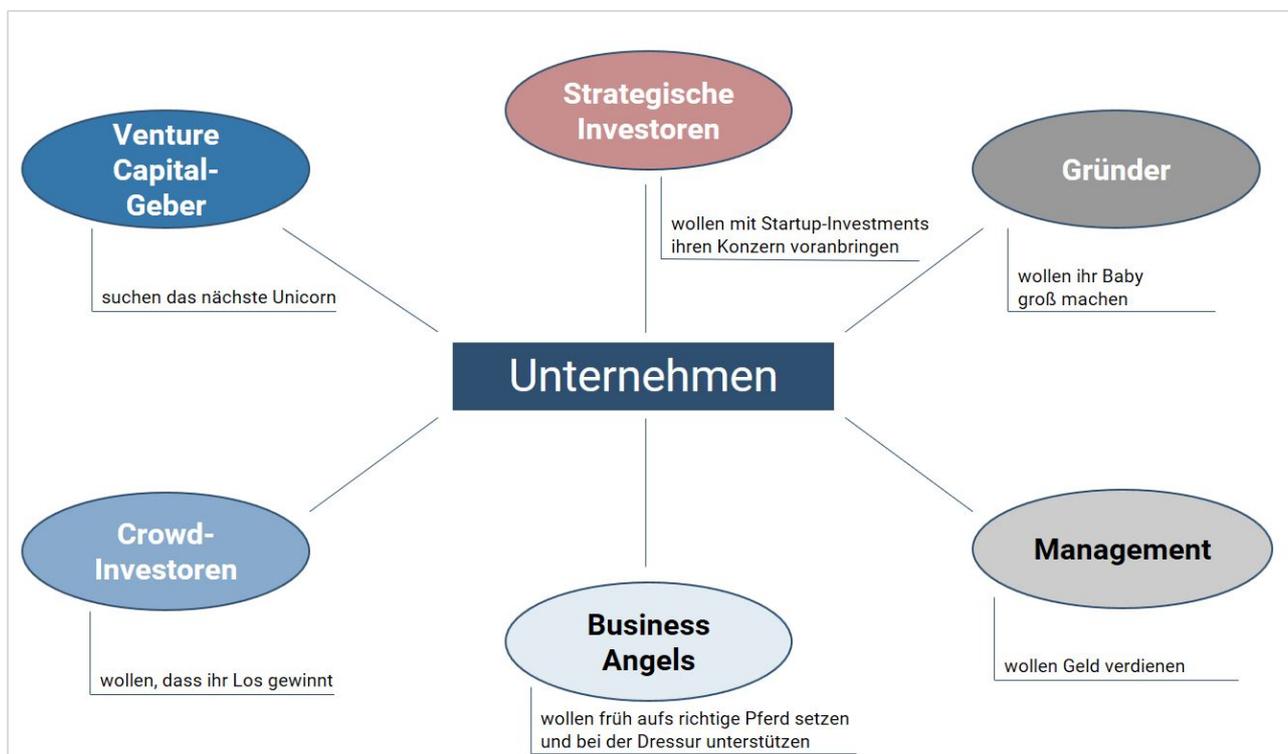


Abb. 1: Unterschiedliche Interessen der Akteure

## Zum Autor



**Mark Miller** ist Gründer und Geschäftsführer der CatCap GmbH. CatCap und das internationale M&A Netzwerk Globalscope bieten eine integrierte cross-border M&A Beratung für mittelgroße Transaktionen. Mark Miller hat immer auch ein offenes Ohr für ambitionierte Gründer und setzt sein Netzwerk und seine Erfahrung für sie ein. So ist er Mitgründer der Vion Technologie GmbH. Zudem gehört er dem Board of Directors des schwedischen Games-Unternehmens Stillfront Group AB an. Als Diplom-Betriebswirt (BA) war er bei der Deutschen Bank im Firmenkunden- und Vermögensverwaltungs-geschäft tätig. Bei der Bertelsmann AG prüfte er als Analyst strategische Beteiligungsmöglichkeiten. Insgesamt war er an über 100 erfolgreichen Transaktionen beteiligt.

Alfred Möckel

## Grundlagen einer erfolgreichen Exit-Strategie

*Basierend auf einem Vortrag beim BAND Business Angels Community Summit 2017<sup>1</sup>*

Seit Beginn meiner Aktivitäten als Business Angel im Jahre 2002 habe ich in 13 Start-ups in der Pre-Seed- und Seed-Phase investiert und mich von sieben wieder getrennt. Vier Investments waren leider erfolglos, drei allerdings sehr profitabel - im Schnitt haben diese Exits einen mittleren zweistelligen Faktor auf meine Investitionssumme eingespielt.

Leider ist die Transparenz des Marktes für Frühphaseninvestitionen sehr eingeschränkt, sodass ein Marktvergleich nicht möglich ist. In Publikationen kann man häufig lesen, dass im Durchschnitt nur ein bis zwei von zehn Investitionen die Rendite für das gesamte Portfolio erwirtschaften müssen; meine Investitionen wären damit vergleichsweise ganz ordentlich gelaufen.

Sicherlich hat mir bei allen meinen Investmententscheidungen geholfen, dass ich selbst als Gründer Erfahrungen sammeln konnte: Bereits 1984 habe ich Depotverwaltungssoftware geschrieben und ein paar hundert Pakete an Banken verkauft. Neben meinem Stipendium von der Friedrich-Naumann-Stiftung hat das mein Studium finanziert. Im Jahr 2001 gründete ich dann die erste europäische Online Investmentbank - heute würde man das "FinTech" nennen. Auch mein Erfahrungshintergrund als Fondmanager und Investmentbanker - insbesondere die vielen Börsengänge an den Neuen Markt - ist sicherlich nützlich.

*Ein mögliches Erfolgsmuster für den Exit?*

Bei der Suche nach einem Erfolgsmuster meiner Exits fällt auf, dass ich bei allen der einzige externe Investor war, da sich diese Unternehmen von Anfang an darauf konzentriert haben, Erträge zu erwirtschaften (bootstrapping), um möglichst wenig Verwässerung in Kauf nehmen zu müssen. Aus diesem Grund konnte ich bei all diesen Unternehmen nicht so viel investieren, wie ich gerne wollte, bzw. normalerweise tue. Ebenso war die Haltedauer bis zum Exit geringer als im Schnitt meines Portfolios.

Interessanterweise passt das exakt zu den schon vor ein paar Jahren von Venture Archetypes<sup>2</sup> erkannten Trends in den USA: Die heutige IT und Kommunikations-Infrastruktur ermöglicht es, mit kleinerem Kapital zu starten und zu wachsen. Große Finanzierungsrunden sind demnach nicht immer notwendig. Schlanke Start-up-Modelle können schnell ihre relevanten Märkte testen und gegebenenfalls die Strategie anpassen. Im Pre-Seed und Seed-Umfeld sind Business Angels die wichtigste Finanzierungsquelle. Große Unternehmen setzen immer stärker auf Akquisitionen als auf eigene Forschung und Entwicklung. Große Unternehmen haben viele liquide Mittel und günstige Finanzierungsmöglichkeiten und benötigen dringend Wachstumsstories für ihre Aktionäre. Unternehmenskäufe finden stärker auch über Sektoren hinweg statt. Alle diese Trends finden sich in meinen Exits wieder.

Interessante Informationen zum Thema Exit finden sich auch im "BAND Best Practice Koffer"<sup>3</sup>. Die dort genannte erste "Lehre" kann ich aus meiner Erfahrung voll unterstreichen: "Die Erfolgsfaktoren bei Gründung bleiben auch meist die Erfolgsfaktoren für den EXIT".

<sup>1</sup> <https://www.business-angels.de/impressionen-band-business-angels-community-summit-2017/>

<sup>2</sup> <https://www.slideshare.net/VentureArchetypes/startup-exit-strategy-thought-piece-v76>

<sup>3</sup> <http://www.business-angels.de/wp-content/uploads/2013/12/10-Lehren-005.pdf>

Natürlich müssen Marktwachstum, Wettbewerbssituation und Produkt passen. Ganz wichtig ist aber auch das Team. Erfolgreiche Start-up-Gründerteams setzen sich aus Nerds, Strategen, Verkäufern und Meister der Zahlen zusammen. Oft vereinigen einzelne Gründer Teile davon in einer Person. Wenn man sich vor Augen hält, welche Charaktere mit diesen idealtypischen Qualifikationen verbunden sind, ist es offensichtlich, dass es hier sehr schnell zu Spannungen kommen kann. Als Business Angel sind wir hier gefordert, für eine Unternehmenskultur zu sorgen, die auf gegenseitigem Respekt basiert, in der die Gründer einander auf Augenhöhe schätzen. Bei entstehenden Reibereien ist die Erfahrung eines Business Angels sehr hilfreich. Wenn das Team frühzeitig auseinanderfällt, ist das Start-up in der Regel kaum zu retten.

