

Festschrift für Theodor Baums

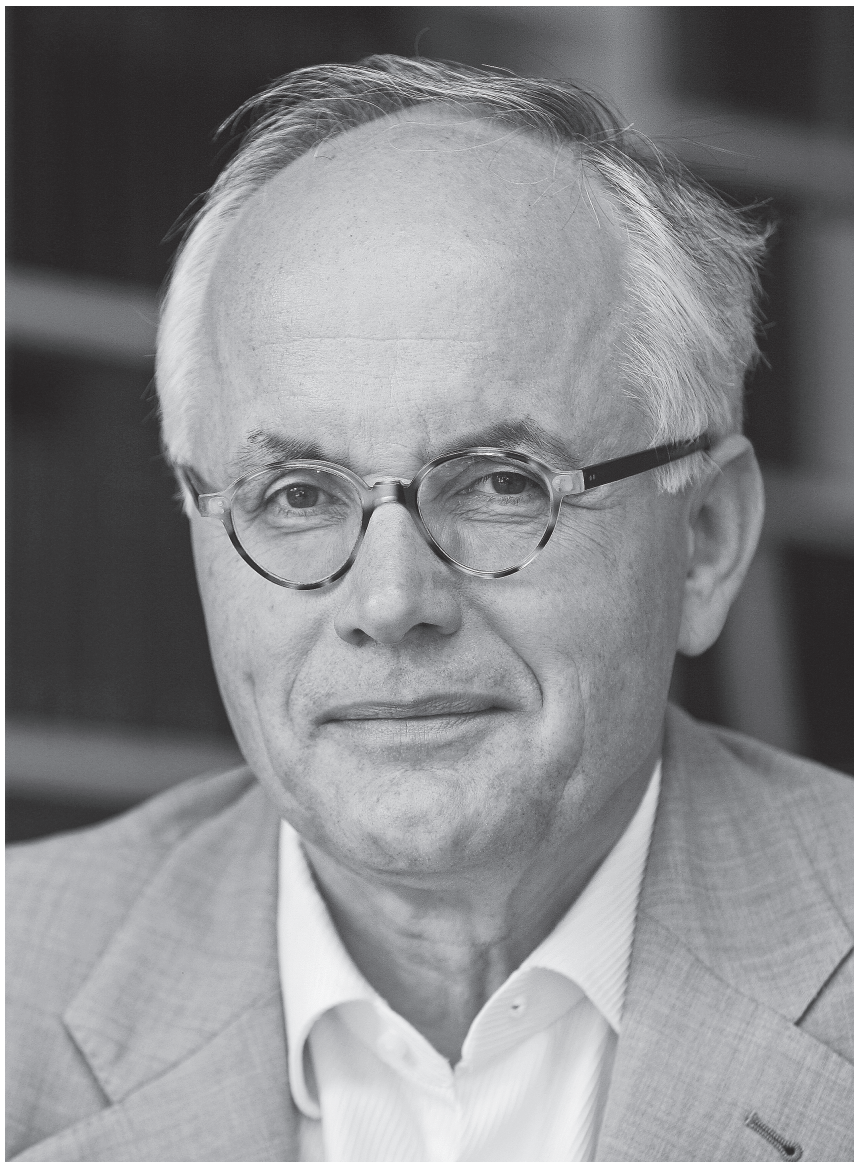
zum siebzigsten Geburtstag

Herausgegeben von
HELMUT SIEKMANN

Mohr Siebeck

Festschrift für Theodor Baums





Theodor Gutsch

Festschrift für Theodor Baums

zum siebzigsten Geburtstag

Band I + II

herausgegeben von
Helmut Siekmann

in Gemeinschaft mit
Andreas Cahn, Tim Florstedt,
Katja Langenbacher, Julia Redenius-Hövermann,
Tobias Tröger und Ulrich Segna

Mohr Siebeck

ISBN 978-3-16-155251-9 / eISBN 978-3-16-162175-8 unveränderte eBook-Ausgabe 2022

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2017 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohr.de

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Laupp & Göbel in Gomaringen gesetzt, auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Vorwort

Am 29. April 2017 feiert *Theodor Baums* seinen 70. Geburtstag. Wissenschaftler aus dem In- und Ausland haben sich auf Einladung der Herausgeber zusammengefunden, um ihn mit dieser Festschrift zu ehren.

Theodor Baums ist in der Südeifel geboren und zur Schule gegangen, eine Region, der er sich bis heute besonders verbunden fühlt. Nach dem Abitur 1967 in Trier und dem Grundwehrdienst hat er in Bonn katholische Theologie und Rechtswissenschaften studiert. Dem glanzvoll bestandenem ersten juristischen Staatsexamen (1974) folgten der Referendardienst und parallel dazu die Tätigkeit als wissenschaftliche Hilfskraft am Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Bonn, zunächst bei *Peter Raisch*, später bei *Ulrich Huber*, der ihn auf seinem Weg in die Rechtswissenschaft als Betreuer, Ratgeber und Vorbild begleitet hat.

Nach dem gleichfalls herausragenden zweiten Staatsexamen beschäftigt sich der junge Assistent zunächst mit Vorstudien zur Rechtsstellung der Geschäftsleiter in Kapitalgesellschaften, die später in seine Habilitationsschrift eingehen sollten. Die Dissertation zu einem verfahrensrechtlichen Thema war ursprünglich nur als Zwischenübung gedacht, rasch entworfen, stellt die überkommene Behauptung eines umfassenden Prüfungsrechts der Registergerichte in Frage, gibt der tatsächlich geübten Praxis eine überzeugende Legitimation und wurde hierfür mit dem Universitätspreis der Universität Bonn ausgezeichnet. Es folgen kleinere Arbeiten, darunter bereits zwei selbständige Publikationen zur Geschichte des Wirtschaftsrechts, die auch später immer wieder sein Interesse finden sollte. Eine Reihe von rechtshistorischen Studien aus seiner Feder haben Schüler aus Anlass seines 65. Geburtstages herausgegeben (*Theodor Baums, Beiträge zur Geschichte des Wirtschaftsrechts*, 2012).

