

### Geschäftsführender Herausgeber:

Dr. Wolfgang Weitnauer, Rechtsanwalt in München

### Herausgegeben von:

Professor Dr. Wulf Goette, Vorsitzender Richter am BGH a. D.

Professor Dr. Mathias Habersack, LMU München

Dr. Hildegard Ziemons, Rechtsanwältin beim BGH, Karlsruhe

## Maßnahmen zur Stärkung der deutschen Start-up Szene: Ein Diskussionsbeitrag

*Dr. Wolfgang Weitnauer, M. C. L., Weitnauer Partnerschaft mbB Rechtsanwälte Steuerberater, München*

Durch die Reformen des Fondsstandortgesetzes in 2022 und des Ende 2023 in Kraft getretenen Zukunftsfinanzierungsgesetzes sollte Deutschland als Kapitalmarktstandort attraktiver gemacht werden. Vieles blieb hier allerdings nur Stückwerk. So hilft die Einführung elektronischer Aktien oder die Regulierung inzwischen bereits wieder aus der Mode gekommener börsennotierter Mantelaktiengesellschaften (SPACs) dem Start-up Bereich nur wenig. Eher stehen die folgenden Punkte im Fokus, nämlich Innovationsförderung, Innovationsbelohnung, Investmentsicherheit, Investmentanreize, Gründungs- und Investmenterleichterungen sowie die Kapitalmarktbefähigung erfolgreicher Start-ups.

### I. Innovationsförderung

#### 1. Ausnahme der Unternehmen in Schwierigkeiten von der Förderung

Nach dem französischen Vorbild des *Crédit d'Impôt Recherche* (CIR), also einer Steuergutschrift in Höhe eines Teils der R&D Ausgaben von der Körperschaftsteuer (Debras in Weitnauer, *International Venture Capital Terms* (Int. VC Terms), 2022, Part 1 B Rn. 48), wurde in Deutschland das Forschungszulagengesetz (FZulG) mit Wirkung zum 1.1.2020 eingeführt. Damit werden Kosten für eigenbetriebliche Forschung, aber auch Auftragsforschung oder experimentelle Entwicklung, auch im Fall von Kooperationen, in Form einer Forschungszulage gefördert, und zwar bis zur Höhe von 25 % der Bemessungsgrundlage von € 10 Mio. für nach dem 27.3.2024 entstandene förderfähige Aufwendungen je Unternehmen und Wirtschaftsjahr, § 4 I 1 iVm § 3 V Nr. 3 FZulG. KMUs können eine Erhöhung der Forschungszulage um zehn Prozentpunkte beantragen, § 4 I 2 FZulG. Liegt die Steuerschuld in einem Jahr unter der im Bescheid festgesetzten Forschungszulage, erfolgt eine Steuererstattung, § 10 I 3 FZulG. Alle Fördermaßnahmen für Forschung und Entwicklung stoßen aber an die beihilferechtlichen Grenzen der AGVO, die in Art. 1 Nr. 4c Beihilfen für „Unternehmen in Schwierigkeiten“ ausschließt. Dies sind nach Art. 2 Nr. 18a

S. 1 AGVO u. a. GmbHs, die in Folge aufgelaufener Verluste mehr als die Hälfte des gezeichneten Stammkapitals verloren haben. Ausgenommen sind (außer KMUs, die für Finanzierungsbeihilfen in Betracht kommen, in den 7 Jahren nach ihrem ersten Verkauf) grds. nur KMUs, die noch keine 3 Jahre bestehen.

Die Ausnahme von „Unternehmen in Schwierigkeiten“ gilt nicht nur nach § 9 II FZulG für die Forschungszulage, sondern auch für sonstige öffentliche Förderprogramme, wie etwa ZIM oder KMU-Innovativ. Damit fallen alle forschungsintensiven Startups, die aufgrund ihrer F&E-Anstrengungen in den ersten Jahren typischerweise erhebliche Verluste aufbauen und auch häufig in der Seed-Phase über nachrangige Wandeldarlehen finanziert werden, die bilanziell und auch steuerlich Fremdkapital darstellen, aus der Förderung heraus (Weitnauer, *Handbuch Venture Capital*, 7. Aufl. 2022 (VC Hdb.) Teil A Rn. 40, 157). Die zeitliche Begrenzung auf drei Jahre entbehrt einer sachlichen Begründung. Vor allem Unternehmen mit längeren Entwicklungszyklen, wie insbesondere im Biotech-Bereich, haben einen längerfristigen Förderbedarf. Daher sollte das Alter ausgenommener KMUs zumindest auf die übliche Haltedauer von VC-Beteiligungen bis zu einem Exit, etwa auf 10 Jahre, verlängert werden. Ferner ist im Hinblick auf die typische Finanzierung von Startups auch durch nachrangige Wandeldarlehen eine Abkehr von der rein bilanziellen oder steuerlichen Behandlung dieser wirtschaftlich als Eigenkapital zu betrachtenden Finanzierungsmaßnahmen geboten. Insofern wäre Überzeugungsarbeit bei der EU-Kommission zu leisten.

