

A close-up photograph of two people in business attire shaking hands over a table. The table is covered with several documents, some of which have blue pens resting on them. The background is softly blurred, showing what appears to be an office setting with a window and some greenery.

**BANDquartal**

Ausgabe 4/2019

# „Secondaries als Exitkanal“

# Inhalt

---

<i>Editorial</i> .....	3
Till-Manuel Saur <i>Was genau sind Secondaries?</i> .....	5
Nicolas Samios <i>Der „perfekte“ Secondary</i> .....	7
Mark Miller <i>Secondaries sind Dealpraxis</i> .....	9
Marcel Doeppes <i>G/S Market™ – Die erste deutsche Sekundärmarktplattform für Anteile an Start-ups</i> .....	11
Dr. Henning Pentzlin <i>Gedanken zu Secondaries für Business Angels</i> .....	13
Alfred Möckel <i>Verkaufsrecht für Business Angels-Anteile im Beteiligungsvertrag festlegen</i> .....	14
Hans-Peter Ilgner <i>Secondary Markt muss noch entwickelt werden</i> .....	16
Dennis Kirpensteijn <i>Veranstaltungs-Review</i> .....	18
<i>Impressum</i> .....	19

Ist der Secondary eine Alternative zum Exit oder gar ein Ausweg, wenn der Weg zum Exit quälend lang geworden ist und Business Angels ohnehin nur noch kleine Anteile am investierten Unternehmen halten? Das war die Fragestellung beim BANDexpertforum 2019 am 24. Oktober in Berlin zum Thema „Secondaries als Exitkanal“. Fast 100 Teilnehmer diskutierten auf dem von BAND und Veranstaltungspartner APX Early Stage Investor organisierten Event in Berlin Vor- und Nachteile sowie die gegenwärtige Akzeptanz von Secondaries in Deutschland. Die Beiträge der Referenten sind in der hier vorliegenden Ausgabe von BANDquartal 4/2019 zusammengefasst.

**Till-Manuel Saur**, Rechtsanwalt im Bereich Corporate / Venture Capital, gibt mit seinem Beitrag „Was genau sind Secondaries?“ einen Einstieg für alle, die mit dem Begriff des „Secondary“ noch nicht voll vertraut sind. **Nicolas Samios** charakterisiert in seiner Funktion als Managing Partner der COOPERATIVA Venture Group anhand von sechs konkreten Aspekten, was für ihn den „perfekten Secondary“ ausmacht. **Mark Miller** berichtet über die aktuelle Dealpraxis anhand konkreter Beispiele in seinem Unternehmen, der Carlsquare GmbH, in dem Secondaries gängige Praxis sind.

**Marcel Doeppes** ist Investmentmanager bei GJS Market – der ersten deutschen Sekundärmarktplattform für Anteile an Start-ups. Er erläutert die Funktionen und Vorteile des Sekundärmarktes anhand seines Unternehmens. **Dennis Kirpensteijn** ist sowohl Gründer als auch Angel Investor. Er betrachtet in seiner Rückschau des BANDexpertforums vor allem die Rolle der Start-ups im Zusammenhang mit Secondaries. Angel, plädiert in seinem Beitrag für eine

Arbeitsgruppe aus Angel-Investoren, BAND, VC Fonds und Anwälten, die sich mit der Erhöhung der Fungibilität von Anteilen an Einzelunternehmen, Portfolios oder Fonds auseinandersetzt.

Angel Investor **Dr. Henning Pentzlin** regt in seinen „Gedanken zu Secondaries für Business Angels“ ein standardmäßiges Volumen von mindestens zehn Prozent pro Kapitalrunde an, das für die Auszahlung von Business Angels vorgesehen und auf alle austrittswilligen Business Angels verteilt werden kann. **Hans-Peter Ilgner**, Business Angel, plädiert in seinem Beitrag für eine Arbeitsgruppe aus Angel-Investoren, BAND, VC Fonds und Anwälten, die sich mit der Erhöhung der Fungibilität von Anteilen an Einzelunternehmen, Portfolios oder Fonds auseinandersetzt. **Alfred Möckel**, Business Angel des Jahres 2017, spricht sich dafür aus, dass Business Angels bereits im Beteiligungsvertrag festlegen sollten, ihre Anteile unter bestimmten Voraussetzungen vorzeitig verkaufen zu können.

Business Angels Netzwerk Deutschland (BAND) hat aus den Ergebnissen dieses BANDexpertforums folgende Schlüsse gezogen:

1. Im M & A Geschäft und im Later-Stage Bereich sind Secondaries schon lange Normalität.
2. Es besteht bei Business Angels ein begründetes Bedürfnis, Secondaries bereits auch im Growth Stage zu ermöglichen.

3. Der Aspekt der Cap-Table-Bereinigung kann auch für die Start-ups und die Folgeinvestoren ein wichtiges Argument für Secondaries sein.
4. Noch gibt es zu wenige Finanzinvestoren im deutschen Markt, die (zu-  
mindest (Teil-)Secondaries gegenüber früh finanzierenden Business  
Angels akzeptieren.
5. Auch die Zahl der Plattformen für Secondaries ist ausbaufähig.
6. Um Secondaries perfekt durchzuführen, bedarf es bestimmter Vo-  
raussetzungen, insbesondere darf es sich nicht um einen „Notver-  
kauf“ handeln.
7. Bereits bei der Gestaltung der Beteiligungsverträge sollten Business  
Angels Vorsorge für einen späteren Secondary treffen.

BAND als Verband der Business Angels und ihres Ecosystems wird diese As-  
pekte bei seiner weiteren Arbeit aufgreifen, insbesondere auch bei der Arbeit  
an den Standardverträgen im Rahmen des „German Standards Setting Insti-  
tutes“ (GESSI).