Die Arbeiten an der Habilitationsschrift „Der Geschäftsleitervertrag“ waren 1985 abgeschlossen. Die Monographie befasst sich mit einem Grundthema der Korporationslehre. *Theodor Baums* entwickelt in ihr ein Alternativkonzept zur vorherrschenden deutschen Auffassung von der Rechtsstellung der Geschäftsleiter von Kapitalgesellschaften und Genossenschaften. Das Trennungsdogma, die Aufspaltung in eine „Organstellung“ und ein „Anstellungsverhältnis“, sieht er nicht nur als Isolierung der Amtspflichten und -aufgaben gegenüber dem individuellen Vertrag, sondern letzten Endes als dogmatische Verankerung der Verselbständigung des Managements gegenüber dem Willen der Gesellschaftergesamtheit. Für den Verfasser sind die Organmitglieder nur Partner eines besonders ausgestalteten Geschäftsbesorgungs- oder Auftragsverhältnisses, das formal zwischen ihnen

und der juristischen Person begründet wird, und dessen Pflichten sich zum Teil auf diese und das ihr zugeordnete Vermögen, zum Teil unmittelbar auf die Mitglieder der Gesellschaft beziehen.

In thematischer und methodischer Hinsicht sind diese frühen Arbeiten prägend und aufschlussreich. Kennzeichnend ist die Nutzung des in Gerichtsurteilen ausgebreiteten Fallmaterials als rechtstatsächliche Informationsquelle und zugleich als Leitlinie für konkrete Entscheidungen, die dann widerspruchsfrei in ein System eingefügt werden; abstrakten methodischen oder theoretischen Ausführungen ist der Verfasser abhold. Thematisch finden zunächst vor allem, beginnend mit der Habilitationsschrift, Rechtsfragen der Tätigkeit und Kontrolle der Unternehmensorgane, der „Corporate Governance“, sein Interesse, deren Analyse und weitere Entwicklung in Deutschland mit seinem Namen verbunden ist. Erst später folgen das europäische Gesellschaftsrecht und das Recht der Unternehmensfinanzierung.

Die Habilitation durch die Rechtswissenschaftliche Fakultät der Universität Bonn im Jahre 1985 verleiht *Theodor Baums* die *venia legendi* für die Fächer Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht. Noch im selben Jahr erhält er einen Ruf auf eine Professur an die Universität Münster. 1987 wechselt *Theodor Baums* nach Osnabrück; einen späteren Ruf an die Universität Bern lehnt er ab. Die Osnabrücker Zeit ist ausgefüllt mit der Gründung und dem Aufbau eines Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht, der Ausbildung von Studenten und Doktoranden sowie Vorträgen und regem fachlichem und privatem Kontakt mit den übrigen Kollegen der jungen Fakultät. Es entsteht eine Fülle von Publikationen zum Kartellrecht, Gesellschaftsrecht und dem sich entwickelnden Kapitalmarktrecht.

Prägende Bedeutung hat für ihn die Begegnung mit dem US-amerikanischen Rechtssystem und der sich entwickelnden Disziplin „Law and Economics“ während eines Forschungsaufenthalts an der Universität Berkeley in den Jahren 1990 und 1991. Das dort entstandene Buch zum US-amerikanischen Bankrecht zeugt davon. Ausgehend von einer ganz von der deutschen Debatte bestimmten Fragestellung befasst es sich mit der Analyse des Einflusses von Geschäftsbanken auf Unternehmen und dessen Regulierung in den USA. Mit dieser Arbeit setzt eine Reihe von grundlegenden Untersuchungen aus der Feder des Verfassers zum deutschen Corporate Governance-System ein, die in den 90er Jahren in rascher Folge erscheinen, zum Einfluss der Geschäftsbanken auf Publikumsgesellschaften, zu den Rechten und zum Schutz der Investoren, zum Aufsichtsrat, zum Vorstand, dessen Vergütung und Haftung, zur Rolle der Abschlussprüfer, zum „Markt für Unternehmenskontrolle“, zur Mitbestimmung der Arbeitnehmer und weiteren Facetten. Einige der wichtigsten Arbeiten zu diesem Themenkreis haben seine Schüler in einem 2013 veröffentlichten Sammelband verfügbar gemacht (*Theodor Baums, Corporate Governance und Anlegerschutz*). Rechtspolitische Forderungen werden rechtsvergleichend und empirisch untermauert; die Kenntnisse

werden unter anderem durch weitere Forschungsaufenthalte in Stanford, Wien und Columbia/New York, durch die Teilnahme an internationalen Tagungen, Veranstaltung von Kongressen und Vorträge vertieft.

Als bald wird *Theodor Baums* maßgeblicher Berater des Bundestags, der in ihm vertretenen Parteien und der Bundesregierung für seine Fachgebiete. 1999 wird er in die vom Bundeskanzler geleitete Übernahmekommission berufen. Als Gutachter der wirtschaftsrechtlichen Abteilung des Deutschen Juristentags im Jahre 2000 verfasst er eine umfangreiche Untersuchung zu den Klagemöglichkeiten des Aktionärs. Der Juristentag schließt sich weitgehend den abgewogenen und sorgfältig begründeten Vorschlägen des Gutachtens an. Im selben Jahr ernennt ihn der Bundeskanzler zum Vorsitzenden der Regierungskommission Corporate Governance, deren Vorschläge bereits 2001 vorgelegt und in der Folge im Wesentlichen durch Übernahme in gesetzliche Regelungen und durch den Erlass eines Verhaltenskodex umgesetzt werden.

Im Jahr 2000 nimmt *Theodor Baums* einen Ruf an die Goethe-Universität Frankfurt am Main auf die Professur für Bankrecht an. Hier ergreift er die Initiative zur Gründung des heute von *Andreas Cahn* geleiteten Institute for Law and Finance (ILF) und intensiviert den Dialog und Austausch zwischen Universität und Praktikern des Wirtschaftsrechts vor Ort. Er übernimmt eine Reihe von Beratungsaufgaben für Universitäten des In- und Auslands, Behörden und andere öffentliche Einrichtungen (Ethikbeauftragter des Vorstands der Deutschen Bundesbank; Fachbeirat BaFin; Beirat Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung; Regierungskommission Deutscher Corporate Governance-Kodex) sowie Wirtschaftsunternehmen und erhält mehrere hohe Auszeichnungen, darunter das Bundesverdienstkreuz 1. Klasse. Die Ernennung zum Mitglied des Beirats der EU-Kommission für Gesellschaftsrecht (2005–2008 und erneut in entsprechender Funktion 2010–2011) gibt ihm die Möglichkeit, an der Entwicklung des europäischen Gesellschaftsrechts maßgeblich mitzuwirken. Parallel dazu regt er die Entwicklung des inzwischen vorliegenden Europäischen Modellstatuts für Kapitalgesellschaften an und arbeitet als deutsches Mitglied der Arbeitsgruppe an seiner Ausarbeitung mit.