#### 2. Erhalt von Verlustvorträgen bei Kapitalrücklagen

Gerade in ihrer Anfangsphase mit Verlusten belastete innovative Start-ups, die sich ihr Kapital in der Regel über mehrere Eigenkapitalfinanzierungsrunden besorgen müssen, werden nach wie vor dadurch benachteiligt, dass solche Verlustvorträge bei einem Mehrheitswechsel nach § 8c KStG vorbehaltlich des auf Antrag

zu gewährenden fortführungsgebundenen Verlustvortrags nach § 8d KStG entfallen. Der Gesetzgeber hat hieran nicht mehr gerührt, nachdem das BVerfG in 2017 die frühere Regelung von § 8c I 1 KStG, die den quotalen Untergang der Verlustvorträge bei Übertragung von mehr als 25 % und bis zu 50 % der Anteile vorsah, für verfassungswidrig erklärt hat (Beschl. v. 29.3.2017, BeckRS 2017, 109540). Er hat es bei der Streichung dieser quotalen Regelung und der Einführung von § 8d KStG belassen. Nach wie vor ist aber nicht einzusehen, weshalb auch mit Finanzierungsrounds verbundene Kapitalerhöhungen, die innerhalb von 5 Jahren zu einem Mehrheitswechsel führen, grds. zu einem vollständigen Fortfall des Verlustvortrags führen sollten. In Erinnerung zu rufen ist, dass Ausgangspunkt die Mantelkaufregelung des § 8 IV KStG war, die einzig und allein den Missbrauch eines gezielten Kaufs von Gesellschaften mit Verlustvorträgen verhindern sollte, der dazu diente, Verlustverrechnungsmöglichkeiten mit Gewinnen aus einer neuen operativen Geschäftstätigkeit zu schaffen. Daher sollte die Gleichstellung der Kapitalerhöhung mit einem schädlichen Beteiligungserwerb in § 8c I 3 KStG gestrichen werden.

### 3. Ausgründungen und Pre-Seed Finanzierung

Dass Unternehmensgründungen im Umfeld von Forschungseinrichtungen und Universitäten erfolgreich umgesetzt werden können, zeigt die Erfolgsgeschichte von UnternehmerTUM. Den im akademischen Forschungsbereich vergrabenen „Nibelungenschatz“ an Innovation zu heben, hat sich die Startup Factories-Initiative zum Ziel gesetzt, die an weiteren 15 Standorten öffentliches und privates Kapital regionaler Unternehmen zusammenbringen soll. Aber auch Fonds sollten sich der Pre-Seed-Phase annehmen, damit sie nicht nur durch öffentliches Geld gefördert wird. Ebenso ist es ein wichtiges Vorhaben, Standards für die Konditionen von Ausgründungen, insb. für Beteiligungen an dem jeweiligen Start-up und für die IP-Übertragung oder -Lizensierung zu schaffen.