Unser ganz besonderer Dank gilt den Autoren, die sich im Nachgang des  
BANDexpertforums 2019 die Mühe gemacht haben, Ihre Vorträge und Gedan-  
ken zur Veranstaltung zu verschriftlichen. Vielen Dank!

Viel Freude beim Lesen!

Mit herzlichen vorweihnachtlichen Grüßen  
Christian Müller

## Was genau sind Secondaries?

---

Investments sind für Start-ups überlebenswichtig. Ohne finanzkräftige Investoren und Business Angels wäre ein Großteil dieser jungen Unternehmen dem Untergang geweiht. In einer klassischen Eigenkapitalfinanzierung führt das Start-up eine Kapitalerhöhung durch, im Rahmen derer neu geschaffene Anteile an diesem Start-up ausgegeben werden. Der Investor übernimmt diese Anteile gegen Zahlung des Investments an das Start-up.

Verfolgt man die einschlägige Fachpresse, überschlagen sich die Investitionssummen, die angeblich in Start-ups fließen. So wurde beispielsweise im Rahmen des Einstiegs des japanischen VCs SoftBank Vision Fund in das Berliner Start-up Auto1 berichtet, dass ca. 460 Millionen Euro in das Unternehmen geflossen seien. Liest man jedoch die von dem Unternehmen selbst veröffentlichte Pressemitteilung, stellt man fest, dass das Investment wohl nur zur Hälfte aus neu ausgegebenen Anteilen des Unternehmens bestand.

### **Woraus bestand also die andere Hälfte?**

Das Investment in ein Start-up gegen Ausgabe neu geschaffener Anteile nennt man auch „Primary“. Das Gegenstück dazu sind so genannte „Secondaries“. Anders als beim Primary werden im Rahmen von Secondaries keine neuen Anteile durch das Start-up geschaffen, sondern bestehende Anteile von bestehenden Gesellschaftern abgekauft. Im oben genannten Auto1-Beispiel floss also die Hälfte des 460-Millionen-Euro-Investments nicht an Auto1 sondern an Gesellschafter von Auto1.

Das verändert die Investmentlogik erheblich. Geld, das das Start-up im Rahmen eines Primaries erhält, kann in weiteres Unternehmenswachstum investiert werden. Somit steigert sich der Wert des Start-ups durch ein Primary-Investment. Die Mittel aus einem Secondary fließen jedoch an Gesellschafter, können folglich nicht durch das Start-up in weiteres Wachstum investiert werden und tragen somit nicht zur Wertsteigerung des Start-ups bei. Typischerweise reduziert sich dadurch der Preis pro Anteil, der im Rahmen eines Secondaries veräußert wird, gegenüber dem Preis, den ein Investor im Rahmen eines Primaries investiert.

Für Business Angels sind Secondaries eine attraktive Möglichkeit, Gewinne aus einer Unternehmensbeteiligung frühzeitig zu realisieren. Business Angels beteiligen sich oft in frühen Entwicklungsphasen an Start-ups. Anfangs stehen sie den Start-ups nicht nur mit ihrem Kapital, sondern auch mit Rat und Tat zur Seite. Bis zu einem Exit des Start-ups dauert es jedoch oft viele Jahre. Jahre, in denen das Kapital des Business Angels fest gebunden ist und nicht anderweitig investiert werden kann. Auf der anderen Seite kann sich der Wert der Anteile bereits vor einem Exit so sehr erhöht haben, dass der Business Angel sein persönliches Renditeziel, auch unter Berücksichtigung des geringeren Secondary-Preises, bereits erreicht hat. Dann ist ein Secondary eine sehr attraktive Möglichkeit, einen persönlichen Exit des Business Angels herbeizuführen.

## Und die Unternehmen?

Auch die Unternehmen können von Secondaries profitieren. Für ein Start-Up sind Secondaries ein probates Mittel, um allzu fragmentierte Cap-Tables zu bereinigen und die Gesellschafterstruktur zu verschlanken. Je einfacher das Cap-Table ist, desto weniger Administrationsaufwand haben die Unternehmen beim Management ihrer Gesellschafterstruktur.

Secondaries sind absolut marktüblich und finden zu jeder Phase des Start-Up-Lebenszyklus statt. Je reifer das Unternehmen ist, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass es Secondary-Transaktionen gibt.

### Zum Autor

***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 Strukturierung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen. Ein Schwerpunkt seiner Tätigkeit liegt in der Beratung von 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.*



## Der „perfekte“ Secondary

---

Secondary Deals sind oft ein notwendiges Übel. Sie nutzen einem Unternehmen nur in Teilaspekten, sind jedoch essentiell, um einzelnen Stakeholdern Liquidität vor einem letztendlichen Exit zu verschaffen. Am häufigsten treffen wir die Situation an, in der frühe Investoren wie etwa Business Angels oder (passive / aktive) Gründer nach einer gewissen Laufzeit eines Start-ups „Geld vom Tisch“ nehmen möchten – freiwillig oder unfreiwillig, zum Beispiel aufgrund der Lebensumstände der einzelnen Akteure. Dies wird ermöglicht, indem ein neuer Investor dem Altgesellschafter – sei es nun Angel oder Gründer – durch einen Secondary Deal Unternehmensanteile abkauft. Die Krux dabei: Wie es bei einem Start-up oft nun mal der Fall ist, arbeitet es in den ersten Jahren noch nicht Cashflow-positiv, d.h. potentiell verfügbare Geldmittel von neuen Investoren sollten vorrangig zur Entwicklung des Unternehmens eingesetzt werden und nicht an Altgesellschafter abfließen. Erschwerend kommt zudem noch der Zustand hinzu, dass der Wunsch eines Insiders, Anteile zu verkaufen, ein problematisches Signal an neue Investoren sendet. Wäre das Start-up doch so erfolversprechend wie angepriesen, würde es sich dann nicht für die Altgesellschafter ungeachtet aller Umstände lohnen, die zukünftige Wertsteigerung der eigenen Anteile abzuwarten?