#### *Den Exit vorbereiten*

Ganz entscheidend für einen erfolgreichen Exit ist das Timing. Auch hier gibt Venture Archetypes wertvolle Hinweise: Aus Verkäufer-Sicht ist ein optimaler Zeitpunkt zum Verkauf gekommen, wenn der Markt bereit ist, hohe Prämien auf zukünftige Erwartungen zu bezahlen. Das ist besonders dann der Fall, wenn Großunternehmen in einzelnen Bereichen dringend Verstärkung benötigen. Bevor man eine neue Finanzierungsrunde mit VC-Investoren plant, ist es dann sehr sinnvoll, auch über einen Gesamt-Exit nachzudenken. Aus der Käuferperspektive ist ein starkes Gründerteam, das eine großartige Idee hat, die zumindest teilweise einen "Proof of Concept" nachweisen kann, von entscheidender Bedeutung. Die großartige Idee und das entsprechende Momentum eines Start-ups gepaart mit dem Marktzugang und finanziellen Ressourcen eines Großunternehmens führt zur oft genannten (und selten erreichten) "Win-Win-Situation". Einen sehr guten Anhaltspunkt für das Timing gibt auch der Gartner Hype Cycle.<sup>4</sup> Bevor eine Technologie in das Tal der Enttäuschungen eintritt, sollte man sehr starke Partner haben.

Bevor entschieden werden kann, wie man am besten auf Käufersuche geht, ist es absolut notwendig, alle Gründer für diesen Schritt an Bord zu haben und Minimumkriterien wie Preis, zukünftiger Arbeitsort und Organisationsstruktur inklusive Berichtslinien zu definieren. Wiederkehrende Zweifel, ob man sein Unternehmen verkaufen möchte, kosten Kraft und führen bei den Gesellschaftern - und später bei potentiellen Käufern - zu großer Frustration und können damit den Exit und oft sogar die zukünftige Zusammenarbeit torpedieren.

Wenn sich die Gründer und Investoren einig sind, dass ein Verkauf angestrebt werden soll, ist es an der Zeit, die Braut schön zu machen. Die tollste Idee, das beste Produkt nützt nichts, wenn der Markt es nicht kennt. Top-Level Referenzkunden zeigen, dass die Dienstleistung bzw. das Produkt relevant ist, auch wenn man dafür eventuell auf Marge verzichten muss. Teilnahme an internationalen Konferenzen und Messen kann die Attraktivität eines Start-ups massiv steigern. Nur wenn man in der Lage ist, einen Bieterwettbewerb zu initiieren, wird man den besten Verkaufspreis erzielen.

Bevor man Gespräche mit potentiellen Käufern anbahnt, müssen dringend eventuell vorhandene "Leichen im Keller" adressiert und idealiter bereinigt werden. Dinge, die man schon immer einmal klären wollte, aber bislang nicht dazu gekommen ist, müssen spätestens jetzt dringend angepackt werden. Falls manche Probleme nicht vollständig zu bereinigen sind, muss man in der Lage sein, die damit verbundenen Risiken abzuschätzen. Spätestens im Due Diligence Prozess müssen derartige Dinge offengelegt werden, da Käufer dafür in der Regel Garantien verlangen werden.

#### *Risiken der Vertragsverhandlungen*

Für die anstehenden Vertragsverhandlungen ist es extrem wichtig, eine Anwaltskanzlei an der Seite zu haben, die mit den - in der Regel - Großunternehmen auf der Käuferseite zumindest auf Augenhöhe verhandeln kann. Es sollte nicht übersehen werden, dass es unter Anwälten eine klare Hackordnung gibt - auch wenn das von kleineren Kanzleien natürlich bestritten wird. Wenn die Käuferseite den "500-Pfund-Gorilla" ins Rennen schickt, sollten die Gründer nicht mit Leichtgewichten kontern müssen. Hier zu sparen ist oft schädlich, da man sich unter Umständen in Sackgassen verrennt oder sich an Klauseln aufreibt, die marktüblich und nicht verhandelbar sind.

Andererseits ist das Risiko insbesondere für die Gründer erheblich, hier im schlimmsten Fall auf hohen Kosten sitzen zu bleiben, da die Anwaltskosten auch anfallen, wenn der Verkauf platzt. Diese sind nicht vom Unternehmen, sondern von den Gesellschaftern (in der Regel pro rata der Anteile) zu tragen. Bei Kosten, die schnell im 6-stelligen Bereich landen, kann das für die Gründer existenzbedrohend werden. Wenn der Bieterwettbewerb stark ist, sollte man daher versuchen, sich für die Exklusivität einer Prüfung und Zugang zum (virtuellen) Datenraum, eine entsprechende Prämie bezahlen zu lassen. Dieses ist auch ein klares Signal der

---

<sup>4</sup> <http://www.gartner.com/smarterwithgartner/top-trends-in-the-gartner-hype-cycle-for-emerging-technologies-2017/>

Ernsthaftigkeit der Käufer, die nicht selten auch potentielle Konkurrenten sind und unter Umständen nur wichtige Informationen erhalten möchten.

Auf die finalen Verhandlungen müssen sich die an den Verhandlungen teilnehmenden Gesellschafter bestens vorbereiten. Hier macht es Sinn, ein klares Drehbuch zu schreiben und alle möglichen Fälle durchzuspielen. Auch sollte die Rollenverteilung eindeutig festgelegt werden. Die Gründer werden für mehrere Jahre mit den Käufern weiter auskommen müssen (Earn Out) und sollten daher nicht die Rolle der "Bad

Guys"<sup>5</sup> übernehmen. Hier müssen dann zwangsläufig Business Angels oder VCs in die Bresche springen.

Alles muss darauf abzielen, eine schnelle Einigung zu finden. Verhandlungen, die sich über Monate hinziehen, lenken zu sehr vom Kerngeschäft ab und machen die Transaktion komplizierter und damit unwahrscheinlicher.

"Entscheidend ist, was hinten rauskommt."<sup>6</sup>

#### Zum Autor



**Alfred Möckel** ist seit 2003 Business Angel und Geschäftsführender Gesellschafter der alubi capital GmbH. Seit 2007 ist er ständiger Experte für das Programm „Wachstumskerne“ und „Zwanzig20“ des Bundesministeriums für Bildung und Forschung. Zudem hält er seit 2008 ein Aufsichtsratsmandat der Prime Capital AG. Vor seiner Tätigkeit als Business Angel war Alfred Möckel in leitender Position bei verschiedenen Banken tätig wie Deutsche Bank, Morgan Stanley und BHF Bank. Zuletzt gründete er im Jahr 2000 die Consors Capital Bank AG und war deren Vorstandsvorsitzender. Er absolvierte ein Studium der Wirtschaftswissenschaften in Karlsruhe, Mannheim und New York City mit den Studienschwerpunkten Banken, Organisation, EDV und Psychologie. Für das Jahr 2017 wurde er von BAND mit der „Goldenen Nase“ zum „Business Angel des Jahres“ gekürt.

Dr. Tobias Engelhardt

#### **Business Angel Investments: Exit ist nicht alles – aber ohne Exit ist alles nichts**

Wir Business Angel sind nicht ausschließlich finanziell motiviert. Wir wollen Gründern helfen, ihre Ideen zum Erfolg zu führen und erfolgreiche Unternehmen aufzubauen. Wir wollen mit unseren Investments Innovationen voranbringen. Auch wollen wir von unserer Erfahrung und dem, was wir in unserem Leben erhalten haben, etwas weiter- und damit auch zurückgeben.

Business Angels leisten damit einen wichtigen Beitrag für Gründer, Start-ups (die „Mittelständler von morgen“) und damit insgesamt für die Weiterentwicklung unserer Wirtschaft. Während dieser Beitrag unbestritten ist, sind die finanziellen Erfolge von Business Angel oft bescheiden: Nach meiner Einschätzung verdient ein Großteil der Business Angel mit ihren Investments kein Geld oder erreicht zumindest keine risikoadequate Rendite.

Dafür gibt es letztlich nur einen einzigen Grund: Es finden zu wenige erfolgreiche Exits statt. Damit ist das Thema Exit nicht nur aus Sicht der Business Angels, sondern auch aus der Perspektive ihrer volkswirtschaftlichen Rolle von zentraler Bedeutung. Business

Angels müssen Geld verdienen, damit ihre Tätigkeit nicht zum (teuren) Hobby wird, an dem man schnell wieder die Lust verliert. Dafür bedarf es mehr erfolgreicher Exits.

Wie schafft man aber überhaupt einen Exit? Was können Business Angels tun, um einen Exit erfolgreich zu gestalten? Der folgende Beitrag will darauf eine Antwort geben.