## II. Innovationsbelohnung

### 1. § 19a EStG: Vermeidung der Dry Income Besteuerung

Innovation ist ohne innovative Köpfe nicht denkbar. Daher sind gerade Start-ups auf die Gewinnung und Bindung von Schlüsselkräften angewiesen. Die Gewinnung ausländischer Fachkräfte hatte das 2023 verabschiedete Gesetz zur Weiterentwicklung der Fachkräfteeinwanderung vom 18.8.2023 (BGBl. 2023 I Nr. 217) zum Ziel, doch dauern in der Praxis die Visa-Prozesse noch zu lang. Wegen des erforderlichen „Brain Gain“ hat der Gesetzgeber die Mitarbeiterbeteiligung mit dem FoStoG vom 3.6.2021 fördern wollen, indem er mit § 19a EStG eine Regelung einführte, durch die mit Hilfe des Aufschubs der Lohnbesteuerung (allerdings nicht der Sozialversicherungspflicht) bei maximal 12 Jahre alten KMUs die Dry-Income-Besteuerung des zugewandten geldwerten Vorteils von Beteiligungen vermieden werden soll (Weitnauer GWR 2022, 39,

40 ff.). Dies ändert allerdings nichts daran, dass die Lohnbesteuerung dann zum späteren Zeitpunkt auch eines Ausscheidens des Mitarbeiters aus dem Unternehmen zum vollen Steuersatz erfolgt. Der große Wurf, etwa in Gestalt eines geringeren Steuersatzes auf jede Form einer Mitarbeiterbeteiligung, etwa auch in Form von virtuellen Anteilen, war dies nicht. Denn der Gesetzgeber hat verkannt, dass eine Beteiligung von Mitarbeitern als Mini-Mitgesellachtern gerade im Start-up-Bereich nicht gewollt ist. Hier zielt die Mitarbeiterbeteiligung allein auf die vermögensmäßige Incentivierung der Mitarbeiter ab, nicht aber auf die Gewährung von Mitwirkungsrechten, die Abstimmungsprozesse verzögern können, zur Aufblähung des Cap Table führen und Blockademöglichkeiten, etwa beim Abschluss einer Finanzierungsrunde oder auch durch Anfechtungsrechte bei Gesellschafterbeschlüssen, schaffen. Die Bündelung von Mitarbeiterbeteiligungen in einer eigenen Personengesellschaft (Weitnauer, GWR 2023, 111, 116) ist gerade in der Start-up-Phase mit einem zu großen strukturellen Aufwand verbunden.

### 2. Alternative Wege

Österreich ist insoweit einen anderen Weg gegangen. Mit dem FlexKapGG hat es mit Wirkung ab Ende 2023 für Mitarbeiter stimmrechtslose Unternehmenswert-Anteile bis zu 25 % des Stammkapitals eingeführt, § 9 FlexKapGG, für die nach dem Start-up FörderungsG ein vergünstigter Steuersatz von 27,5 % auf 75 % des Erlöses als Bemessungsgrundlage anzuwenden ist, wenn die Beteiligung innerhalb von 10 Jahren nach Gründung des Start-ups mit max. 100 Mitarbeitern und € 40 Mio. Umsatz gewährt wird. Statt einer einfachen Steuervergünstigung findet sich nun in Deutschland das für Mitarbeiter kaum verständliche Gesetzesungetüm von § 19a EStG. Abzuwarten bleibt, ob sich die Beteiligungsform eigenkapitalähnlicher Genussrechte durchsetzt, die so strukturiert sind, dass sie durch die steuerlichen Klippen hindurch zum gewünschten Ziel der Kapitalertragsbesteuerung führen, ohne Mitarbeiter als Gesellschafter beteiligen zu müssen (hierzu Weitnauer, GWR 2023, 271 ff.). Und jedenfalls sollte daran gedacht werden, die Sozialversicherungspflicht bei Mitarbeiterbeteiligungen entweder ganz abzuschaffen oder jedenfalls wie die Lohnsteuer nach § 19a EStG aufzuschieben.

## III. Investmentsicherheit

### 1. Vermeidung der Gewerblichkeit

Fondsinvestoren müssen sich darauf verlassen können, dass der Fonds, an dem sie sich beteiligen, steuerlich transparent ist und sie durch ihre Beteiligung nicht gewerblich infiziert werden. Typischerweise in der Rechtsform der GmbH & Co. KG strukturierte VC- oder Private Equity-Fonds (BStBl. I 2004, 40 und BStBl. I 2006, 632, hierzu Weitnauer VC Hdb., Teil B Rn. 93 ff.) sind durch das InvStG 2018 nicht erfasst. Daher gilt für die Abgrenzung vermögensverwaltender von gewerblicher Tätigkeit nach wie vor das BMF-Schreiben vom 16.12.2003 zur steuerlichen Behandlung von VC- und PE-Fonds. Die fehlende gesetzliche Regu-