Da es natürlich in vielen Fällen vollkommen nachvollziehbar ist, dass frühe Investoren oder Gründer zumindest einen Teil ihrer „Schäfchen ins Trockene

bringen“ wollen, ist der Secondary nicht per se etwas Negatives. Er muss nur überlegt und koordiniert umgesetzt werden. Eine Best-Practice-Lösung für einen „perfekten“ Secondary, der etwaige Spannungen mindert und eine optimale Dramaturgie bietet, sieht daher folgendermaßen aus: Vorrangig erfolgt eine Primary-Finanzierungsrunde, in der notwendiges Wachstumskapital im Rahmen einer Kapitalerhöhung in die Firma fließt, zusätzliches Kapital der Investoren folgt dann in einem dramaturgisch nachgeordneten Secondary.

Natürlich ist dabei auch der Anteil am Volumen der Gesamttransaktion ein wichtiges Signal, sprich der Primary-Teil der Transaktion sollte deutlich höher ausfallen als der Secondary-Teil. Hierbei ist essentiell, dass die Motivation der Anteilsverkäufer transparent und rational nachvollziehbar ist und nicht durch eine womöglich negative Entwicklung des Start-ups bedingt ist.

Um diesen reibungslosen, dramaturgisch vorteilhaften Ablauf, der im Sinne aller Stakeholder ist, zu orchestrieren, sollte zunächst die Anwerbung der für das Wachstum notwendigen Mittel mit normalen Platzierungsunterlagen erfolgen. Idealerweise entsteht dabei ein Nachfrageüberhang (z.B. 5 Mio. Euro potentielle Investorengelder bei einer gewünschten Finanzierungshöhe von nur 4 Mio. Euro – ähnlich einem überzeichneten IPO).

Erst in einem späteren Schritt erfolgt die koordinierte Kommunikation einer zusätzlichen Secondary-Option durch das Unternehmen.

Eine nochmals vorteilhaftere Situation entsteht, wenn eine zusätzliche Cap-Table-Bereinigung ersichtlich wird, also nach der Transaktion die Gesamtzahl der am Unternehmen beteiligten Parteien kleiner ist als zuvor.

Secondaries werden grundsätzlich oftmals mit einem Discount auf die Primary-Bewertung (je nach Anteilsklasse / Liquidationspräferenz) von ca. 10-30% angeboten. Im Mix reduzieren so Investoren, die sowohl im Primary- als auch Secondary-Teil investieren, ihre Einstiegsbewertung.

Die juristische Umsetzung kann in zwei Teilen der gleichen Urkunde erfolgen, und da sie bei dieser Umsetzungsgestaltung im Interesse aller Parteien ist, mit Verzicht auf Form und Frist sowie auf Vorkauf- und Mitverkaufsrechte/-pflichten erfolgen.

Abschließend lässt sich mit folgenden Schlagworten zusammen, was einen „perfekten“ Secondary ausmacht:

- 1) Signaling – Die Hauptaufgabe besteht darin, zu vermitteln, dass der Anteilsverkauf nicht aufgrund einer schlechten Unternehmensentwicklung erfolgt.
- 2) Momentum – Ein Secondary zur Unzeit hat so gut wie keine Chance, egal welche Ausgestaltungsform gewählt wird.
- 3) Kombination – Mit einer Kopplung an eine Primary-Finanzierung erhöht sich die Chance und der Wert des Secondary Deals substantiell.

- 4) Gewichtung – Je höher der Anteil des Primary-Teils an der Gesamttransaktion ausfällt, desto besser ist das Signaling.
- 5) Bereinigung – Der Cap-Table profitiert am meisten, wenn z.B. drei kleinere Parteien gänzlich aussteigen, als wenn etwa sechs Parteien 50% ihrer Anteile verkaufen.
- 6) Logistik – Im Konsens bzgl. Verzicht auf Mitverkaufsrechte etc. wird der Secondary fundamental erleichtert.

#### Zum Autor

*Nikolas Samios ist seit fast zwei Jahrzehnten Teil der deutschen Gründerszene und Managing Partner der [COOPERATIVA](#) Venture Group, einer Plattform, die 360° des Venture-Capital-Lebenszyklus abdeckt, und Managing Partner von [PropTech1 Ventures](#), dem führenden Venture-Capital-Fonds, der sich auf das ungenutzte Innovationspotenzial der Immobilienwirtschaft in Europa fokussiert. [Nikolas Samios](#) begleitete bis heute mehr als 100 Transaktionen mit Start-ups von der Seed-Runde bis zum Börsengang und steht Gründern wie Investoren seit Jahren mit seiner Methoden- und Prozesskompetenz zur Seite. Als aktives Mitglied in den wichtigsten Branchenverbänden ist er maßgeblich an der Initiative zur Erstellung von Standardverträgen für das Start-up-Ökosystem beteiligt und ist zudem zusammen mit [Anja Rath](#) Autor von [DEALTERMS.VC](#), dem VC-Standardwerk über den Verhandlungsprozess und Beteiligungsvertrag einer Start-up-Finanzierungsrunde.*