Wissenschaftlich hat *Theodor Baums* in den letzten Jahren erneut Neuland betreten und sich mit dem Recht der Unternehmensfinanzierung beschäftigt. Wiederum hat er sich dieses neue Rechtsgebiet zunächst durch eine Reihe von Einzelstudien erschlossen; wesentliche Beiträge hierzu sind in einem Sammelband abgedruckt (*Theodor Baums, Beiträge zum Recht der Unternehmensfinanzierung*, 2016). Im letzten Jahr konnte er dann das große systematische Handbuch zum Recht der Unternehmensfinanzierung vorlegen, das dieses Rechtsgebiet auf Dauer maßgeblich prägen wird.

Mit dem Jubilar ehren wir nicht nur einen bedeutenden Wissenschaftler und einflussreichen Berater, sondern auch einen begeisterten und begeisternden akademischen Lehrer. Vorlesungen und Seminare waren bei Studenten äußerst

beliebt; er hat über 100 Doktoranden betreut, mit seinen Habilitanden und Assistenten in den wöchentlich veranstalteten „Kränzchen“ und außerhalb diskutiert und sie beraten. Stellvertretend für diese Vielen, die *Theodor Baums* fördern konnte, wünschen wir, die Herausgeber der Festschrift, dem Jubilar weiterhin intellektuelle Neugier, Zeit für seine weiteren, außerjuristischen Interessen, und uns die Fortsetzung vieler kollegialer und freundschaftlicher Anregungen und Gespräche über Fachfragen und außerfachliche Themen.

Für das Entstehen des Buches ist vielfältiger Dank geschuldet, an erster Stelle den Autoren, aber auch den Spendern, die durch großzügige Zuwendungen den Druck der Festschrift unterstützt haben: den Herren Rechtsanwalt *Dr. Christian E. Decher*, Rechtsanwalt Hon. Prof. *Dr. Notker Polley* und Rechtsanwalt Hon. Prof. *Dr. Jochem Reichert*, dem *Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Goethe-Universität Frankfurt am Main*, der *Stiftung Unternehmensfinanzierung und Kapitalmärkte für den Finanzstandort Deutschland* sowie der *Otto Wolff Stiftung*. Für die Fertigstellung der Festschrift und die Übernahme in sein Verlagsprogramm sind wir dem Verlag Mohr Siebeck und seinem Geschäftsführer Herrn *Dr. Franz-Peter Gillig* zum Dank verpflichtet. Nicht zuletzt ist Frau Rechtsanwältin *Dr. Melanie Döge* und Herrn *Jakob Liermann* für ihre Unterstützung zu danken. Sie haben durch ihren unermüdlichen Einsatz viel zum Gelingen des Werkes beigetragen.

Frankfurt am Main, im Frühjahr 2017

*Andreas Cahn, Tim Florstedt, Katja Langenbacher, Julia Redenius-Hövermann,
Ulrich Segna, Helmut Siekmann, Tobias Tröger*

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
-------------------	---

Band I

<i>Ann-Kristin Achleitner/Anna Gerl</i> Eigenkapitalnahe Beteiligungsfinanzierung von jungen Wachstumsunternehmen durch private Investoren	1
<i>Michael Adams</i> Zur Bewertung intangibler Güter in Geld	13
<i>Johannes Adolff</i> Hard Choices: Zur Business Judgment Rule bei existenzgefährdenden Risiken	31
<i>Hans-Jürgen Ahrens</i> Prozessuale Instrumente der Wirtschaftsregulierung	45
<i>Alberto Alonso Ureba</i> Capital Market and Listed Companies Subtype (A View from the Experience in Spain)	61
<i>José Engrácia Antunes</i> The Management and Supervision of Corporate Groups	77
<i>Gregor Bachmann</i> Doppelspitze in Vorstand und Aufsichtsrat	107
<i>Christian von Bar</i> Rechtsbesitz	127
<i>Richard M. Buxbaum</i> Could U.S. Corporations Readily Comply with the German Corporate Governance Code?	141

<i>Andreas Cahn</i> „Andere Zuzahlungen“ im Aktienrecht	169
<i>Matthias Casper</i> Einflüsse der katholischen Soziallehre auf das Aktienrecht am Beispiel von zwei Schlaglichtern	193
<i>Blanaid Clarke</i> EU Takeover Regulation as a Means of Safeguarding the Interests of Employees	215
<i>Pierre-Henri Conac</i> Freedom of Contract and Limits to Private Autonomy in French Company Law	237
<i>Hans De Wulf</i> From Mannesmann to Siemens	251
<i>Christian E. Decher</i> Die Kontrolle der Verwaltung durch Sonderprüfer, besonderen Vertreter und Aktionärsklage	279
<i>David C. Donald</i> Endowment, Fundamentals and Fashion in the Market for Corporate Law	305
<i>Meinrad Dreher</i> Das Two-Tower-Modell in der D&O-Versicherung	325
<i>Jochen Drukarczyk</i> Überschuldung	339
<i>Jens Ekkenga / Evgeny Alexeevitsch Sukhanov</i> The Minimum Capital under Russian and German Stock Corporation and Limited Liability Company Law	367
<i>Andreas Engert</i> Wozu Konzerne?	385
<i>Guido Ferrarini</i> Regulating Bankers' Pay in Europe: The Case for Flexibility and Proportionality	401

Holger Fleischer

Gerichtsspezialisierung im Gesellschaftsrecht 417

Tim Florstedt

Kein Kampf ums Recht 433

Mónica Fuentes Naharro

“Predatory shareholder” in Spain 447

Ronald J. Gilson

Reframing Law and Finance 461

Wulf Goette

Zum Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat im Spannungsfeld
von Informationsordnung und Zustimmungsvorbehalt 475