Aus dem bloßen Blickwinkel eines Investments ist die Beteiligung eines Business Angels an einem Unternehmen besonders herausfordernd. Denn während bei anderen Investments laufend Rückflüsse erfolgen, die optimiert werden können, gibt es für Business Angel Investments meist nur ein Ereignis, das darüber entscheidet, ob die Investition erfolgreich wird: der Exit; der Verkauf der Beteiligung, zumeist im Rahmen eines Gesamtverkaufs des Unternehmens an einen strategischen Käufer, Finanzinvestor oder im Rahmen eines IPO.

Wenn Business Angels einen Exit hinbekommen, sind ihnen die Glückwünsche sicher. Und ja, „Glück“ ist bei

<sup>5</sup> <http://www.manager-magazin.de/lifestyle/artikel/a-974305-5.html>

Siehe auch: <https://www.welt.de/print/wams/wirtschaft/article120664104/Der-grosse-Bluff-15-Tricks.html>

<sup>6</sup> Helmut Kohl, <https://www.welt.de/politik/deutschland/article165632182/Entscheidend-ist-was-hinten-rauskommt.html>

einem erfolgreichen Exit, wie bei jedem Erfolg, immer dabei. Im Kern ist ein Exit jedoch das Ergebnis eines gezielten Vorgehens. Dazu zählt (1) bereits beim Eingehen einer Beteiligung eine Vorstellung zu einem späteren Exit zu entwickeln, (2) einen späteren Exit während der Entwicklung der Beteiligung im Auge zu behalten, (3) auf Signale zu achten, aus denen sich Exit-Chancen ergeben können, (4) das richtige Timing für einen Exit zu finden, (5) den Verkauf im Rahmen eines geordneten Prozesses vorzunehmen und (6) Wettbewerb zwischen potenziellen Käufern sicherzustellen. Diese sechs Punkte werden im Folgenden näher beleuchtet.

### *(1) Exitperspektive von Anfang an*

In den Augen der Gründer kommt Unverständnis zum Ausdruck. Gerade wurde lange die Innovation des Gründerteams, das Geschäftsmodell und die Finanzplanung besprochen und jetzt stellt der Business Angel die Frage nach den Exitperspektiven für das Start-up. „Geht es hier nicht erst einmal um den Einstieg?“ fragen sich die Gründer, „warum fragt uns der Business Angel dann jetzt nach den Möglichkeiten seines späteren Ausstiegs?“.

Diese Situation habe ich oft erlebt. Ich sehe sie als Chance, mit den Gründern nicht nur über deren Geschäftsmodell zu sprechen, sondern auch offensiv das eigene Geschäftsmodell des Business Angels zu vermitteln. Und ein zentraler Kern des Geschäftsmodells von Business Angels ist eben der Exit. Das müssen Gründer von Anfang an verstehen.

Gemeinsam mit den Gründern sollten schon beim Eingehen einer Beteiligung spätere Exitoptionen diskutiert werden: Welche Art von strategischem Käufer kommt – auch aus Sicht der Gründer – in Betracht? Was wollen die Gründer auf gar keinen Fall? Was ergibt sich aus der Lebensplanung der Gründer für den zeitlichen Horizont eines Exits? Wovon machen es Gründer für sich abhängig, ob ein Exit erfolgreich ist?

Wir Business Angels suchen Gründer, denen es um die Sache geht, die eine Innovation zu einem Durchbruch führen wollen. „Reich“ werden wollen, reicht als Motivation nicht aus. Wer nicht inhaltlich getrieben ist, hat nicht die Kraft, unvermeidliche Durststrecken beim Aufbau eines Unternehmens durchzustehen. Gleiches gilt für uns als Business Angels. Nur ist der Exit eben Teil der Zusammenarbeit und muss frühzeitig thematisiert werden.

### *(2) Exitperspektive während der Beteiligung*

Das Unternehmen passt gut zu einem strategischen Käufer. Auch das Gründerteam kann sich eine Zusammenarbeit mit dem potenziellen Käufer gut vorstellen. Leider wurde kurz nach der Gründung versäumt, die IP-

Rechte-Situation mit einem Kooperationspartner eindeutig zu regeln. Das war damals auch gar nicht notwendig und hätte nach Ansicht der Gründerteams nur Misstrauen bei dem Partner geschürt. Die Zusammenarbeit lief in all den Jahren völlig reibungslos und zum beiderseitigen Nutzen. Der strategische Käufer verlangt jedoch eine klare Regelung der IP-Situation. Der Kooperationspartner sieht dafür keine Notwendigkeit und entzieht sich entsprechenden Anfragen; zumal sich in jüngster Zeit die Zusammenarbeit mit dem Gründerteam auch zunehmend verschlechterte.

Solche Beispiele gibt es viele: Etwas, was über Jahre reibungslos funktionierte, ist bei einem Exit nicht mehr ausreichend. Daher müssen die Anforderungen im Rahmen eines späteren Exits während der Beteiligungsphase berücksichtigt werden: Was würde ein strategischer Käufer zu dieser und jener Regelung sagen? Würde er Risiken genauso wie wir bewerten? Wie ließe sich eine ungeklärte Situation vor einem Exit bereinigen?

Unternehmen müssen mit Blick auf die Persönlichkeit der Gründer und ihrer Kompetenzen, technologische Anforderungen, Kundenerwartungen und die Wettbewerbssituation aufgebaut werden. Dafür müssen entsprechende Entscheidungen getroffen werden. Nur müssen diese Entscheidungen eines Tages im Rahmen eines Exits vom Käufer „mitgekauft“ werden. Daher ist es gut, Anforderungen eines späteren Käufers im Blick zu halten.

### *(3) Signale, aus denen sich Exit-Chancen ergeben*

Wir erhalten ständig Anfragen von mehr oder weniger seriösen Unternehmensmaklern und selbsternannten M&A-Beratern, die vorgeben, für diese oder jene Beteiligung von uns DEN Kaufinteressenten zu haben. Wir beantworten solche Anfragen nicht einmal mehr. Bei einem Unternehmen lesen wir jedoch in letzter Zeit immer wieder über Transaktionen, bei der strategische Käufer Unternehmen erwerben, die mit unserem Unternehmen vergleichbar sind. Auch berichtet einer der Gründer von einem Gespräch mit einem potenziellen strategischen Käufer auf einer Messe. Ein Geschäftsführer eines anderen Interessenten habe sich kürzlich gemeldet.

Er spricht einiges dafür, dass jetzt evtl. ein günstiger Zeitpunkt ist, einen Exitprozess zu starten. Was waren die Kaufmotive des Strategen, der das vergleichbare Unternehmen erwarb? Ist das Motiv des Interessenten, der sich kürzlich meldete, ähnlich oder gänzlich anders? Ist insgesamt betrachtet die Situation für einen Unternehmensverkauf jetzt günstig?

Wer beim Aufbau eines Unternehmens ständig mit Kaufinteressenten verhandelt, lässt sich von strategischen und operativen Themen ablenken. Für attraktive

Unternehmen gibt es ständig Interessenten. Die Kunst ist, die Signale herauszufiltern, die auf eine echte Exit-chance schließen lassen.

#### *(4) Richtiges Timing*

Vor zwei Jahren gab es zwei ernstzunehmende Interessenten für das Unternehmen, nachdem auch zwei Wettbewerbsunternehmen von Strategen gekauft wurden. Da fühlte sich das Gründerteam jedoch noch nicht weit genug. Eine bestimmte technische Entwicklung sollte erst noch abgeschlossen werden. Damit ließen sich potenzielle strategische Käufer begeistern. Drei Jahre später ist die Entwicklung abgeschlossen; es hatte ein Jahr länger gedauert. Das Unternehmen steht jetzt gut da. Nachdem ein Exitprozess gestartet wurde, stellt sich jedoch heraus, dass ins Auge genommene strategische Investoren kein Interesse mehr haben. Einige von ihnen haben Wettbewerber übernommen, andere eigene Entwicklungen abgeschlossen, wieder andere sich strategisch umorientiert.

In diesem Beispiel wurde ein Exitfenster verpasst. Die unternehmensinterne Entwicklung wurde höher gewichtet als die Attraktivität des Marktes für Unternehmenskäufe. Das war ein Fehler. Denn es ist umgekehrt: Für das Timing ist das Interesse strategischer Käufer wichtiger als die aktuelle Unternehmenssituation. Es ist eben einfacher, in einem guten Marktumfeld ein nicht so perfekt aufgestelltes Unternehmen zu verkaufen als ein gut aufgestelltes Unternehmen in einem schlechten Marktumfeld.

Und der Fehler wiegt umso schwerer, als das „Timing“ von allen Faktoren der wichtigste für einen Exit ist. Wie bei einer Immobilie „Lage – Lage – Lage“; ist es bei einem Exit „Timing – Timing – Timing“.