## Secondaries sind Dealpraxis

---

Wenn einzelne Gesellschafter – ob Management oder Business Angels – einen Exit für ihre Beteiligung anstreben, dann müssen sie heute nicht mehr 100% oder eine Mehrheit zum Verkauf stellen. Es ist heute auch ein Teilverkauf im Rahmen einer „Secondary-Transaktion“ möglich. Eine Reihe von Investoren hat den Bedarf erkannt und diese Marktlücke geschlossen. Der Cash-out vor dem großen Gesamtexit hat damit sein „Geschmäckle“ verloren. Wenn der Gründer ein Häusle bauen will, muss er nicht mehr die ganze Firma verkaufen. Gleichzeitig muss er aber „Skin in the Game“ behalten, muss also hungrig genug bleiben, um für den zweiten großen Exit motiviert zu sein. Wenn nun die Business Angels und Gründer etwas Geld vom Tisch genommen haben, dann kann der Gesamtverkauf an den Strategen auf den richtigen Zeitpunkt verschoben werden. Bei aktuellen Transaktionen sehen wir keinen Abschlag mehr auf die Bewertung, mitunter gibt es sogar einen Zuschlag. Secondaries sind für uns nicht graue Theorie, sondern aktuelle Dealpraxis. So enthielten die folgenden Transaktionen zumindest eine Secondary-Komponente:

### **Carlsquare hat Preglife AB bei der Beteiligung durch eEquity beraten**

Preglife startete seine App im Oktober 2010 und wurde seitdem mehr als 2,6 Millionen Mal heruntergeladen. Heute hat die App mehr als 500.000 aktive Nutzer und ist in allen nordischen Ländern, Polen, Deutschland, Großbritannien und den USA live. Die Anwendung vermittelt Wissen und Informationen an schwangere und neue Eltern, damit sie fundierte Entscheidungen in Bezug

auf ihre Familie und sich selbst treffen können. eEquity investiert in Online-Geschäftsmodelle, vor allem in Skandinavien mit dem Ziel, große Marktführer aufzubauen.

### **Carlsquare hat Marlin Equity Partners bei der Übernahme des Softwareunternehmens Talkwalker beraten** – in weniger als drei Monaten von der Identifizierung bis zum Abschluss

Die abonnementbasierte Cloud-Plattform von Talkwalker mit Hauptsitz in Luxemburg und weiteren Büros in den USA und Deutschland ermöglicht es Kunden weltweit, die Markenreputation zu schützen, ihre Kunden besser zu verstehen und Marketingkampagnen zu optimieren. Marlin Equity Partners ist eine globale Investmentgesellschaft mit einem verwalteten Kapital von über 6,7 Milliarden US-Dollar, die sich darauf konzentriert, Muttergesellschaften, Aktionären und anderen Interessengruppen maßgeschneiderte Lösungen anzubieten, die ihren Geschäfts- und Liquiditätsbedarf decken

### **Carlsquare hat GENUI Partners beim Investment in Market Logic beraten**

Market Logic, ein führender Anbieter von Enterprise SaaS Marketing Informationssystemen, stellt Unternehmenssoftware für Marken her. Market Logic liefert Insights-Portale zum Austausch und zur Förderung von Wissen, Intelligence-Portale zur Analyse von Märkten und Wettbewerbern und Market Insights-Plattformen zur Generierung von Erkenntnissen aus Daten und deren

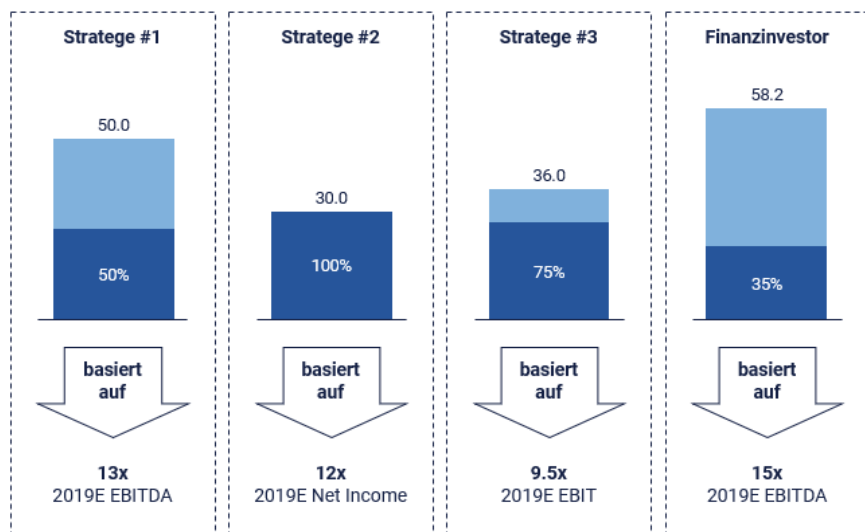
Einbindung in Geschäftsprozesse. GENUI beteiligt sich an mittelständischen Unternehmen im deutschsprachigen Raum. Unternehmen erhalten neben Kapital vor allem aktive Unterstützung, die passgenau auf die jeweiligen Erfordernisse zugeschnitten ist.

### Carlsquare hat exklusiv die Gründer & Inhaber von Invincible Brands während des erfolgreichen Verkaufs an Capital D beraten

Invincible Brands ist ein Social Commerce Unternehmen mit zwei separat geführten Marken für Food Supplements und Kosmetik. Die hochwertigen Produkte von Natural Mojo und Hello Body werden überwiegend auf Sozialen

#### Enterprise Value und Transaktionsstruktur

In EUR m



■ Enterprise value ■ Präferierter Anteil des Investors

Plattformen beworben, was in einem sehr starken Wachstum resultierte. Capital D ist ein Paneuropäischer Private Equity Fond mit dem Fokus auf disruptive Geschäftsmodelle in etablierten Industrieumfeldern.

Auch wenn der Komplettverkauf in Angriff genommen wird, sollte immer auch der Teilverkauf im Rahmen des Secondary geprüft werden. Untenstehend ist exemplarisch der Angebotsvergleich bei einer aktuell begleiteten Transaktion. Beim Secondary mit dem Finanzinvestor fließt zwar initial weniger, aber die Gründer und die Frühphaseninvestoren bleiben mit der Mehrheit an Bord, haben also viel mehr vom finalen Exit mit der womöglich viel höheren Bewertung.