lierung führt zur Verunsicherung vor allem ausländischer Investoren, denn die durch das BMF-Schreiben aufgestellten Vorgaben für den vermögensverwaltenden Charakter bieten hinreichenden Interpretationsspielraum. Hinzu kommt, dass der BFH in einem Urteil vom 24.8.2011 (BeckRS 2011, 966223) Zweifel äußerte, ob den eher in Richtung einer Vermögensverwaltung tendierenden Vorgaben des BMF-Schreibens uneingeschränkt zu folgen sei. Der Rückgriff auf die Grundsätze zum gewerblichen Wertpapierhandel, auf die nicht nur der BFH, sondern auch das BMF-Schreiben abstellt, geht aber fehl, da Private Equity- und VC-Investments nicht fungibel sind und es hierfür auch keinen Markt gibt. Auch können schwerlich die berufliche Expertise des Verwalters oder die professionelle Verwaltung zur Gewerblichkeit führen, da dies keine Merkmale einer aktiven unternehmerischen Tätigkeit sind. Es ist aber auch generell in Frage zu stellen, weshalb eine unternehmerische Unterstützung der Portfoliogesellschaften durch das Management von VC- oder PE-Fonds zur steuerlichen Gewerblichkeit führen sollte, sofern diese Leistungen nicht zusätzlich vergütet werden. Denn solches aktives Venture Management gestützt auf die Expertise des Fondsmanagements kann Start-ups nur helfen. Insbesondere PE-Investoren zielen idR auf eine Restrukturierung ihrer Beteiligungsunternehmen ab, was mit unternehmerischem Einfluss verbunden ist.

## 2. Steuerliche Transparenz von AIF

So wie nun durch das ZuFinG generell die Verwaltung von alternativen Investmentfonds (AIF) im Sinne von § 1 III KAGB nach § 4 Nr. 8h UStG von der Umsatzsteuer befreit ist (jeder Zweifel, dass dies für die gesamte Geschäftsführungsvergütung gilt und nicht etwa interne „Housekeeping“-Aufgaben auszunehmen sind, sollte allerdings behoben werden), sollte daher daran gedacht werden, alle, sei es nach KAGB oder EuVECA-VO, registrierten AIF gesetzlich als steuerlich transparent anzuerkennen. Dies würde auch zur Absicherung der vergünstigten Besteuerung des Carried Interest der Initiatoren solcher Fonds beitragen. Denn sie setzt nach § 18 I Nr. 4 EStG die Beteiligung der Carry-Berechtigten an einer vermögensverwaltenden Personengesellschaft oder Bruchteilsgemeinschaft voraus. Auch insoweit ist also eine gewerbliche Infektion oder Prägung schädlich. Die Aufrechterhaltung der Anwendbarkeit des Teileinkünfteverfahrens nach § 3 Nr. 40a EStG auf die Carry-Besteuerung, also die Steuerfreiheit zu 40 %, ist aber unverzichtbar, um im internationalen Wettbewerb der Fondsstandorte zu bestehen.

## IV. Investmentanreize

### 1. (Teilweise) Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen

In den USA werden Investments in frühphasige Start-up-Unternehmen durch die Ausnahme von Qualified Small Business Stock (QSBS) bei der Capital Gains Tax privilegiert. Nach sec. 1202 des Internal Revenue Code werden 100 % des Veräußerungsgewinns aus dem Verkauf von QSBS bis zur Höhe von 10 Mio. \$ oder des 10-fachen Erwerbspreises, je nach dem, welcher