Jeffrey N. Gordon and Ronald J. Gilson

Changes in Ownership Produce Changes in Corporate Governance:
The American Example of Ownership Reconcentration 485

Barbara Grunewald

Das Recht des Kommanditisten auf Einberufung bzw. Ergänzung
der Tagesordnung der Gesellschafterversammlung 507

Brigitte Haar

Too-big-to-fail im Spannungsfeld von Wettbewerb und Regulierung . . . 517

Mathias Habersack

Verzichts- und Vergleichsvereinbarungen gemäß § 93 Abs. 4 S. 3 AktG –
de lege lata und de lege ferenda 531

Horst Hammen

Parteifähigkeit der Börse im Zivilprozess? 547

Brenda Hannigan

The Rise of Stewardship – “Smoke and Mirrors” or
Governance Realignment? 561

Martin Henssler

Das Namensrecht der Partnerschaftsgesellschaft –
aktuelle Praxisprobleme und Reformbedarf 579

Peter Hommelhoff

Struktur- und Transaktionsberichte in der grenzüberschreitenden Unternehmensgruppe	597
--	-----

Norbert Horn

Was garantiert die Bilanzgarantie?	613
--	-----

Rainer Hüttemann

Gemeinnützigkeitsrecht als Organisationsrecht des Dritten Sektors	623
---	-----

Susanne Kalss

Sell Out und Squeeze Out	641
------------------------------------	-----

Emrullah Kervankiran

Was bringt das neue türkische Handelsgesetzbuch?	653
--	-----

Michael Klausner

Theodor Baums and the European Model Company Act	665
--	-----

Ursula Kleinert

Aktuelle Entwicklungen bei der Organhaftung für Compliance-Verstöße	669
---	-----

Lars Klöhn

Haftung wegen fehlerhafter Ad hoc-Publizität – amerikanische Antworten auf deutsche Fragen?	685
--	-----

Johannes Köndgen

Systembrüche im Kapitalanlagegesetzbuch	707
---	-----

Paul Krüger Andersen

The Competence of the General Meeting – Some Reflections on Nordic and German Company Law	731
--	-----

Katja Langenbucher

Hedge Fund Activism in Germany and the US – on Convergence, Differences and Normative Reasoning	743
--	-----

Andrea Lohse

Sein oder Nichtsein? Die Genossenschaften und das Kartellverbot	761
---	-----

Band II

<i>Reinhard Marsch-Barner</i> Freiwillige Sonderprüfungen	775
<i>Felix Maultzsch</i> Rechtspolitische Grundfragen und Anwendungsprobleme des § 354a HGB	787
<i>Thomas M. J. Möllers</i> Zur methodischen Arbeit mit allgemeinen Rechtsprinzipien – aufgezeigt am europäischen Kapitalmarktrecht	805
<i>Gerd Müller</i> Die Rügeobliegenheit des Kaufmanns bei fehlender oder unzureichender Verpackung	827
<i>Ulrich Noack</i> Nichtigkeit von Hauptversammlungsbeschlüssen und der besonders schwere Rechtsverstoß	845
<i>Gerd Nobbe</i> Vorfalligkeitsentschädigung nach Kündigung eines Immobilial-Verbraucherdarlehensvertrags	871
<i>Mária Patakyová / Barbora Grambličková / Ivan Kisely</i> Current Changes in the Capital Doctrine	885
<i>Evangelos Perakis</i> The New Greek Hybrid: The Private Company (“IKE”)	903
<i>Jarmila Pokorna</i> Reform of the Czech Company Law and Further Prospects for its Development	915
<i>Philipp von Randow</i> Equal Treatment Rules and Rent Seeking	931
<i>Julia Redenius-Hövermann</i> Die römisch-katholische Kirche und Corporate Governance	941

Eckard Rehbinder

Unternehmenspublizität im Zeichen sozialer Verantwortung
der Unternehmen 959

Jochem Reichert / Matthias Heusel

Lock-up-Vereinbarungen mit Großaktionären –
regelmäßig kein Fall des acting in concert 975

Roberta Romano

The Making of Contemporary Corporate Law Scholarship 991

Antonio Roncero Sánchez

The Introduction of the “Business Judgment Rule”
through the Recent Reform of the Spanish Company Law:
American or German Model? 997

Rüdiger von Rosen

Der lange Marsch zu einer internationalen Reservewährung 1013

Markus Roth

Entwicklung des Aktienrechts und des Aufsichtsrats 1023

Juan Sánchez-Calero Guilarte

The Purpose of Insolvency Proceedings and Schemes of Arrangement . . 1041

Carsten Schäfer

Die Partnerschaft mit beschränkter Berufshaftung 1057

Karsten Schmidt

Mehrheitsentscheidungen von Anleihegläubigern
zu Lasten gekündigter Anleihen 1073

Wolfgang Schön / Sara Dietz

Heinrich Rheinstrom (1884–1960) 1081

Ulrich Segna

„Heimliche“ Verfügungen über Depotbestände? 1115

Ulrich Seibert

Die Dialektik der Frauenquote 1133

Helmut Siekmann

Die Einstandspflicht der Bundesrepublik Deutschland
für die Deutsche Bundesbank und die Europäische Zentralbank 1145

Matti J. Sillanpää

Corporate Governance in Finland – a Combination of Legislation
and Self-Regulation 1179

Stanislaw Soltysinski

Arguments in Favour of Recognition of the Interests of the Group
at the EU Level 1193

Gerald Spindler

Schiedsfähigkeit von Vorstandsverträgen und Haftungsansprüchen 1205

Christoph Teichmann

Modellgesetze für Kapitalgesellschaften in den USA (MBCA)
und Europa (EMCA) 1227

Tobias Tröger

Kapitalschutz fünf Jahre nach „Telekom III“ 1249

Rüdiger Veil

KMU-Wachstumsmärkte nach MiFID II 1267

Marco Ventoruzzo

Where Are the Best (Corporate) Law Professors Teaching? 1281

Dirk A. Verse

Aktionärsschutz beim Delisting 1317

Hans-Gert Vogel

Gesetzliche Kündigungsrechte bei Unternehmensanleihen? 1341

Manfred Wandt

Zum Verhältnismäßigkeitsgrundsatz im Versicherungsaufsichtsrecht
unter Solvency II 1359