Kurzum: der Secondary ist eine valide Option und bietet die ideale Kombination aus früher Realisierung und weiterer Partizipation am Wertzuwachs, wenn gewünscht.

#### Zum Autor

**Mark Miller** ist einer der Gründer und geschäftsführenden Gesellschafter von Carlsquare. Er studierte Wirtschaftswissenschaften und Business an der Universität Witten/Herdecke und an der University of Texas at Austin. Er war u.a. bei der Deutschen Bank im Firmenkunden- und Vermögensverwaltungsgeschäft tätig und insgesamt an über 100 erfolgreichen Transaktionen beteiligt.



Der wohl wichtigste Moment im Leben eines Gründers oder Investors, auf den es hinzuarbeiten gilt, ist weiterhin der Exit oder Börsengang. Denn was ihnen zu ihrem Glück fehlt, ist nicht etwa ein neuer Eigentümer oder ein Tombstone im Regal – es ist die Liquidität bzw. die Freiheit, diese Anteile in frei verfügbares Geld umwandeln zu können. Viele solcher Anteilseigner sind zuvor zwar auf dem Papier „vermögend“; mit diesen Werten können sie jedoch leider weder den Bau eines Hauses finanzieren noch Investments in erfolgsversprechende neue Ventures tätigen. Sie verfügen somit also über ein nicht-liquides Blockrisiko, das im Ernstfall sogar dafür sorgen kann, dass sie ihr gesamtes über die Jahre mühevoll und oft unter Verzicht auf marktübliche Gehälter erarbeitetes bzw. aus eigenen Mitteln finanziertes Vermögen auf einen Schlag verlieren. Eine Abhilfe hierfür könnte der Verkauf eines Teils dieses Stakes in Form von sog. Secondary Shares darstellen, die von (institutionellen) Investoren immer häufiger genutzt werden, um mit einem Discount Zugang zum jeweiligen Unternehmen zu erhalten und dadurch bei gemindertem Risiko an der weiteren Wertsteigerung teilhaben zu können oder in Kombination mit der Ausgabe weiterer Primary Shares die eigene Einstiegsbewertung zu senken und somit ein späteres Multiple zu optimieren.

Ein funktionierender Sekundärmarkt verkürzt die Zeit bis zum (Teil-)Exit und schafft damit Liquidität für Angels, Gründer und Mitarbeiter, die diese wiederum nutzen können, um sie in weitere Projekte - seien es eigene oder die von

Freunden, Kollegen oder ehemaligen Mitarbeitern - zu reinvestieren. Ein solcher sich selbst nährenden Kreislauf ist in Nordamerika und Südostasien bereits Usus und wird seit Anfang der 2010er Jahre durch Angebote wie Sekundärmarktplätze und -berater ergänzt, die die Nachfrageseite um internationale Investoren erweitern. Wichtigste Instanz ist hierbei wohl Sharespost aus den USA, die mit einem digitalen Marktplatz gestartet sind, auf dem Shareholder ihre Anteile einstellen können und durch ca. 20 Broker an der Ostküste mit Kaufinteressenten zusammengebracht werden. Auf diese Weise hat Sharespost bereits Anteile im Gesamtwert von über 4,5 Milliarden USD vermitteln können und dafür im Mittel 10% an Vermittlungsgebühr, hälftig aufgeteilt zwischen Käufer und Verkäufer, erhoben. Allein dies zeigt, wie gefragt ein solches Angebot am Markt zu sein scheint.

In Deutschland dagegen ist das Thema leider bisher noch relativ unbekannt und wird, so zumindest unsere Erfahrung, zum Teil kritisch gesehen, was oft mit fehlender emotionaler Distanz zum jeweiligen Investment sowie Ängsten vor negativer Signalwirkung begründet wird. Und das obwohl diverse M&A- und Corporate Finance Häuser diese Assetklasse für sich entdeckt haben und genau mit solchen Leistungen die steigende Nachfrage ihrer Kunden nach der Assetklasse Venture Capital bedienen - wenn auch zugangsbeschränkt, nicht für alle transparent sowie natürlich vollkommen analog. Dies zu ändern, haben wir uns mit der G|S Market™ zum Ziel gesetzt.

## German Start-ups Market – Die erste deutsche Sekundärmarktplattform für Anteile an Start-ups

Mit der 2018 gelaunchten Matchmakingplattform G|S Market™ möchten wir Anteilseignern und Investoren die Möglichkeit geben, Anteile an erfolgreichen deutschen Start-ups anzubieten und einzusehen, um anschließend Anbieter und Interessenten zusammenzubringen. Durch ein solches zentrales Angebot werden sowohl Transparenz als auch Prozesseffizienz gefördert, indem Anbieter direkt mit einer Vielzahl an relevanten potentiellen Erwerbern verbunden werden und Kaufinteressenten eine größtmögliche Auswahl an Start-ups geboten wird. Die Interaktion erfolgt dabei bilateral über einen Messenger, so dass Nutzer selbst entscheiden, wie viel sie mit der anderen Seite teilen. Wir sorgen durch vorherige Akkreditierung dafür, dass nur erfahrene Investoren mit Anteilseignern in Kontakt treten können, um den Prozess zu professionalisieren und eine angenehme User Experience zu schaffen. Auf der Anbieterseite sorgen wir für qualitativ hochwertigen Dealflow, indem wir jede neue Offerte in Bezug darauf prüfen, ob das jeweilige Start-up reif genug ist, der beabsichtigte Anteilspreis uns fair erscheint und bestenfalls der Verkäufer nur einen Teil seines Stakes verkaufen möchte, was darauf schließen lässt, dass es sich hierbei nur um Risikoabsicherung und nicht einen Notverkauf handelt. Dabei werden die meisten Daten nur uns offengelegt; das spätere Listing auf dem Marktplatz enthält nur ein redaktionell von uns aufbereitetes Start-up Portrait mit öffentlichen Informationen, das Gesamtvolumen des Deals und ob eine Stückelung, also eine Aufteilung auf mehrere Interessenten, möglich wäre. Auf diese Weise kommen wir dem Wunsch vieler im Vorfeld befragter