Betrag der höhere ist, von der Einkommensbesteuerung ausgenommen, sofern die Beteiligung für mindestens 5 Jahre gehalten wurde, das Start-up als C-Corporation strukturiert ist und es seit Gründung kein Bruttovermögen von mehr als 50 Mio. \$ besessen hat (Michael in Weitnauer, Int. VC Terms, Part 1 O Rn. 40 f.). Im Vereinigten Königreich werden für Beteiligungen an Venture Capital Trusts (VCTs), die an der London Stock Exchange gelistet sind, Steuergutschriften von 30 % auf Investments von bis zu 200.000 £ gewährt und sind Dividenden und Gewinne bei einer 5-jährigen Mindesthaltungsdauer steuerfrei. Für Beteiligungen von VCTs qualifizieren Unternehmen mit einem Bruttovermögen von bis zu 15 Mio. £, weniger als 250 FTEs und einem Alter von unter 7 Jahren (Martin in Weitnauer, Int. VC Terms, Part 1 J Rn. 30 f.). Eine ähnliche Regelung hatte das Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen (MoRaKG) vom 12.8.2008 (BGBl. 2008 I 1672; hierzu Weitnauer VC Hdb., Teil A Rn. 132) vorgesehen, wonach Privatinvestoren Gewinne aus der Veräußerung von Anteilen an einer Gesellschaft, die den Vorgaben des MoRaKG genügt, nur für Beträge über € 200.000 sollten versteuern müssen, wenn sie im Zeitpunkt der Veräußerung innerhalb der letzten 5 Jahre zu mindestens 3 %, höchstens jedoch 25 % beteiligt gewesen waren. Dieses gesetzgeberische Vorhaben scheiterte jedoch, weil es von der Europäischen Kommission als unzulässige Beihilfemaßnahme wegen der selektiven Wirkung und der Beschränkung auf Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften mit Sitz im Inland verworfen wurde. Es erschien sinnvoll, dieses frühere Gesetzesvorhaben noch einmal aufzugreifen und beihilfekonform auszugestalten, um privates Kapital für VC-Investments zu mobilisieren.

### 2. Roll Over

Eine weitere Erleichterung könnte ein genereller Aufschub der Besteuerung eines Veräußerungsgewinns bei Wiederanlage in einem anderen jungen Technologieunternehmen darstellen. Dies sieht derzeit § 6b Abs. 10 EStG nur für im Sonderbetriebsvermögen für einen Zeitraum von wenigstens 6 Jahren gehaltene Anteile an Kapitalgesellschaften vor, indem ein Übertrag eines Veräußerungsgewinns von bis zu € 500.000 auf die im Wirtschaftsjahr der Veräußerung oder in den folgenden 2 Wirtschaftsjahren angeschafften Anteile an Kapitalgesellschaften ermöglicht wird (Weitnauer, VC Hdb. Teil A Rn. 147). Würde man einen solchen Besteuerungsaufschub durch einen „Roll Over“ auch für im Privatvermögen gehaltene Anteile vorsehen, könnte dies einen Investmentanreiz für Privatinvestoren darstellen. Erlöse aus Secondaries könnten neu angelegt und damit neue Start-ups auf den Weg gebracht werden. Business Angels, die sich einer Kapitalgesellschaft, etwa auch nur einer UG (haftungsbeschränkt), bedienen, kommt allerdings ohnehin die weitgehende Steuerbefreiung für 95 % des Veräußerungsgewinns durch § 8b II KStG zugute. Dieses Privileg muss dann aber auch für Streubesitzbeteiligungen, also Beteiligungen an Kapitalgesellschaften von weniger als 10 %, anders als Streubesitzdividenden nach § 8b IV KStG, unbedingt erhalten bleiben.

### 3. INVEST-Zuschuss

Ein wesentlicher Investmentanreiz ist das INVEST-Förderprogramm für Investitionen von Privatpersonen in Start-ups mit nach § 3 Nr. 71 EStG steuerfreien Zuschüssen für den Erwerb und die Veräußerung von VC-Beteiligungen. Nach der ab dem 6.3.2024 geltenden neuen INVEST-Förderrichtlinie erhält der privat Investierende nun aber nur noch 15 % (statt zuvor 25 %) des Ausgabepreises seiner Anteile als Erwerbszuschuss erstattet (im Fall eines Investments durch ein Wandeldarlehen nach Wandlung), sofern die Beteiligung mindestens 3 Jahre gehalten wird. Wird die Beteiligung als natürliche Person eingegangen, kann der Investierende im Fall einer Veräußerung der Beteiligung nach der Mindesthaltedauer überdies einen Exit-Zuschuss von 25 % des Gewinns aus der Veräußerung der mit dem Erwerbszuschuss geförderten Anteile erhalten, nun allerdings auch nur noch bis zur Höhe des Erwerbszuschusses. Leider ist die zum 1.3.2022 eingeführte Beschränkung auf Erstinvestments, also die Ausnahme von Anschlussfinanzierungen von der Förderung, nach wie vor vorgesehen. Daher hat der INVEST-Zuschuss an Zugkraft vor allem für erfahrene Business Angels verloren. Beihilferechtlich sind auch hier von der Förderung nach Anlage A Abschn. IV der Förderrichtlinie Unternehmen in Schwierigkeiten gemäß der Definition der AGVO ausgenommen. Auch wenn entsprechend Art. 2 Nr. 18a S. 1 AGVO vermutet wird, dass Unternehmen, die jünger als 3 Jahre sind, grds. nicht als Unternehmen in Schwierigkeiten qualifizieren, gilt wiederum der Appell, wie oben zur Förderung von F&E (unter I.1), bei der Ausnahme von Unternehmen in Schwierigkeiten auch ältere Start-ups auszunehmen und Nachrangdarlehen als wirtschaftliches Eigenkapital zu behandeln.