#### *(5) Strukturierter Prozess*

Nach dem ersten Meeting mit dem Kaufinteressenten ist das Gründerteam begeistert: Dieser Investor hat die Technologie und das Geschäftsmodell der Gründer sehr gut verstanden. Die aufgerufene Bewertung liegt über den Erwartungen. Auch seine Vorstellungen zu einer späteren Integration heben die Stimmung: Die Gründer sollen auch für Teile des Geschäfts des strategischen Käufers verantwortlich werden. Die Passfähigkeit wird als so hoch angesehen, dass direkt Verhandlungen zu einem Erwerb aufgenommen werden können. Ein strukturierter M&A-Prozess würde das Ganze nur verkomplizieren und warum auch einen M&A Berater bezahlen, wenn der Käufer schon feststeht?

Vier Monate später haben mit dem Käufer inzwischen weitere Meetings stattgefunden. Die Begeisterung auf beiden Seiten für eine Zusammenarbeit hat dabei deutlich abgenommen. Zuletzt wurde die anfänglich von dem Interessenten in Raum gestellte Bewertung deutlich reduziert. Seit drei Wochen meldet sich der Interessent jetzt nicht mehr auf E-Mails und Anrufe...

Ich glaube nicht mehr daran, dass ein erfolgreicher Unternehmenskauf – von wenigen glücklichen Zufällen abgesehen – ohne strukturierten Prozess erfolgen kann. Auch bei M&A-Transaktionen wohnt „jedem Anfang ein Zauber inne“, aber danach ist es erforderlich, die Gespräche und Verhandlungen mit möglichst vielen Interessenten in einem strukturierten Prozess zu führen, vor allem auch, um einen weiteren Erfolgsfaktor sicherzustellen: Wettbewerb.

#### *(6) Wettbewerb*

Das Angebot des Kaufinteressenten liegt auf dem Tisch. Insgesamt sind es attraktive Konditionen, vor allem die Bewertung liegt über den Erwartungen. Verschiedene andere Elemente des Angebots verursachen Kopfschmerzen: U.a. ist ein earn-out vorgesehen, obwohl das Unternehmen doch schnell in das Käuferunternehmen integriert werden soll. Auch die vorgeschlagene Regelung zu einer Anpassung in Bezug auf das „normalisierte Working Capital“ beinhaltet erhebliche Risiken. Jetzt steht die Verhandlung mit dem Kaufinteressenten an. Erfreulicherweise liegt ein attraktives Angebot eines anderen Interessenten vor. Mit dem möchten die Gründer zwar nicht so gerne zusammenarbeiten, aber der gebotene Kaufpreis liegt um rd. 10 % höher; auch enthält dieses Angebot weniger Regelungen, die Kopfschmerzen verursachen.

Mit einem alternativen Angebot im Rücken lässt sich die anstehende Verhandlung erfolgreich gestalten. Der favorisierte Interessent geht teilweise auf die Bedingungen des alternativen Angebots ein. Nicht daran zu denken, wie die Verhandlung ohne eine Wettbewerbssituation gelaufen wäre. Damit ist zum Thema Wettbewerb alles gesagt. Richtiges Timing und ein strukturierter Prozess sind meistens die Voraussetzungen, um eine Wettbewerbssituation zu schaffen.

Ich wünsche mir für die deutsche Business Angel Szene mehr und vor allem mehr erfolgreiche Exits – denn: „Exit ist nicht alles – aber ohne Exit ist alles nichts!“

Turtle Entertainment ist das weltweit größte eSports-Unternehmen, das die Branche mit der von ihr betriebenen Electronic Sports League (ESL) anführt. 2015 – nach einem intensiven 15-monatigen Exit-Prozess - hat der schwedische Medienkonzern MTG die Mehrheitsanteile an der Turtle Entertainment für einen dreistelligen Millionenbetrag übernommen. ENGELHARDT KAUPP KIEFER war „Investor der ersten Stunde“ der Turtle Entertainment und hat den gesamten Exitprozess eng begleitet.

#### Zum Autor



**Dr. Tobias Engelhardt** ist seit über 25 Jahren als Private Equity- und Venture Capital-Investor tätig. Im Jahr 2001 gründete er mit zwei Geschäftspartnern die ENGELHARDT KAUPP KIEFER, die sich an schnell wachsenden Technologie-Unternehmen beteiligt und diese von einer Umsatzgröße i.H.v. EUR 1-3 Mio. auf EUR 10-30 Mio. pro Jahr begleitet.

Zuvor war Tobias Engelhardt bei Roland Berger Strategy Consultants und später für die Treuhandanstalt in Berlin tätig. Zwischen 1993 und 2001 war er Mitglied der Geschäftsführung der Beteiligungsgesellschaft Schröder + Partner (später Peppermint Holding). Tobias Engelhardt investierte während seiner Laufbahn als Investor rund 100 Unternehmen und konnte zahlreiche erfolgreiche Exits durchführen.

Tobias Engelhardt ist Mitglied bei der BARS Business Angel Region Stuttgart. Für das Jahr 2016 wurde er von BAND mit der „Goldenen Nase“ zum „Business Angel des Jahres“ gekürt.

Prof. Wolf Michael Nietzer

#### Vorbereitungen eines Exits

Es gibt keine Blaupause für den Exit eines Start-ups, dennoch kann ich im Folgenden aus meiner Sicht als Angel Investor und Transaktionsanwalt ein paar wichtige Punkte adressieren, die sich bei allen Exits (teilweise aber auch bei Finanzierungsrunden) wiederfinden. Natürlich hat die Auflistung keinen Anspruch auf Vollständigkeit (steuerliche Themen sind zudem ausgeblendet), aber je eher man sich auch über diese Punkte im Hinblick auf einen angestrebten Exit Gedanken gemacht hat, umso besser ist man vorbereitet, wenn es ernst wird.

##### *Sorgfältige Vorbereitung eines Datenraumes.*

Hier gibt es verschiedene Software; die Start-ups wissen erfahrungsgemäß gut Bescheid. Wichtig ist eine Strukturierung entsprechend einer Due Diligence-Liste, die durchaus auch vom Start-up im Vorfeld einer Transaktion den potentiellen Käufern kommuniziert werden kann. Es handelt sich um standardisierte Listen, sodass darüber nicht verhandelt werden muss, wer welche Liste vorlegt. Im Vorfeld einer Transaktion bereits einen gut strukturierten und übersichtlichen Datenraum potentiellen Käufern präsentieren zu können (gegebenenfalls sogar mit einem dort schon eingestellten Entwurf eines Kaufvertrages), und damit eben auch eine entsprechende Due Diligence-Liste vorzulegen, dient der Effizienz des Prozesses an sich, erlaubt eine schnelle Geschwindigkeit zu Beginn einer Transaktion aufzunehmen und kommuniziert potentiellen Käufern gegenüber auf einfache Weise, dass das

Start-up seine „Hausaufgaben“ gemacht hat beziehungsweise weiß, „seine Hausaufgaben gut zu machen“.

Je nach Art des gewählten Prozesses und involviertem Intellectual Property (IP) mag es angezeigt sein, gewisse sensible Dokumente erst später im Prozess einzustellen, wenn ein aussagekräftiges und im Rahmen des Möglichen „verbindliches“ Term Sheet unterzeichnet wurde, oder im Rahmen des Möglichen kommerzielle und rechtliche Rahmenbedingungen insofern geklärt sind, dass das Start-up zu Recht darauf vertrauen darf, dass die weiteren Verhandlungen und damit Offenlegungen von IP mit einem bestimmten Käufer zum Erfolg führen. Dass ein Non Disclosure Agreement vor Offenlegung jeglicher Daten beziehungsweise Zugang zum Datenraum unterzeichnet vorliegen muss, ist eine Selbstverständlichkeit.

##### *Mögliche Schutzklauseln für das Start-up?*

Zum Non Disclosure Agreement ist ergänzend anzumerken, dass aus US-Sicht weder Vertragsstrafen im uns in Deutschland bekannten Sinne akzeptiert werden, noch – in aller Regel – Abwerbverbote (Non Solicitation-Klauseln), insbesondere wenn der Käufer aus dem Silicon Valley kommt). Den besten Vertrauensschutz verschafft man sich immer noch dadurch, dass man sich im Markt über den potentiellen Käufer erkundigt und gegebenenfalls auch Referenzen bei Unternehmen einholt, die der Käufer bereits erworben hat.