Gründer und Investoren nach, mit der öffentlichen Offerte keinerlei Information über den dahinterstehenden Anteilseigner preiszugeben. Insgesamt entsteht dadurch ein übersichtlicher und gleichzeitig vielseitiger Marktplatz, der es beiden Seiten künftig einfacher macht, Anteile der Assetklasse Venture Capital untereinander zu handeln. Unsere Fees liegen dabei, abhängig vom jeweiligen Gesamtvolumen, zwischen zwei und sechs Prozent, die nach erfolgreichem Abschluss dem Verkäufer in Rechnung gestellt werden.

Wir hoffen, mit unserem Angebot dazu beitragen zu können, den deutschen Sekundärmarkt für Start-up-Anteile zu öffnen, diesen für weitere Marktteilnehmer zu erschließen und dadurch allgemein für mehr Liquidität zu sorgen; in der Hoffnung, dass sich in Zukunft noch mehr Business Angels und Anleger dazu entschließen, in diese Assetklasse zu investieren.

### Zum Autor

**Marcel Doeppes** ist Investment Manager und Head of Operations bei der German Start-ups Group GmbH & Co. KGaA. Diese ist eine seit 2015 börsennotierte Beteiligungsgesellschaft mit Sitz in Berlin, die sich direkt oder indirekt über Mehrheits- oder Minderheitsbeteiligungen insbesondere an Start-ups beteiligt, also Venture Capital zur Verfügung stellt. Der Fokus der German Start-ups Group liegt auf Unternehmen, deren Produkte oder Geschäftsmodelle eine hohe Skalierbarkeit erwarten lassen. Marcel Doeppes studierte Business Administration, Marketing und Management an den Universitäten Frankfurt, Mainz und Groningen (NL).



## Gedanken zu Secondaries für Business Angels

Die wesentliche Rolle im Ökosystem der Start-ups spielen die Business Angels in den Phasen von Pre-Seed bis hin zum Proof of Concept. Aufgrund des in diesen Phasen eminenten Risikos sind die Tickets in der Höhe beschränkt und liegen pro Runde und Angel bei durchschnittlich ca. T€ 60, also in einer Größenordnung, die für institutionelle Investoren viel zu klein sind. Kompensiert werden die limitierten Finanzmittel aber durch die aktive Mitwirkung des Business Angels und seines Netzwerkes (2. Flügel des Angels).

In den dann das Wachstum finanzierenden Folgerunden werden viel höhere Mittel benötigt, die auch ein aktives Business Angels-Netzwerk kaum noch darstellen kann, zumindest nicht über alle Folgerunden. Auch dürfte sich zwischenzeitlich der Grenznutzen der Mitwirkung eines Business Angels drastisch reduziert haben. Die Beteiligungen der Business Angels verkomplizieren lediglich die Cap-Tables der Start-ups.

Für das gesamte Ökosystem wäre es daher höchst sinnvoll, dass die Business Angels ab einer erfolgreichen Series-A-Runde ihre Mittel wieder frei bekommen, um diese im nächsten Start-up neu einsetzen zu können und so dem Gesamtsystem einen permanenten attraktiven Deal Flow zu gewährleisten.

Leider hat es sich verstetigt, dass im deutschen Venture Capital Markt davon ausgegangen wird, dass die Business Angels u. a. durch Tag-along-Regeln möglichst bis zum Gesamt-Exit an ihr Investment gebunden bleiben.

Somit fehlt über häufig zehn Jahre Investmentdauer ihr Geld, ihre besondere Risikobereitschaft und ihr Engagement für Folge-Start-ups.

Jeder hat Verständnis dafür, dass Private Equity Fonds, die ja meist eine beschränkte Gesamtlaufzeit von ca. sieben Jahren haben, in den einzelnen Runden klare Exit-Regeln aufnehmen lassen. Ein solches Verständnis ist aber genau so dringend angeraten für Regelungen, gemäß denen Business Angels ihre Beteiligungen zumindest in größeren Teilbeträgen pro Folgerunde den dort zeichnenden Alt- und Neuinvestoren andienen können und für den Fall der Nichtzeichnung ihre Anteile ohne Tag-along-Auflagen frei veräußern können, gern dann auch wieder mit Vorkaufsrecht der Mitgesellschafter.

Konkret schlage ich vor, dass in die Standardverträge des German Standards Setting Institutes (GESSI) eingearbeitet wird, dass pro Kapitalrunde standardmäßig ein Volumen von mindestens zehn Prozent für die Auszahlung von Business Angels vorgesehen wird, das dann auf alle austrittswilligen Business Angels verteilt werden kann.

### Zum Autor

*Dr. Henning Pentzlin ist Angel Investor und seit 2017 Partner beim Hamburger Company Builder Hanse Ventures. Seit 2001 als Business Angel aktiv, ist er Mitglied im Investorenkreis von b-to-v und BAND akkreditierter Business Angel. Zuvor hat er als Serial Entrepreneur in Sachsen und Hamburg verschiedenste Unternehmen gegründet. Henning Pentzlin hat an der Carolus-Magnus-Universität Köln studiert mit Abschluss als Diplom-Kaufmann. Er ist Mitglied des BAND Business Angels Beirats.*



## Verkaufsrecht für Business Angels-Anteile im Beteiligungsvertrag festlegen

---

Business Angels investieren i.d.R. sehr frühphasig, wenn Venture Capital Fonds oder Family Offices (VCs) die Investments noch zu riskant sind. Neben dem Startkapital stellen sie ihr Netzwerk und ihre Erfahrung zur Verfügung. Dieser Input ist in der Startphase extrem wertvoll.