## V. Gründungs-/Investmenterleichterungen

### 1. Online Beurkundungen

Gründungs- und Beteiligungsprozesse sollten einfach und möglichst kostengünstig gestaltet sein. Seit dem 1.8.2022 ist aufgrund des Gesetzes zur Umsetzung der Digitalisierungsrichtlinie (DiRUG) und des DiREG als ergänzendes Gesetz die Online-Gründung der GmbH oder auch der UG (haftungsbeschränkt) möglich, ebenso die Beurkundung von einstimmigen satzungsändernden Beschlüssen mittels Videokommunikation. Die Beschränkung auf Notare, die am Ort des zu gründenden Unternehmens niedergelassen sind, wurde zurecht wieder aufgegeben. Ebenso ist die öffentliche Beglaubigung mittels Videokommunikation für Anmeldungen zur Eintragung ins Handelsregister vorgesehen. Dies kann den Aufwand für Gründungen, auch aus dem Ausland, verringern.

### 2. Streichung von § 15 III, IV GmbHG

Allerdings blieb das notarielle Beurkundungserfordernis für Geschäftsanteilsübertragungen und die Verpflichtung hierzu nach § 15 III, IV GmbHG bis heute unangetastet. Dabei ist der eigentliche Gesetzeszweck, nämlich die Verhinderung eines spekulativen Handels

mit GmbH-Geschäftsanteilen wegen der Vinkulierungsmöglichkeit nach § 15 V GmbHG längst überholt, zumal die GmbH ohnehin nicht börsenfähig ist. Ein Belehrungszweck ist – auch dies ist anerkannt – von § 15 III, IV GmbHG nicht verfolgt (hierzu Weitnauer GWR 2024, 69 ff.). Enthält aber ein Beteiligungsvertrag die Verpflichtung zu einer Geschäftsanteilsabtretung, wie etwa in Gestalt von Call Optionen in einem Leaver-Fall oder in Form üblicher Mitverkaufspflichten, bemisst sich der Wert des Beteiligungsvertrags nach § 97 GNotKG nicht nur nach dem Investment, sondern nach der gesamten Post Money-Bewertung des Unternehmens abzüglich des Werts der geringsten Beteiligung. Dies führt zu massiven und häufig von Start-ups nicht vorhergesehenen Notarkosten (Weitnauer, GWR 2018, 245 ff.). Dies kann zwar durch eine entsprechende Strukturierung der Beteiligungsvertragsdokumentation, wie etwa auch in dem GESSI-Standard vorgesehen, vermieden werden. Doch würde die Abschaffung dieses unnötigen Formerfordernisses, sofern dies nicht bereits in das 4. Bürokratienteilungsgesetz einfließt, den vereinfachten Abschluss von Beteiligungsverträgen, etwa auch über DocuSign, entsprechend den internationalen Gepflogenheiten auf eine rechtssicherere Grundlage stellen.

Vorbild wäre insoweit wiederum Österreich mit dem FlexKapGG. Hiernach ist für die Übertragung und Zeichnung neuer Geschäftsanteile an flexiblen Kapitalgesellschaften das notarielle Beurkundungserfordernis abgeschafft und genügt die Errichtung der Dokumente durch einen Anwalt mit der Vorgabe, dass er Überprüfungs- und Belehrungspflichten zu beachten hat, § 12 II 2 FlexKapGG. Ein Festhalten an einem inzwischen aus der Zeit gefallenem und sinnlosem Formerschwernis kann nicht damit rechtfertigt werden, dass Start-ups sich auch der Rechtsform der AG bedienen könnten, da dort die Übertragung von Aktien keinem besonderen Formerfordernis unterliegt. Denn die AG ist für Start-ups, sofern sie sich nicht auf den Kapitalmarkt vorbereiten, ungeeignet, nicht nur wegen der Eigenverantwortlichkeit des Vorstands, § 76 I AktG, sondern auch wegen des Erfordernisses eines Aufsichtsrats als eigenem Kontrollorgan. VC-Investoren wünschen aber direkten Kontrolleinfluss.