### *Breakup Fee Klauseln*

Diese Klauseln können zugunsten des Start-ups für im Falle eines nicht vom Start-up verursachten Scheiterns der Transaktion für nutzlos aufgewendete Beratungskosten oder gar vom Käufer nahegelegter Umstrukturierungen angedacht werden. Je nach Umfang der Transaktion und je nach Risiko des Scheiterns bei einmal zugunsten eines bestimmten Käufers getroffener Entscheidung mag dies ins Spiel gebracht werden, ich würde aber keine besondere Hoffnung auf Akzeptanz beim Käufer oder gar nennenswerte Beträge setzen, im Übrigen wird es dann in aller Regel zumindest aber auch eine Regelung mit Gegenseitigkeit sein. Aber hier wie auch andernorts gilt: Fragen kostet nichts, und wer nicht fragt, kriegt auch keine Antworten.

### *Sorgfältige IP-Dokumentation vornehmen*

Sofern IP den eigentlichen Wert des Start-ups darstellt, muss bereits vor Aufnahme der Verkaufsgespräche sichergestellt sein, dass jegliches IP ausschließlich im Eigentum des Start-ups liegt beziehungsweise das Start-up ausschließliche Nutzungsrechte hieran hat. Je technologiegetriebener ein Käufer ist und je mehr das IP ausschlaggebender Faktor für die Bemessung des Kaufpreises ist, umso umfangreicher fällt nicht nur die IP Due Diligence aus, sondern auch der entsprechende Garantiekatalog. Ein solcher kann durchaus dann über viele Seiten gehen und ein Start-up bei der Abarbeitung von Fragen und Akzeptanz von Garantien maximal zeitlich und nervlich belasten. Dies kann so weit gehen, dass der Käufer eine Prüfung bis zurück in die frühen Anfänge eines Start-ups verlangt, einschließlich möglicher Rechte solcher Mitarbeiter oder freier Berater oder Doktoranden, die gar nicht mehr beim Start-up beschäftigt sind. Komplex wird es, wenn IP in Zusammenarbeit mit Forschungsinstituten oder Hochschulen oder Bezuschussung von staatlichen Stellen entstanden ist oder entstanden sein könnte. Es kann daher nur jedem Start-up geraten werden, von Anfang seiner Tätigkeit an immer sorgfältig die Entstehung von IP und mögliche Rechte von Beteiligten hieran zu dokumentieren. Im Nachhinein ist dies extrem schwierig und zeitaufwändig, insbesondere, wenn Beteiligte nicht mehr beim Start-up tätig sind. Im Übrigen geht jede Unsicherheit, die nach Prüfung noch verbleiben könnte, zu Lasten des Kaufpreises, zumindest geht es stets einher mit harten Garantieklauseln und möglicherweise auch Klauseln, die einen Anspruch des Käufers auf Freistellung durch die Verkäufer im Falle einer Inanspruchnahme des Start-ups durch Dritte regeln.

### *Klauseln, die bei Kaufverhandlungen zu beachten sind*

Im Rahmen des Kaufvertrages gibt es einen bunten Strauß an Themen zu verhandeln, z.B.

- wie ist im Einzelnen das Disclosure-Konzept zu strukturieren? Welchen Einfluss haben im Rahmen der Due Diligence offengelegte Informationen auf einen möglichen Haftungsausschluss zu Lasten des Käufers?
- wem ist welches Wissen bei der Frage, ob eine Garantie verletzt wurde, zuzurechnen, sofern eine Garantie mit den sogenannten Knowledge Qualifiern versehen wurde? Welches Wissen ist einem Garantiegeber zu unterstellen, actual knowledge versus constructed knowledge?
- wie sind spezielle Garantien auszugestalten? z.B. Bilanzgarantie zum letztverfügbaren Jahresabschluss, subjektive oder objektive Bilanzgarantie? Behandlung möglicher Scheinselbständigkeit von freien Mitarbeitern, gegebenenfalls Anspruch des Käufers auf Freistellung von hieraus resultierenden Sozialversicherungsproblematiken? Umsatzsteuergarantien bei internationalen Lieferbeziehungen? IT Sicherheit und Schutz vor Hackerangriffen? Liegen Lizenzen aller im Geschäftsbetrieb genutzter Software und IP Dritter inkl. Open Source vor? Compliance mit Rechten „aller Herren Länder“?
- wie haften die Gründer, Teilschuld oder Gesamtschuld? Im Übrigen: Ab welchem Betrag greift eine Haftung (Stichworte: de-minimis, Freibetrag, Freigrenze) und auf welchen Betrag ist die Haftung insgesamt begrenzt?
- wie verhält es sich mit der Haftung von Investoren im Vergleich zu Gründern? Investoren haften in aller Regel wesentlich eingeschränkter, oftmals nur im Rahmen von Title Guarantees; je nach Käufer muss abweichend vom Kaufvertrag im Innenverhältnis zwischen den Gründern und den Investoren eine gesonderte Haftungsvereinbarung in Verbindung mit einem Treuhandkonto getroffen werden;
- Sicherheit für den Käufer für den Fall von Garantieverletzungen für einen begrenzten Zeitraum mittels Treuhandkonto (Escrow Account) oder Kaufpreiseinbehalt (Hold back), dann auch Frage einer möglichen Verzinsung und Vereinbarung eines Mechanismus bei Streit über die Auszahlung?

- Wie den Umfang von Wettbewerbsverboten mit dem Ziel der Wahrung aller Beteiligten aushandeln?
- Wie mit Earn-out Regelungen umgehen? Ein schwieriges Terrain. Entscheidender Punkt ist, mit welchem praktikablen Mechanismus kann das Risiko des mit Verkauf eintretenden Kontroll- und Informationsverlustes reduziert werden? Wie kann die Zahlung eines zukünftigen Kaufpreisanspruchs, gegebenenfalls auch gegenüber einer im Ausland sitzenden und bürgenden Muttergesellschaft des Käufers (eine evtl. „vermögenslose NewCo“) sichergestellt und durchgesetzt werden? Im Übrigen gilt es dann auch mögliche Ansprüche aus einem Virtuellen Optionsprogramm und Voraberrösberechtigungen zu berücksichtigen.

#### *Vertrauen schaffen führt zu akzeptablen Ereignissen*

Bei allen vorgenannten Punkten eines Kaufvertrages (und diese können leider an dieser Stelle nicht abschließend sein, zudem es auch immer Sondersituation gibt, die kreative Lösungen erfordern, um einen „Deal“ nicht zu gefährden), die zu mitunter langwierigen Verhandlungen führen können, gilt, dass die Gründer entscheiden müssen, welche Verantwortung sie als Gegenleistung für einen entsprechenden adäquaten Kaufpreis zu übernehmen bereit sind. Einen risikolosen Verkauf gibt es nicht, ein jeder muss für sich seine Risiken abwägen, um einen optimalen Preis zu optimalen (und eben nicht maximalen) Konditionen zu erreichen. Aufgrund der Informationsasymmetrie zwischen Käufer und Verkäufer - und da hilft insoweit auch keine noch so umfangreiche Due Diligence - wird ein Käufer zu Recht immer versuchen, sich im Rahmen von Garantien, Freistellungen und Treuhändlösungen oder Kaufpreiseinbehalten abzusichern. Ich weiß aus eigener Erfahrung als Transaktionsanwalt wie auch Investor, dass manch ein Garantiekatalog Gründern schlaflose Nächte bereitet und Nerven kostet, und oftmals gegen Ende zäher Verhandlungen über die Ausgestaltung des Wortlauts von Garantien mehr emotional als rational agiert wird. Hier gilt, dass nichts so heiß gegessen wird wie gekocht. Garantien hören sich oftmals schlimmer an, als sie tatsächlich sind. Und die Gründer alleine wissen, ob sie ihre Hausaufgaben gut gemacht haben oder nicht. Bei Zweifeln sollte lieber eine Offenlegung mehr erfolgen als eine zu wenig. Das, was auch immer dann daraus an Reaktion vom Käufer folgen mag, kann dann Einfluss auf den Kaufpreis oder zumindest auf den Kaufpreis-Mechanismus haben. Aber Offenheit und Ehrlichkeit schaffen Vertrauen, und

nur Vertrauen führt im Zweifelsfalle zu einem akzeptablen Ergebnis, eher als der Versuch, vom Käufer geforderte Garantien, wenn denn fair, ohne nachvollziehbare Argumente kleinzureden oder bis zur offensichtlichen Bedeutungslosigkeit aufzuweichen. Augenmaß, Common Sense, Pragmatismus und das Wissen darum, was ist State of the Art und Marktüblichkeit wie aber auch, was ist wirklich wichtig und angemessen oder gar nur Nebenkriegsschauplatz, all' das ist „Key“ für einen ausgewogenen und damit erfolgreichen Vertragsabschluß.