Andreas Weitbrecht

Kartellrecht in der Europäischen Union – von den Anfängen bis heute . . 1377

Axel v. Werder

Selbstregulierung der Corporate Governance und Selbstkontrolle –
Muss immer erst etwas passieren, bevor etwas geschieht? 1395

Johannes Wertenbruch

Abtretung und Pfändung von Einzahlungsansprüchen
der Genossenschaft 1413

Jan Wilhelm

Das Verhältnis von Hypothek und Grundschuld
aufgrund der Entstehungsgeschichte des BGB 1429

Christine Windbichler

Dodge v. Ford Revisited 1443

Marieke Wyckaert / Koen Geens

Yes, a Contractual System for Determining the Issue Price of Shares
in a Public Limited Liability Company is Fully Compatible
with the Capital Regime of Directive 2012/30/EU 1455

Eddy Wymeersch

How to Make Europe's Financial Supervisory System More Efficient . . . 1471

Dirk Zetzsche

Pflichten institutioneller Anleger bei der Stimmrechtsausübung 1505

Autorenverzeichnis 1523

Schriftenverzeichnis Theodor Baums 1529

Eigenkapitalnahe Beteiligungsfinanzierung von jungen Wachstumsunternehmen durch private Investoren

*Ann-Kristin Achleitner/Anna Gerl**

I. Bedeutung junger Wachstumsunternehmen

Die Gründung und Weiterentwicklung junger Wachstumsunternehmen ist aus volkswirtschaftlicher Sicht von zentraler Bedeutung. So sind diese gerade im Zuge einer sich immer stärker globalisierenden und dynamischer entwickelnden Wirtschaftswelt, in der technologische Innovationen und die sich damit verändernden Geschäftsmodelle strukturelle Umbrüche im Wirtschafts- und Gesellschaftsleben herbeiführen, ein wichtiger Treiber zur Sicherstellung von volkswirtschaftlichem Erfolg.

Die Gründungstätigkeit in der Bundesrepublik Deutschland hat daher eine große Bedeutung. Sie belief sich laut einer aktuellen Statistik des KfW-Gründungsmonitors 2015 auf 915.000 neugegründete Unternehmen im Jahr 2014.¹ Des Weiteren sind knapp 99 % aller umsatzsteuerpflichtigen Unternehmen in der Bundesrepublik Deutschland im Bereich der klein- und mittelständischen Unternehmen² einzuordnen. Auch unter ihnen finden sich viele Wachstumsunternehmen, also Unternehmen mit überdurchschnittlichem Wertsteigerungspotential.³ Wachstumsunternehmen können eine Vielzahl von positiven volkswirtschaftlichen Effekten generieren. Dazu zählen mitunter die Schaffung von Arbeitsplätzen, die Förderung von Wettbewerb und Strukturwandel sowie die Stärkung von Forschungs- und Entwicklungstätigkeit bis hin zur Patentierung von Erfindungen.⁴

Junge Wachstumsunternehmen befinden sich, wie schon der Begriff als solcher vermuten lässt, in der Regel in frühen Phasen ihrer Unternehmensentwicklung

* Ein besonderer Dank gilt Herrn *Prof. Dr. Christoph von Einem* und Frau *Laura Brauers*, die uns mit äußerst großem Engagement und zahlreichen wertvollen Anregungen unterstützt haben.

¹ Metzger, KfW-Gründungsmonitor (2015), S. 1. Vgl. auch weitere Analysen des historischen und aktuellen Gründungsgeschehens in Deutschland im Rahmen der Erhebung des KfW-Gründungsmonitors 2015.

² Söllner, Die wirtschaftliche Bedeutung kleiner und mittlerer Unternehmen in Deutschland (2015), S. 40.

³ Achleitner/Braun, Entrepreneurial Finance – Ein Überblick, in Faltin (Hrsg.), Handbuch Entrepreneurship (2016), S. 1 f.

⁴ Vgl. hierzu Kritikos, Entrepreneurs and their impact on jobs and economic growth (2014), IZA World of Labor, 8.

und sind demnach unter Einbeziehung des Unternehmenslebenszyklusmodells nach *Schefczyk*⁵ von etablierten Unternehmen abzugrenzen. Diese Unterscheidung ist insofern relevant, als verschiedene Unternehmensentwicklungsphasen auch unterschiedliche Finanzierungsanforderungen mit sich bringen. Entrepreneurial Finance⁶ als Forschungsgebiet knüpft an der Schnittstelle zwischen Unternehmensgründung sowie -entwicklung und der Finanzierung von jungen Wachstumsunternehmen an.

Ausgangspunkt der Finanzierungsüberlegungen von jungen Wachstumsunternehmen ist eine innovative Geschäftsidee, deren Wertpotential es nicht nur zu erkennen, sondern auch erfolgreich umzusetzen und deren Risikopotential es abzuschätzen gilt. Sowohl Wachstumsunternehmen als auch Investoren müssen zwischen hoch innovativen, aber risikoreichen und wenig innovativen, aber risikoärmeren Geschäftsideen abwägen.⁷ Über die Finanzierung der Geschäftsidee hinaus stellt die Finanzierung der Wettbewerbsposition im Marktgeschehen eine weitere Herausforderung dar. Auf den ersten Blick mag dieser Aspekt trivial erscheinen, dennoch hat er eine neue Dimension gewonnen. Disruptive⁸ technologische Entwicklungen haben sowohl zu einer Dynamik im Wirtschaftskreislauf mit immer kürzeren Produktlebenszyklen als auch zu einer geografischen und teilnehmerorientierten Öffnung der Märkte geführt, die eine Kunden- und Marktgewinnung bis hin zur Etablierung des Unternehmens deutlich erschwert und neue finanzielle Flexibilität erfordert.⁹ Der vorliegende Beitrag beschäftigt sich daher mit der Finanzierung von jungen Wachstumsunternehmen.