## VI. Wachstumsförderung und Exit-Möglichkeiten

### 1. Wachstumsfinanzierung

Ziel sollte sein, erfolgreiche Start-ups so mit Wachstumskapital auszustatten, dass sie nicht einem vorzeitigen Verkaufsdruck ausgesetzt sind, sondern kapitalmarktfähig werden. Derartiges Wachstumskapital wird bereits durch öffentliche Mittel, wie etwa den Zukunfts- und Wachstumsfonds, den DeepTech & Climate Fonds, SPRIND und seit kurzem auch den Opportunity Fonds des HTGF auf nationaler Ebene und auf europäischer Ebene durch die vom EIF betreute European Tech Champion Initiative bereitgestellt. Weiteres Kapital soll durch die nach dem Vorbild der französischen Tibi-Initiative von Juni 2023 nachempfundene WIN-Initiative generiert werden. In der Tibi-Initiative hatten sich 28

französische institutionelle Investoren zum gemeinsamen Investment von ca. € 7 Mrd. im Zeitraum 2023 bis 2026 in ausgesuchte französische Fonds, die dann das Tibi Label gleichsam als Gütesiegel tragen, verpflichtet. Entsprechend sollen sich auch in Deutschland Versicherungen, Versorgungswerke und andere größere institutionelle Investoren dazu verpflichten, die durch Solvency II, CRR III oder auch die Anlageverordnung vorgegebenen Möglichkeiten von VC-Investments zu nutzen. Dass sich derartige Investments auch lohnen und nicht nur risikobehaftet sind, zeigen die vom EIF erhobenen statistischen Daten.

## 2. Kapitalmarktrechtliche Erleichterungen

Der Öffnung des Kapitalmarkts für erfolgreiche Start-ups dient der Capital Markets Union 2020 Action Plan und in diesem Zusammenhang der am 24.4.2024 vom EU-Parlament verabschiedete EU Listing Act, durch die u. a. die Prospekterfordernisse oder auch ad hoc Meldepflichten vereinfacht werden. Mit Scale oder auch Euronext gibt es bereits für reifere KMUs speziell vorgesehene Börsensegmente. Zu wesentlichen Impulsen führten sie bislang allerdings nicht. Dies mag an einer noch nicht ausgereiften Aktienkultur in Deutschland und Europa liegen. Hier könnte möglicherweise ein zumindest teilweiser Umbau des Rentenversicherungssystems von einem Umlage- in ein Kapital-

deckungsverfahren nach dem Vorbild der Pensionsfonds in den USA, die zur Stärke des dortigen VC-Markts geführt haben, helfen.

## VII. Fazit

Die deutsche Start-up Szene leidet keinen Mangel an öffentlichem Geld. Es ist nun Sache des Gesetzgebers, die Rahmenbedingungen so zu verbessern, dass sich vermehrt auch das private Kapital hinzugesellt. Der große Wurf ist bislang trotz allen Reformvorhaben schon der Vorgängerregierungen, etwa in Form eines eigenen VC-Gesetzes, nicht gelungen. Dies lag auch an fiskalischer Furcht vor Steuermindereinnahmen. Dabei wird allerdings verkannt, welche positiven Folgen einfache Regelungen hätten, die den Standort Deutschland im internationalen Wettbewerb stärken. Zwar kann man auch in kleinen Schritten zum Ziel gelangen. Fortgesetzte Reparaturen an Gesetzen machen diese idR aber nicht einfacher und damit besser. Eines der künftigen Ziele wird auch die Stärkung und Vereinheitlichung des europäischen Kapitalmarkts sein. Auch wenn Deutschland leider bei seinen Reformen meist hinterher hinkt, können wir von dem lernen, was andere Staaten schon zur Belebung und Stärkung des VC-Markts umgesetzt haben. Der Blick über die Grenzen hinaus hilft. ■