#### *Herausforderung: Käufer aus angelsächsischem Rechtssystem*

Sofern es sich beim Käufer um einen Käufer aus dem angelsächsischen Rechtssystem handelt, besteht oftmals eine Herausforderung darin, eine Lösung hinsichtlich anwendbaren Rechts zu finden, im Übrigen aber auch zwischen Käufer und Start-up Verständnis über andere Rechts- und damit Vertragsstrukturen zu schaffen, sofern zum Beispiel US-Recht zur Anwendung käme. Manch einem einen US-Käufer beratenden US-Anwalt sind u.a. die Prinzipien des deutschen Gesellschaftsrechts bei der Frage, wie werden Anteile wirksam übertragen, oder wie verhält es sich mit gegebenenfalls bestehenden Rechten nach dem Arbeitnehmererfindergesetz, gänzlich unbekannt. Bei im Ausland domizilierten Käufern ist es im Übrigen ratsam, im Kaufvertrag einen für die wirksame Entgegennahme von (auch gerichtlichen) Dokumenten bevollmächtigten Zustellbevollmächtigten des Käufers in Deutschland zu benennen, gegebenenfalls die in Deutschland für ihn im Rahmen des Kaufes tätig gewordene Anwaltskanzlei. Denn der Weg über internationale Zustellabkommen ist zeitaufwendig und mitunter beschwerlich.

#### *Ein guter Rat*

Es ist bei harten Verhandlungspunkten ratsam, diesen Transaktionsanwalt oder zum Beispiel den M&A-Berater handhaben zu lassen, um eine möglicherweise angedachte weitere Zusammenarbeit zwischen Gründern und Käufer nicht emotional zu belasten.

Das Vertrauensverhältnis zwischen dem für das Start-up im Rahmen der Transaktion tätigen Teams aus externen Beratern und den Gründern ist von großer Bedeutung. Je mehr sich die Transaktion der Ziellinie nähert, umso öfters können Nerven blankliegen und Nachtschichten (angesichts eines unbarmherzig nahenden Notartermins und dem aufkommenden Gefühl, von dem was noch zu tun ist, überwältigt zu werden) angezeigt sein. Dies setzt offenes und vertrauensvolles Miteinander aller auf Seiten des Start-ups beteiligten Personen voraus, nur so kann die letzte

Meile gemeinsam erfolgreich zu Ende gegangen werden. Viel Erfolg bei Eurem Exit!

#### Zum 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.

Nicolas Gabrysch, Till-Manuel Saur

#### Zur Relevanz von Drag-Along Klauseln für den Exit

##### *Der Exit in Venture-Capital-Verträgen?*

Die Zusammenarbeit von Investoren und Gründern endet bestenfalls erfolgreich mit einem für alle Parteien erfreulichen Exit. Da das Start-up typischerweise keine Gewinne erzielt, welche an die Investoren ausgeschüttet werden können, ist der Exit das wichtige Ziel nicht nur der Investoren. Zur Sicherung dieses Ziels enthalten Verträge mit Investoren umfangreiche Regelungen zum Exit. Obwohl die Interessen aller Gesellschafter im Hinblick auf einen Exit gleichlautend sein sollten, werden selten alle Gesellschafter gleichermaßen glücklich mit dem Übernahmeangebot sein. Manchen ist der Preis zu niedrig, anderen der Zeitpunkt zu früh und wiederum andere Gesellschafter haben Vorbehalte gegen den Erwerber. Auf der anderen Seite sind insbesondere Venture-Capital-Fonds häufig wegen ihrer Fondslaufzeiten gezwungen, ihre Beteiligungen zu festgelegten Zeitpunkten zu monetarisieren. Aber auch Business Angels haben ein berechtigtes Interesse daran, den Exit herbeiführen zu können, da die Veräußerung des Start-ups im Falle einer Gesamt- (oder Mehrheits-)veräußerung leichter fällt, als wenn der Business Angel nur seine (oft sehr kleine) Beteiligung veräußert. Folglich ist eine der typischsten in diesem Zusammenhang relevanten Regelungen einer Gesellschaftervereinbarung die „*Drag-Along-Klausel*“ (die Mitverkaufspflicht), die einer bestimmten Gruppe von Gesellschaftern das Recht gibt, die anderen Gesellschafter dazu zu zwingen, einen Exit durchzuführen.

##### *Wie sind Drag-Along-Klauseln ausgestaltet?*

Eine „*Drag-Along-Klausel*“ gibt einer bestimmten Gruppe von Gesellschaftern das Recht, ein Übernahmeangebot eines anderen anzunehmen und die verkaufsunwilligen Gesellschafter dazu zu zwingen, ihre Beteiligung an der Gesellschaft ebenfalls zu veräußern. Es handelt sich bei den „*Drag-Along-Klauseln*“ also

um eine Form des Mehrheitsschutzes. Die verkaufswillige Mehrheit soll davor bewahrt werden, dass sich eine verkaufsunwillige Minderheit einem Übernahmeangebot verweigert und den Exit somit verhindert. Oft wird eine qualifizierte Mehrheit, vielfach kombiniert aus einer bestimmten Mehrheit der Stimmrechte aller Gesellschafter sowie einer bestimmten Mehrheit der Stimmrechte der Investoren, ermächtigt, das „*Drag-Along*“-Recht auszuüben. Um einen gewissen Schutz der übrigen Gesellschafter vor einem verfrühten Exit zu gewährleisten, kann in „*Drag-Along-Klauseln*“ vorgesehen werden, dass der „*Drag-Along*“ nicht vor Ablauf eines bestimmten Zeitraums und nicht unter einer bestimmten Mindestbewertung ausgeübt werden darf.

##### *Verweigerter Veräußerung trotz vertraglicher Verpflichtung*

Allerdings enthält eine „*Drag-Along-Klausel*“ immer nur eine vertragliche Verpflichtung an einem Exit mitzuwirken. Problematisch ist insbesondere der Fall, in welchem die Minderheitsgesellschafter verpflichtet wären, ihre Geschäftsanteile zu veräußern, sich jedoch der rechtlichen Übertragung verweigern. Zur Umsetzung einer Übertragung von Geschäftsanteilen ist (jedenfalls bei der gängigen Rechtsform der GmbH) immer ein zu beurkundender Kauf- und Abtretungsvertrag erforderlich. In diesem Fall bleibt den veräußerungswilligen Gesellschaftern nichts anderes übrig, als den sich weigernden Gesellschafter zu verklagen, wenn nicht die „*Drag-Along-Klausel*“ als einseitig ausübbarer Option (dazu weiter unten) gestaltet ist, was in der Praxis selten der Fall ist. Ebenfalls dürfte in der Praxis unwahrscheinlich sein, dass zur Durchsetzung der „*Drag Along*“ ein langwieriger und kostenintensiver Prozess geführt wird, in dem der Übernahmepotential womöglich sein Angebot zur Übernahme der Geschäftsanteile zurückzieht und sein Interesse an dem Start-up verliert. Zwar macht sich der sich der Umsetzung des „*Drag Along*“ verweigernde Gesellschafter

schadenersatzpflichtig. Die Geltendmachung eines solchen Schadenersatzanspruchs ist allerdings wiederum vor allem im Hinblick auf die Schadenshöhe mit großen Unsicherheiten behaftet. Für die Praxis empfehlen sich daher klare Schadenersatzregelungen für den Fall des pflichtwidrigen Unterlassens der Umsetzung der „Drag-Along-Klausel“ durch einzelne Gesellschafter.

#### *Gestaltungsmöglichkeiten für eine erleichterte Durchsetzbarkeit des Drag-Alongs*

Wie bereits kurz dargestellt, ist die Konfliktvermeidung nach Ausübung der „Drag-Along-Klausel“ durch einseitige Umsetzung dieser in der Praxis selten. Allerdings wäre sie probates Mittel, um die Übertragung der gewünschten Geschäftsanteile an den Erwerber auch faktisch zu erzwingen. Der gezwungene Minderheitsgesellschafter kann sodann den Rechtsweg bestreiten, trägt jedoch dann selbst das Prozessrisiko im Hinblick auf die Wirksamkeit der „Drag-Along-Klausel“.

Wenn das Ziel der einseitigen Durchsetzung der „Drag-Along-Klausel“ dennoch verfolgt werden soll, bietet sich die Vereinbarung einer Call-Option an. Bei einer solchen Call-Option gibt jeder Gesellschafter ein unwiderrufliches Angebot ab, seine Geschäftsanteile zu verkaufen und abzutreten. Dieses Angebot wird unter die Bedingung gestellt, dass die Voraussetzungen der

„Drag-Along-Klausel“ erfüllt sind, also die notwendige Mehrheit der Stimmrechte gemäß der Gesellschaftervereinbarung der Veräußerung zugestimmt hat sowie ggfs. der vorgesehene Zeitraum und eine Mindestbewertung (sofern beides vereinbart ist) eingehalten wurden. Nicht außer Acht verlieren darf man hierbei jedoch, dass solche Regelungen sehr weitreichende Einschnitt in die Rechte eines Gesellschafters darstellen.