II. Finanzierung von jungen Wachstumsunternehmen durch private Investoren

Sowohl dem Risiko einer Geschäftsidee als auch den Flexibilitätsanforderungen muss in der Finanzierung von Wachstumsunternehmen Rechnung getragen werden. Die im europäischen Raum dominierende klassische Fremdkapitalfinanzie-

⁵ *Schefczyk*, Finanzieren mit Venture Capital und Private Equity: Grundlagen für Investoren, Finanzintermediäre, Unternehmer und Wissenschaftler (2006), 2. Aufl.

⁶ *Achleitner/Braun* (2016) geben einen umfassenden Überblick über den Begriff Entrepreneurial Finance und beschreiben das Forschungsfeld anhand der zwei Dimensionen Unternehmenslebenszyklus und Perspektive relevanter Akteure, d. h. Unternehmer, Investor und Anleger.

⁷ *Egeln/Gottschalk*, Finanzierung von jungen Unternehmen in Deutschland durch Privatinvestoren Auswertungen aus dem KfW/ZEW Gründungspanel (2014), Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), S. 1.

⁸ Vgl. hierzu *Christensen*, The Innovator's Dilemma: The Revolutionary Book That Will Change the Way You Do Business (2011).

⁹ *Carree/Thurik*, The Impact of Entrepreneurship on Economic Growth, in *Acs/Audretsch* (Hrsg.), Handbook of Entrepreneurship Research: An Interdisciplinary Survey and Introduction (2010), 5. Aufl., S. 557–594.

rung über Banken ist für junge Wachstumsunternehmen angesichts nicht ausreichender Sicherheiten sowie fehlender Umsatz- und Gewinnhistorien zumeist keine Option.¹⁰ Dementsprechend ist die Finanzierung über Eigenkapital ein wichtiger Pfeiler.¹¹ Dieses steht im Gegensatz zu Fremdkapital dem Unternehmen dauerhaft zur Verfügung.

Der vergleichsweise noch junge (Eigenkapital-)Beteiligungsmarkt in Deutschland und Europa ermöglicht zunächst ausschließlich den Unternehmen mit dem höchsten Ertragspotential eine Eigenkapitalfinanzierung, weswegen viele junge Wachstumsunternehmen ohne ausreichend eigene Ressourcen auf Alternativen zurückgreifen müssen.¹² Diese Finanzierungslücken können durch eigenkapitalnahe Beteiligungsfinanzierungsformen geschlossen werden, die als Mezzanine-Kapital bezeichnet werden. Als Zwischenform zwischen Eigen- und Fremdkapital vereint es nicht nur verschiedene Charakteristika beider Finanzierungsarten für junge Wachstumsunternehmen, sondern könnte auch einer Vielzahl von verschiedenen und neuen Investoren Zugang zu Unternehmensbeteiligungen eröffnen.¹³ Daher wird im Folgenden auch die Rolle von Mezzanine-Kapital näher beleuchtet.

Zunehmende Bedeutung gewinnen für die externe eigenkapitalbasierte Mezzanine-Finanzierung junger Wachstumsunternehmen insbesondere der stark heterogene informelle Beteiligungsmarkt für private Investoren¹⁴ und indirekte Beteiligungen von privaten Investoren – diese sind zu 80 % bereits in der ersten Frühphase nach Unternehmensgründung beteiligt und können so eine Brückenfinanzierung zu anderen Risikokapitalgebern wie Venture-Capital- oder Private-Equity-Gesellschaften schlagen.¹⁵

Private Investoren sind Business Angels, die eine tragende Säule bei der Finanzierung von jungen Unternehmen darstellen.¹⁶ Hierunter fallen vermögende Privatpersonen mit (in der Regel) unternehmerischem Hintergrund, die in junge

¹⁰ Achleitner/Ehrhart/Zimmermann, Beteiligungsfinanzierung nach der Marktkonsolidierung (2006).

¹¹ Vgl. auch die Auswirkungen von externen Schocks in Form der letzten Wirtschafts- und Finanzkrise auf die Finanzierung von jungen deutschen Wachstumsunternehmen im Technologiebereich in Achleitner/Braun/Metzger/Schmidt, The impact of the financial crisis on financing technology ventures, *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, im Druck.

¹² Egel/Gottschalk, Finanzierung von jungen Unternehmen in Deutschland durch Privatinvestoren: Auswertungen aus dem KfW/ZEW Gründungspanel (2014), Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), S. 1.

¹³ Cassar/Holmes (2003), Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence, *Accounting and Finance*, 43(2), S. 123–147.

¹⁴ Vgl. Bruton/Khavul/Siegel/Wright (2015), New Financial Alternatives in Seeding Entrepreneurship: Microfinance, Crowdfunding, and Peer-to-Peer Innovations, *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 39(1), S. 9–26.

¹⁵ Gottschalk/Licht, Finanzierung von jungen Unternehmen durch externes Eigenkapital in Deutschland: Auswertungen aus dem Mannheimer Unternehmenspanel (MUP) (2013), Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), S. 1, S. 18.

¹⁶ Sohl, Angel Investing: Changing Strategies During Volatile Times (2006), *Journal of Entrepreneurial Finance & Business Ventures*, 11(2), S. 27–48.

Wachstumsunternehmen mit hohen Renditeerwartungen investieren und diese darüber hinaus mit nicht-finanziellen Ressourcen wie Erfahrung und Kontakten unterstützen.¹⁷

Die Wahl der Finanzierungsform darf jedoch nicht unabhängig von der rechtlichen Perspektive betrachtet werden. Beispielsweise kann bei Erwartungsasymmetrien zwischen jungen Wachstumsunternehmen und Investoren die Unternehmensfortführung bedroht sein, wenn die Ausgestaltung rechtlicher Aspekte bezogen auf den einzelnen Fall nicht ausreichend berücksichtigt wurde. Details bezüglich des Grads der Informations- und Kontrollrechte von Investoren, Mitspracherechte bei tiefgreifenden Unternehmensveränderungen bis hin zu Auswirkungen bei Aufnahme neuer Investoren müssen daher eindeutig geklärt sein. Die enge Verzahnung zwischen wirtschaftlicher und rechtlicher Dimension wird insbesondere im Fall der mezzaninen Finanzierungsformen als flexibel gestaltbarer Finanzierungsinstrumente deutlich. Daher werden im Folgenden verschiedene Ausprägungsformen auf ihre Eignung für die Finanzierung von Wachstumsunternehmen durch Privatinvestoren näher untersucht.