Nach mehreren Finanzierungsrunden und einigen Jahren verschiebt sich diese Funktion. Dann übernehmen i.d.R. VCs die Rolle des Leadinvestors, bestimmen die Beteiligungsverträge, sichern sich Mitspracherechte und Liquidationspräferenzen. In dieser Phase ist es oft sinnvoll, dass die Business Angels das Zepter weiterreichen und ihre Anteile verkaufen, um das erzielte Geld wiederum neuen Start-ups zur Verfügung zu stellen und den Gesellschafterkreis (Cap-Table) überschaubar halten. Das ist betriebs- und volkswirtschaftlich sinnvoll und ein einfacher Fall von Rollenteilung: Frühphase vs. Wachstumsphase.

Neue Investoren (VCs) haben oft ein großes Interesse daran, dass alles verfügbare Geld in das Unternehmen fließt. Zahlungen für den Exit von Business Angels sind daher oft nicht willkommen. Wenn allerdings Business Angels so lange in Unternehmen festgehalten werden, bis sie marginalisiert (verwässert) werden und dies zum Common Sense wird, wird der Appetit auf Angel Investments zukünftig deutlich abnehmen. Business Angels brauchen Erfolgsgeschichten und freie Liquidität, um das Ökosystem am Laufen zu halten.

Es muss daher ein für alle Beteiligten sinnvoller Kompromiss gefunden werden, um Business Angels nicht zu zwingen als „lästige Gesellschafter“ den Druck so lange zu erhöhen, bis sie heraus gekauft werden.

Ein möglicher und für alle Seiten sinnvoller Weg könnte folgender sein: Im Beteiligungsvertrag wird festgelegt, dass Business Angels nach fünf Jahren oder einer Finanzierungsrunde in Höhe von mindestens 1 Mio.€ ein Recht haben, im Zusammenhang mit einer Kapitalerhöhung Käufer für ihre Anteile zu finden, ohne an Mitverkaufsrechte, die zu langen Hängepartien führen können, gebunden zu sein. Durch den Zusammenhang mit einer Kapitalerhöhung ist eine aufwändige Due Diligence für Käufer kleinerer Anteile ggf. unnötig, da diese Prüfung und Wertbemessung schon durch die Teilnehmer der Kapitalerhöhung stattgefunden hat. Die Fristen für Vorkaufsrechte werden auf 2 Wochen verkürzt, um die Kapitalerhöhung nicht zu verzögern.

Um die Secondary-Transaktion, die eventuell mit einem Bewertungsabschlag zur Kapitalerhöhung stattfindet, nicht bilanziell wertbestimmend für die VCs werden zu lassen, muss diese Transaktion vor der Kapitalerhöhung stattfinden. Die Business Angels erhalten demnach ein sehr kurzes Zeitfenster für ihren Verkauf, der Aufwand für die Geschäftsführung ist überschaubar (Due Diligence) und das gesamte von den VCs zur Verfügung gestellte Geld fließt in das Unternehmen.

Für so einfach und klar strukturierte Transaktionen könnte sogar eine Plattform (Marktplatz) funktionieren, um interessierte Käufer zu finden.

Das Ganze läuft schnell, unkompliziert und ohne unnötige Reiberein ab und die Business Angels können sich wieder neuen Frühphaseninvestments widmen, mit denen sich die VCs noch nicht befassen möchten.

#### Zum Autor

**Alfred Möckel** ist bereits seit 2002 als Business Angel in tätig. Nach dem Studium der Betriebswirtschaftslehre in Karlsruhe, Mannheim und New York City arbeitete er in Frankfurt in der Zentrale der Deutschen Bank, später als Vorstand der Morgan Stanley Bank AG und der BHF-BANK AG bevor er die Consors Capital BANK AG gründete, als CEO leitete und gleichzeitig als Vorstand der Consors Discountbroker AG agierte. 2002 verkaufte er seine Anteile an die BNP-Paribas / Cortal. Alfred Möckel ist akkreditiertes Mitglied im Business Angel Netzwerk Deutschland. 2017 wurde er als Business Angel des Jahres mit der „Goldenen Nase“ geehrt.



## Secondary Markt muss noch entwickelt werden

---

Dass Angel-Investoren für eine geraume Zeit, sagen wir einmal etwa fünf Jahre, dem Seed-finanzierten Start-up auch finanziell verbunden bleiben, ist Teil des gemeinsamen Verständnisses im Start-up Eco-System. Wenn sie aber dann ihre Anteile z.B. aufgrund des eigenen Investment-Horizontes veräußern wollen, sind sie auf die wohlwollende und wertbestimmende Mitwirkung von anderen Investoren angewiesen. Das bedeutet, die Fungibilität der Business Angels-Anteile hängt in jedem Einzelfall von der Bereitschaft zur Unterstützung des Vorhabens anderer Investoren ab. Das heutige Instrumentarium zum Verkauf der Business Angels-Anteile ist eingengt durch:

- Vorkaufsrechte im Gesellschaftsvertrag
- Tag-along Vereinbarungen im Gesellschaftsvertrag
- Die Verbindung mit einer Kapitalerhöhung von neuen Investoren (Regelfall)
- Das Herauskaufen durch wenige (ca. 20 in der EU nach Aussage eines Teilnehmers am Expertenforum) auf Secondaries spezialisierte Fonds

Die Überwindung dieser Einengungen hat i.d.R. Abschläge auf die aktuelle Bewertung in der gängigen Größenordnung zwischen 10 und 30% zur Folge

(Variationen in beide Richtungen kommen vor). In jedem dieser Fälle sind individuelle Einzelverträge und -Verhandlungen mit mehreren Parteien notwendig, die das Vorhaben komplex, kostenintensiv und zeitlich unsicher gestalten. Der Erfolg ist zum gewünschten Zeitpunkt ist alles andere als garantiert. Anmerkung: Es versteht sich auch von selbst, dass nur Secondaries von sich gut entwickelnden Start-ups werthaltig sind und damit dieser Betrachtung zugrunde liegen.