Ein gangbarer Mittelweg kann die klare Regelung zum Schadenersatz bei Missachtung der „Drag-Along-Klausel“ durch den verpflichteten Gesellschafter sein. Es bleibt dann zwar die Gefahr, dass der verpflichtete Gesellschaft die Umsetzung der „Drag-Along-Klausel“ verweigert, aber die Gefahr, dass die die „Drag-Along-Klausel“ ausübenden Gesellschafter auch noch einen Schadenersatzprozess verlieren, da der Schaden nicht beweisbar ist, wird dadurch vermieden.

Zusammenfassend muss man festhalten, dass eine „Drag-Along-Klausel“ oft „zahnlos“ ist, wenn es sich dabei um eine rein vertragliche Verpflichtung der Gesellschafter handelt. Es sollte daher bereits in den Verhandlungen der Gesellschaftervereinbarung darauf geachtet werden, die Durchsetzung der „Drag-Along-Klausel“ durch Vereinbarung einer Call-Option oder adäquater Schadenersatzregelungen zu ergänzen.

#### Zu den Autoren



**Nicolas Gabrysch** ist Rechtsanwalt und Partner bei Osborne Clarke. Er leitet das deutsche Venture Capital Team und berät Venture Capital Fonds und Unternehmen aus dem Bereich Digitaler Geschäftsmodelle in Europa und den USA umfassend zu Finanzierung und M&A. Er ist spezialisiert auf grenzüberschreitende Wachstumsfinanzierung (Venture / Growth Capital), insbesondere aus den USA.

Nicolas Gabrysch hat Highland Capital und verschiedene andere Mandanten bei Venture Capital Finanzierungen in zweistelliger Millionenhöhe beraten. Er hat zahlreiche M&A-Transaktionen beraten, z.B. DailyDeal, Hitmeister, Turtle Entertainment und amrelie.

Nicolas Gabrysch leitet die deutschen Aktivitäten im New Yorker Büro von Osborne Clarke und ist Mitglied im „Beirat Junge Digitale Wirtschaft“.



**Till-Manuel Saur** ist seit 2014 als Rechtsanwalt im Bereich Corporate / Venture Capital bei Osborne Clarke. Er berät Investoren und Wachstumsunternehmen bei Venture Capital und M&A Transaktionen sowie gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen, wie der Strukturierungen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen. Ein Schwerpunkt seiner Tätigkeit liegt in der Beratung Venture Capital Fonds und Start-ups, die er in zahlreichen Transaktionen – von Frühphasenfinanzierungen bis zum Exit - beraten hat. Nach seinem Studium in Potsdam arbeitete er im Rahmen des Referendariats für internationale Wirtschaftskanzleien in London und New York City.

Die Vorstellung gilt als der heilige Gral aller Start-up-Unternehmer: nach einem Exit die neugewonnene finanzielle Freiheit genießen, sich allen weltlichen und geistigen Dingen hinzugeben, ohne Sorgen in den Alltag leben zu können. Diese romantischen, beinahe naiven Gedanken motivieren viele Gründer überhaupt erst, das Risiko einzugehen und ihr eigenes Unternehmen zu starten. Doch ist der Exit wirklich die einzige Karotte, der man nacheifern sollte? Wann ist der richtige Zeitpunkt für einen Ausstieg aus seinem Unternehmen oder will man gar niemals aufhören?

#### *Nach dem Exit ist vor dem Exit*

Zum ersten Mal mit dem Begriff „Exit“ konfrontiert wurde ich als Praktikant bei Oliver Samwer (er hatte gerade seine erste Firma „alando.de“ verkauft und baute „jamba.de“ auf). Ich wusste, dass Oli und seine Brüder schon einen signifikanten Betrag aus dem Verkauf ihrer ersten Firma erzielt hatten. Dennoch waren sie 24/7 in der Firma, detailversessen, hoch konzentriert darauf, auch die zweite namhafte Beteiligung erfolgreich zu veräußern. Schon damals war für mich klar: nach dem Exit ist vor dem Exit. Als waschechter Unternehmer sucht man sich stets neue Herausforderungen, drückt maximal den „Pause“-Knopf, doch niemals die „Stop“-Taste.

Man darf hierbei jedoch nicht vergessen, dass die Start-up-Welt, in der ich lebe, kein bisschen anders ist als die klassische, analoge Unternehmerwelt vorheriger Generationen. Mein Onkel war auch mehr als 40 Jahre Unternehmer. Noch wenige Wochen vor seinem krankheitsbedingten Tod hielt er sein BackOffice auf Trab und hatte bis zuletzt die Zügel fest in der Hand. Auch ohne iPhone und E-Mail war er ständig „On“ und auf neue Geschäfte und die damit verbundenen neuen Herausforderungen scharf.

#### *Exit – Die chancenreiche Ungewissheit*

Die schiere Möglichkeit eines Exits ist heute mit Sicherheit – ganz gleich ob für junge oder erfahrene Unternehmer – eine große Motivationshilfe. Gerade in der sehr schnelllebigen Tech-Szene schielen Business Angels wie Gründer nach erfolgreichen Finanzierungsrunden gerne mal auf den aktuellen Wert ihrer Anteile. Doch dieser „Paper-Value“ ist niemals Garant dafür, dass ein vermeintlich profitabler Ausstieg aus der Portfoliofirma in der erhofften Höhe oder überhaupt jemals zustande kommt! In den beinahe elf Jahren meiner eigenen Unternehmerkarriere im Tech-Business

habe ich schon sehr oft die Sterne hochgelobter Firmen aufgehen sehen, die dann kurze Zeit später im Nichts verglüht sind. Es gab stets aber auch solche Firmen, die fast aus dem Stegreif irre Finanzierungsrunden abgeschlossen hatten und kurze Zeit später vor dem Exit standen. Es ist genau diese chancenreiche Ungewissheit, die Gründer und Investoren anspornt, das gemeinsame Ziel „Exit“ zu erreichen. Auf dem Weg dorthin müssen potentiellen Käufern immer wieder neue Argumente geliefert werden, bis der Exit nicht mehr nur bloße Option, sondern unausweichlich ist. Dabei bleibt festzuhalten, dass man als Unternehmer immer eher passiv agieren sollte, denn: wer verkaufen muss, bekommt nie den besten Preis!

#### *Gleichung mit vielen Unbekannten*

Der Verkauf der Anteile kann viele verschiedene Formen annehmen: Trade Sale, IPO, MBO und viele andere. Als Co-Initiatoren von fast 20 Unternehmen und damit der wohl frühestmöglichen Form von Gesellschaftern, haben wir uns bei Rheingau selbst oft die Frage gestellt, ob man nicht auch durch die Form des „Secondary“ seinen individuellen Exit herbeiführen sollte. Jede dieser Exiterwägungen beruht im Grunde auf der Spieltheorie: wie hoch ist der Erwartungswert des Gewinns auf meinen Einsatz zum aktuellen Zeitpunkt vs. wie wahrscheinlich und um wieviel größer kann dieser Gewinn hypothetisch in der Zukunft sein? Dabei fließen eine Reihe von externen wie internen Faktoren in die Gleichung mit ein: Wettbewerbsintensität, Produktevolution, Motivation der Gründer, Allianzen im Gesellschafterkreis oder auch der jeweilige Appetit potentieller Exitpartner, um nur ein paar zu nennen. Aus Sicht des Managements fängt mit dem Exit der Investoren meist noch eine neue Phase an, nämlich die des Earn-Outs. Es ist oftmals ein wahrer Dealbreaker, wenn Management-Teams möglichst schnell neuen Herausforderungen nachgehen, die potentiellen Käufer hingegen möglichst lange an dem bisherigen Management festhalten wollen.

#### *Mehr Austausch zwischen Tech-Szene und tradierten Unternehmen*

Eines bleibt für mich abschließend noch festzuhalten: das generelle Exit-Klima in Deutschland ist immer noch deutlich schlechter im Vergleich zu anderen europäischen Ländern. Und das obwohl wir durch die Vielzahl von Mittelständlern in Deutschland eine ebenso große Anzahl potentieller Käufer haben! Zu häufig werden Firmen erst dann gekauft, wenn sie sich

als klare „Market Leader“ herausgestellt haben; zu diesem Zeitpunkt sind die meisten deutschen Firmen jedoch nicht mehr in der Lage, die hohen Bewertungen der ausländischen Bieter mitzugehen. Und somit gehen innovative deutsche Firmen an ausländische Holdings und der Mittelstand kämpft weiter darum, sein Innovationsmanagement, insbesondere in punkto Digitalisierung, in den Griff zu bekommen.