III. Finanzierungsformen für junge Wachstumsunternehmen aus Sicht von privaten Investoren

Zur Abgrenzung der beiden maßgebenden Unternehmensfinanzierungsformen von Eigen- und Fremdkapital und der Ableitung der Bedeutung von Mezzanine-Kapital sind aus Sicht von Investoren insbesondere die Finanzierungsrückzahlung, die aus der Gewinn-, Verlust- und Vermögensbeteiligung resultierende Rendite, sowie Informations- und Kontrollrechte die wichtigsten Kriterien.¹⁸

Für die Differenzierung zwischen Eigenkapital als eigentümerbasiertem Kapital und Fremdkapital als finanziellen Mitteln von Außenstehenden ist das Kriterium der Rückzahlbarkeit entscheidend. Während Investoren bei einer Eigenkapitalfinanzierung in der Regel eine dauerhafte Einlage ihrer investierten Mittel gegen die Übernahme von Unternehmensanteilen anstreben, ist bei einer Fremdkapitalfinanzierung die Rückzahlung fester Bestandteil des abgeschlossenen schuldrechtlichen Vertrags. Junge Wachstumsunternehmen sehen den mit Eigenkapital einhergehenden Anteilsverlust und die sich aus der finanziellen Beteiligung ergebenden Mitspracherechte an Investoren kritisch, während die Begleichung von Fremdkapitalschulden ausreichend hohe liquide Mittel voraussetzt.

¹⁷ *Stedler/Peters*, Business Angels in Germany. An Empirical Study (2003), *Venture Capital*, 5(3), S. 269–276.

¹⁸ Vgl. für die folgenden Ausführungen und Abgrenzung zwischen den unterschiedlichen Finanzierungsquellen aus wirtschaftlicher Perspektive insbesondere *Thommen/Achleitner*, Allgemeine Betriebswirtschaftslehre: Umfassende Einführung aus managementorientierter Sicht (2012), 7. Aufl.; *Weitnauer*, Handbuch Venture Capital – Von der Innovation zum Börsengang (2016), 5. Aufl.

Aus Investorensicht ist insbesondere die Höhe der zu erwartenden Rendite von Bedeutung. Aufgrund der fehlenden Stellung von Sicherheiten und der Nachrangigkeit von Eigen- im Vergleich zu Fremdkapital und des daraus resultierenden höheren Risikos sind die zu erwartenden durchschnittlichen Eigenkapitalhöher als die Fremdkapitalrenditen. Die Fremdkapitalverzinsung ergibt sich aus den Zins- und Tilgungszahlungen. Bei jungen Wachstumsunternehmen werden im Gegensatz zu etablierten, an der Börse gehandelten Unternehmen keine Dividenden aus der Eigenkapitalbeteiligung ausgezahlt. Die Eigenkapitalverzinsung ergibt sich vielmehr aus dem Wert der Anteile und der Realisierung dieses Wertes bei Verkauf der Anteile nach einem bestimmten Zeitraum.

Im Gegenzug werden daher den Investoren oftmals umfassende weitere neue Kontroll- oder Informationsrechte im Beteiligungsvertrag¹⁹ zugesichert. Diese zusätzlichen Rechte können auch das Informationswissen der Kapitalgeber beeinflussen. Die in der Literatur als „Prinzipal-Agenten-Beziehung“²⁰ bezeichnete ungleiche Informationslage zwischen in der Regel breit informierten Eigenkapitalgebern, teils informierten eigenkapitalnahen Kapitalgebern und vergleichsweise eingeschränkt informierten außenstehenden Fremdkapitalgebern muss bei der Ausgestaltung der Kapitalbeteiligung berücksichtigt werden.²¹

Mezzanine-Kapital (abgeleitet vom italienischen „mezzanino“ = Zwischengeschoß) als Zwischenform zwischen Eigen- und Fremdkapital erlaubt eine flexible Anpassung der beschriebenen Kriterien an die spezifische Unternehmenssituation von jungen Wachstumsunternehmen. Als Sammelbegriff für alle Finanzierungsarten, die aufgrund rechtlicher und wirtschaftlicher Charakteristika eine Zwischenform zwischen erstrangig besichertem Fremdkapital und direktem Eigenkapital einnehmen,²² werden sie daher auch als „hybrides Kapital“ bezeichnet.

IV. Formen von eigenkapitalnahe Beteiligungskapital aus Sicht von jungen Wachstumsunternehmen und privaten Investoren

1. Mezzanine-Kapital

Mezzanine-Kapital bringt unterschiedliche Vor- und Nachteile für junge Wachstumsunternehmen mit sich und stellt für private Investoren eine relativ, gemessen am Risiko einer Frühphaseninvestition, gute Investitionsmöglichkeit in Abhän-

¹⁹ Hahn, Der Beteiligungsvertrag: Ein Überblick für Start-ups und Investoren (2015), S. 5 ff.

²⁰ Jensen/Meckling (1976), Theory of the firm. Managerial behavior, agency costs, and ownership structure, Journal of Financial Economics, 3(4), S. 305–360.

²¹ Vgl. hierzu Grabherr, Finanzierung mit Private Equity und Venture Capital – Investitionsphasen und -situationen für den Einsatz von Risikokapital: Start-up, Early Stage, Later Stage, Buy-out, Public-to-Private, in Kofler/Polster-Grüll (Hrsg.), Private Equity und Venture Capital – Finanzwirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Aspekte von Risikokapital (2003), S. 221–264.