Um die Veräußerung des Investments unabhängig von Einzelvereinbarungen und Prozessen weniger infrage kommender Parteien zu machen und damit die Fungibilität privaten Vermögens zu verbessern, ist eine Annäherung an gängige Sekundärmarkt- und Wertpapierbörsen-Regeln notwendig. Es ist klar, dass das Start-up in solchen Fällen Markttransparenz durch die Erfüllung von Informationspflichten herstellen muss. Dazu sollte aber ein in der Wachstumsphase befindliches Start-up nach fünf Jahren auch befähigt sein, da es nicht nur den Sekundärmarkt für Secondaries bedient, sondern auch Neuinvestoren in deutlich verkürzter Zeit gewinnen können sollte. Die Schaffung eines Sekundärmarktes für einzelne Beteiligungen aber auch in anderen Segmenten dieser Anlageklasse wie ganzer Portfolios oder von Fondsanteilen würde der Entwicklung als neuer Anlageklasse zur (Langfrist-)Finanzierung von Start-ups und den Einbezug von stark regulierten Anlegern wie Banken, Versicherungen und Altersversorgern erheblich fördern.



Die Öffnung für eine breite Basis kaufbereiter Anleger, würde eher eine marktgerechte Preisregulierung ermöglichen als die Anwendung der heute praktizierten Abschlüsse aufgrund nicht wettbewerblichen Umfeldes.

Alle den Verkauf von Secondaries vorbereitenden Klauseln in neuen Term Sheets und Gesellschaftsverträgen sind zweifelsfrei hilfreich und sollten möglichst zügig (möglichst bereits in neu zu fassenden Standards) umgesetzt werden. Sie werden aber das langfristige Ziel der Erhöhung der Fungibilität von Anteilen an Einzelunternehmen, Portfolios oder Fonds nicht erreichen können. Die Einsetzung einer Arbeitsgruppe mit Beteiligung von Angel-Investoren, BAND, VC Fonds und Anwälten, die die Voraussetzungen für eine solche Initiative analysiert, wäre ein erster sinnvoller Schritt in diese Richtung.

#### Zum Autor

**Hans Peter Ilgner** ist seit 2009 Business Angel und Mitgründer des Investment-Consortiums BAC1 GbR. Er ist Co-Investor von HTGF und Bayern Kapital sowie den Rheingau Founders. Gemeinsam mit der DECHEMA ist er Initiator des AICHEMIA Gründerpreises und des in der Entwicklung befindlichen Scientific Accelerator & Inkubator Konzeptes zur Steigerung der Anzahl von Start-up Gründungen aus dem Bereich der Chemie. Vor seiner Tätigkeit als Business Angel war er Gründer und Geschäftsführer der ChemAdvice GmbH (Verkauf 2013) und in leitenden Positionen in der Chemieindustrie tätig, u.a als Geschäftsführer bei der Uhde GmbH und als Leiter Konzernplanung und Beteiligungsmanagement bei der Hoechst AG. Seit 2017 ist er Mitglied des BAND Business Angels Beirats.



Dennis Kirpensteijn

## Veranstaltungs-Review

Das BANDexpertforum zum Thema „Secondaries als Exitkanal“ war eine sehr aufschlussreiche Veranstaltung – insbesondere, da das Thema aus sämtlichen Perspektiven betrachtet wurde. Mitgenommen habe ich vor allem, dass Secondaries in Deutschland, zumindest auf Portfolioebene von Fonds und in der Later Stage, wesentlich häufiger vorkommen als angenommen.

Ein Punkt, den ich nachdrücklich betonen möchte, ist, dass wir Secondaries zwar als Chance sehen müssen, allerdings beachten sollten, dass diese dem Start-up auf Grund überregulierter Term Sheets in den frühen Phasen nicht zum Verhängnis werden. Das soll heißen: Secondaries haben eine Daseinsberechtigung, dürfen aber nicht willkürlich von Business Angels forciert werden und schon gar nicht, wenn dies bedeutet, gegebenenfalls Wettbewerber ins Cap-Table zu infiltrieren oder Nebenbewertungen zu generieren, die nicht dem Marktwert entsprechen.

Es bleibt also noch einiges zu prüfen und zu durchdenken, um einen regulierten Secondary Markt in Deutschland zu schaffen. Einen Weg dorthin werden wir mit Faraday Venture Partners schaffen und freuen uns auf den weiteren Austausch.

### Zum Autor

**Dennis Kirpensteijn** ist unter anderem Director Germany bei Faraday Venture Partners in München. Außerdem ist er seit 2013 als Gründer und Geschäftsführer bei der VetStage GmbH, einem auf den Veterinärmarkt spezialisierten Karriereportal, tätig. Seit 2017 ist Kirpensteijn als Angel Investor aktiv. Er studierte International Business an der Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg sowie an der Jönköping University.



# Impressum

---

## Impressum

BANDquartal: Online-Magazin

Ausgabe 4, 2019

### Redaktion

Dr. Roland Kirchhof, Christian Müller

### 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

Maill [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.