Ich wünsche mir für die Tech-Szene in Deutschland einen offeneren Austausch zwischen tradierten Unternehmen und stark wachsenden, innovativen Start-ups. Mittelständler sollten bei aller verständlichen Liebe zu Finanzkennzahlen auch einmal ihre klassischen Gleichungen erweitern und innovative Firmenlenker in ihre bestehenden Strukturen integrieren (Stichwort „Acqui-Hires“). Schließlich werden diese Gründer nach ihrem Exit immer wieder neue Herausforderungen suchen und sich so in neuen Gefügen verwirklichen.

#### Zum Autor



**Philipp Hartmann** ist Seriengründer und Angel Investor und hat seit Beginn seiner Unternehmerkarriere bereits mehr als 20 Firmen aufgebaut. Seit 2011 ist er Gründer und Geschäftsführer der Rheingau Founders GmbH, einem Company Builder, der sich als zeitweiliger Mitgründer und Akzelerator für junge Start-ups versteht. Daneben ist er Gründer und Geschäftsführer der Rheingau Ventures GmbH. Nach seinem Studium an der EBS, der UADE und der University of Sydney gründete er gemeinsam mit seinen Partnern die Start-ups sportme und später madvertise.

Christian Vollmann

#### **Vollgas statt Exit! Oder: Warum ich das Wort Exit nicht mehr hören kann!**

In der Gründerszene reden alle unentwegt von ihm. Alle wollen ihn. Umso schneller, desto besser. Wer ihn nicht erreicht, gilt als Verlierer. Wer noch keinen hatte, als Anfänger. Manchmal scheint es so, als drehe sich alles nur um ihn – als sei er der Zweck, der alle Mittel heiligt. Als löse er alle Probleme. Als sei man mit ihm am Ziel. Der EXIT.

Lange Zeit dachte ich auch so. Doch seitdem habe ich viel gegründet, investiert und gelernt. Meine größte Erkenntnis daraus: langfristig denken zahlt sich aus.

Beispiele gefällig?

*Jeff Bezos* wird gerade zum reichsten Mann der Welt. Warum? Weil er Amazon vor 23 Jahren gegründet hat und seitdem jeden Cent Gewinn reinvestiert. Warum macht der Mann das? Weil er langfristig denkt und sich sein Ziel seit 1994 eigentlich nicht geändert hat: er will Marktführer im E-Commerce sein.

*Mark Zuckerberg* liegt nicht viel hinter ihm in der Welt-rangliste der reichsten Menschen dieses Planeten. Er denkt gar nicht daran, seine Facebook Aktien zu verkaufen. Warum auch?

*Warren Buffet*, noch so ein Kollege aus der ominösen Liste. Macht das, was er macht, bereits seit über 50 (!) Jahren. Sein Erfolg ist hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass er antizyklisch investiert. Etwas, das man

überhaupt nur machen kann, wenn man langfristig denkt.

*Elon Musk* (prominenter Anwärter auf einen Listenplatz) hat bei einem Tesla Event in München einmal gesagt, dass er die letzte Person sein wird, die Tesla Aktien verkauft.

Manch einer wird nun einwerfen: aber die sind doch alle an der Börse, das ist doch ein Exit! Ja – aber nur für Anteilseigner, die verkauft haben. Wer clever war, ist beim IPO von Amazon, Facebook, Berkshire Hathaway und Tesla aber dringeblichen – und damit gut gefahren. Wie die Gründer selbst eben auch.

Woher kommt diese Fixierung auf den Exit eigentlich? In meinen Augen gibt es zwei Hauptgründe.

Der erste Grund sind die Venture Capital Fonds. Diese müssen meist nach 7 Jahren anfangen, Kapital an die Fonds-Investoren zurückfließen zu lassen. Sie stehen also nach einer gewissen Zeit unter „Exit-Druck“ und haben immer einen begrenzten Zeithorizont. Druck ist selten ein guter Ratgeber. Weder Investitionsdruck noch Exit-Druck sind hilfreich beim Fällen von guten Investitionsentscheidungen. Hierin sehe ich einen der großen Vorteile von Angel Investing gegenüber Venture Capital!

Der zweite Grund ist, dass die wenigsten Gründer langfristig denken. Zu viele ziehen den Spatz in der Hand der Taube auf dem Dach vor.

Wir Angels können uns die Freiheit nehmen, langfristig zu denken. Und auch offen zu sein für „alternative outcomes“. Warum ein profitables Unternehmen nicht dauerhaft halten und Dividenden einstreichen? Warum Anteile an einem Weltklasse Unternehmen nicht an unsere Nachfahren vererben? Wir Angels könnten das – und haben somit die Möglichkeit, verlässliche Sparings-Partner für Gründer zu sein, die wirklich langfristig denken.

Beispiel *Ijad Madisch* von ResearchGate. Sein Ziel ist es nicht, das Unternehmen zu verkaufen. Sein Ziel ist ein inhaltliches. Er möchte die Art und Weise, wie wissenschaftliche Erkenntnisse gewonnen werden, grundlegend verändern. Er möchte den Prozess schneller, kollaborativer, offener und transparenter machen. Natürlich hat er auch nichts dagegen, damit Geld zu verdienen. Aber der finanzielle Erfolg steht nicht im Vordergrund, sondern er vertraut darauf, dass sich dieser schon einstellen wird, wenn das inhaltliche Ziel erreicht wird. Ich habe das Gefühl, dass Ijad nicht eher ruhen wird, bis er dieses Ziel erreicht hat. Dieses Gefühl suche ich, wenn ich als Angel in Gründer investiere!

Ich versuche mir ein Beispiel zu nehmen an Jeff, Mark, Warren, Elon und Ijad. Für mich als Gründer von ne-

benan.de bedeutet das: wir bauen dieses Unternehmen nicht, um es zu verkaufen. Das würde sich wie eine Niederlage anfühlen. Wir wollen Markt- und Innovationsführer werden, was soziale Netzwerke für Nachbarn angeht. Und wir wollen die positive gesellschaftliche Wirkung, die von vernetzten, weniger anonymen Nachbarschaften ausgeht, in möglichst viele Märkte dieser Welt tragen.

Für mich als Business Angel bedeutet es: Ich will in langfristig denkende, inhaltlich motivierte Gründer investieren. Meine besten Unternehmen will ich halten, nicht verkaufen. Darum haben wir eDarling (die Affinitas GmbH) nicht verkauft, sondern gehen damit jetzt lieber an die Börse in New York und treten in der Konsolidierung des Dating Markts als aktiver Player in Erscheinung. Vollgas statt Exit!

Es bedeutet auch, einem inhaltlich getriebenen Gründer, der gerne langfristig denken würde aber noch nie ein Liquidity Event hatte, mal ein klein wenig Geld vom Tisch nehmen zu lassen, um ihm Luft zum Atmen zu verschaffen. Am Rande des Existenzminimums denkt es sich langfristig nicht so gut.

Fazit: Ich für meinen Teil gedenke den beschriebenen Vorteil, den ich als privater Business Angel gegenüber VCs habe, für mich zu nutzen. Und daher kann ich das Wort Exit langsam nicht mehr hören. Manchmal mag es der beste Outcome sein, aber beileibe nicht immer!

#### Zum Autor



**Christian Vollmann** arbeitet seit 1999 im digitalen Umfeld. Er hat mehrere Internetunternehmen selbst gegründet (iLove, MyVideo, eDarling) bzw. als Business Angel mitgeholfen, diese aufzubauen (z.B. ResearchGate, Trivago, StudiVZ). Insgesamt war er seit 2005 an mehr als 75 Gründungen beteiligt. Aktuell gründet Christian mit Ne-benan.de ein soziales Netzwerk für Nachbarn. Christian setzt sich im Bundesverband Deutsche Startups für die Interessen von Unternehmensgründern ein und berät die Bundeswirtschaftsministerin als Mitglied im Beirat junge digitale Wirtschaft. Er ist Mitglied des HighTech-Forum im Bundesforschungsministerium und als akkreditierter Business Angel Mitglied in BAND. Sozial engagiert Christian sich als Unterstützer von Ashoka, einer Non-Profit Organisation zur Förderung von Sozialunternehmern sowie im Beirat von Betterplace.org, einer digitalen Spendenplattform. 2017 wurde er von BAND mit der „Goldenen Nase“ als „Business Angel des Jahres“ geehrt.

BANDquartal 1, 2018 wird im März 2018 erscheinen.

## Impressum

BANDquartal: Online-Magazin, erscheint vierteljährlich

Ausgabe 3-4, 2017

### Redaktion

Matthias Wischnewsy, 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.

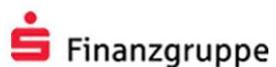
Gefördert durch:



Bundesministerium  
für Wirtschaft  
und Energie

aufgrund eines Beschlusses  
des Deutschen Bundestages

Sponsoren:



KFW