²² Brettel/Rudolf/Witt, Finanzierung von Wachstumsunternehmen (2005), S. 193.

gigkeit von Geschäftsmodell und Industrie des jeweiligen Unternehmens dar.²³ Es findet bei jungen Wachstumsunternehmen, aber auch insbesondere bei etablierten Unternehmen zur Finanzierung von Akquisitions-, Wachstumskapital- und Börsenfinanzierungen in verschiedenen Ausgestaltungen praktischen Einsatz.²⁴ Der Anteil der Mezzanine-Finanzierung in der Finanzierungsstruktur von Unternehmen der Wachstumsphase, auch als „Early Stage“ bezeichnet, beträgt zwischen 10 % und 20 %, neben einem Anteil von 45 % bis 60 % an Eigenkapital und 10 % bis 20 % an erstrangigem Fremdkapital.²⁵

Die konkrete Zuordnung von Mezzanine-Kapital als Eigen- oder Fremdkapital ist stark abhängig von der individuellen vertraglichen Ausgestaltung – und kann sowohl in der Handels- als auch in der Steuerbilanz unterschiedlich sein. Beispiele²⁶ für mezzanine Finanzierungsformen sind nachrangige Darlehen mit Umwandlungsoption, partiarische Darlehen, Wandel- und Optionsanleihen, die typische und atypische stille Gesellschaft sowie Genussrechte. Dabei sind bei Risiko-Rendite-Betrachtungen Letztere eigenkapitalnäher als Erstere, die als fremdkapitalähnlicher eingestuft werden können.²⁷ Aus Sicht von privaten Investoren sind Genussrechte und atypische stille Beteiligungen als eigenkapitalnahe Instrumente (Equity Mezzanine) und typische stille Beteiligungen²⁸ sowie Nachrangdarlehen als fremdkapitalnahe Instrumente (Debt Mezzanine) relevant.²⁹ In Anbetracht der Bedeutung von eigenkapitalnahem Beteiligungskapital für junge Wachstumsunternehmen werden im Folgenden die stille Beteiligung sowie Genussrechte und aus der Perspektive von jungen Wachstumsunternehmen und privaten Investoren näher beleuchtet.

2. Stille Gesellschaft

Stille Gesellschaften sind eine Ausprägungsart von Mezzanine-Kapital, die aufgrund ihrer spezifischen Eigenschaften im Rendite-Risiko-Vergleich als eigen-

²³ Vgl. hierzu *Kirnberger*, Rechtliche Aspekte der Unternehmensgründung, in *Dowling/Drumm*, Gründungsmanagement (2003), S. 53–72.

²⁴ *Thommen/Achleitner*, Allgemeine Betriebswirtschaftslehre: Umfassende Einführung aus managementorientierter Sicht (2012), 7. Aufl., S. 553.

²⁵ Die Zahlen basieren auf Schätzungen in *Grabherr*, Finanzierung mit Private Equity und Venture Capital – Investitionsphasen und -situationen für den Einsatz von Risikokapital: Start-up, Early Stage, Later Stage, Buy-out, Public-to-Private, in *Kofler/Polster-Grüll* (Hrsg.), Private Equity und Venture Capital – Finanzwirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Aspekte von Risikokapital (2003), S. 250.

²⁶ Vgl. hierzu auch *Grunow/Figgner*, Handbuch Moderne Unternehmensfinanzierung (2006).

²⁷ Vgl. *Pape*, Grundlagen der Finanzierung und Investition: Mit Fallbeispielen und Übungen (2011), S. 211.

²⁸ Da atypische und typische stille Beteiligungen die Möglichkeit eines sogenannten qualifizierten Rangrücktritts mit Annäherung an „echte“ Eigenkapitalgeber bieten, werden im Folgenden stille Beteiligungen allgemein als eigenkapitalähnliche Mezzanine-Finanzierungen behandelt.

²⁹ Vgl. *Pape*, Grundlagen der Finanzierung und Investition: Mit Fallbeispielen und Übungen (2011), S. 212.

kapitalähnlicher im Vergleich zu anderen Mezzanine-Formen wie Wandel- oder Optionsanleihen bezeichnet werden können.³⁰ Die Verzinsung bei einer stillen Gesellschaft ist in der Regel höher als bei festverzinslichen Darlehen.³¹

Die stille Gesellschaft gemäß §§ 230 ff. HGB ist ihrer Rechtsform nach eine Personengesellschaft. Der Investor leistet eine Vermögenseinlage³² in ein Handelsgeschäft, tritt aber nach außen, z. B. durch eine Eintragung im Handelsregister, nicht in Erscheinung und begründet so eine reine Innengesellschaft nach §§ 705 ff. BGB. Gerade bei kleinen Unternehmen mit einer Gründerfigur als Aushängeschild kann dies zur Stärkung der Unternehmensmarke im Sinne der Investoren durchaus erwünscht sein.³³

Die Gründung der stillen Gesellschaft kann bei der Beteiligung an einer GmbH grundsätzlich mit wenig Aufwand mittels eines formfreien³⁴ Gesellschaftsvertrags geschlossen werden, aus Dokumentationsgründen ist jedoch eine schriftliche Vereinbarung sinnvoll. Die Laufzeit der Gesellschaft ist bei Frühphaseninvestitionen meist begrenzt, um das jeweilige Umsatzziel auch ausreichend umsetzen zu können.

Der Kern der stillen Beteiligung ist der Zusammenschluss von Geschäftsinhaber und stillem Gesellschafter zur Erreichung eines gemeinsamen Geschäftszwecks – ein zentrales Abgrenzungsmerkmal zu anderen Mezzanine-Formen wie partiarischen Darlehen oder Genussrechten.³⁵ Der Geschäftsinhaber, welcher bei jungen Unternehmen in der Regel die Gründer bzw. die von den Gründern vorzugsweise errichtete GmbH ist, muss ein Kaufmann oder eine Handelsgesellschaft sein. Der stille Gesellschafter kann jede juristische, z. B. eine Venture-Capital-Gesellschaft, oder natürliche Person, beispielsweise ein Business Angel, sein.³⁶ Als Gesellschafter der stillen Gesellschaft treffen den stillen Gesellschafter Treue- und Rücksichtspflichten aus dem Gesellschaftsverhältnis. Aus diesen Pflichten lässt sich jedoch kein Wettbewerbsverbot des stillen Gesellschafters ableiten.³⁷

³⁰ Vgl. hierzu obige Ausführungen.

³¹ Kraus in Weitnauer, Handbuch Venture Capital – Von der Innovation zum Börsengang (2016), 5. Aufl., S. 152.

³² Die Vermögenseinlage kann grundsätzlich in verschiedener Form geleistet werden, in jedem als Geldbetrag schätzbaren Vorteil, hierzu weiterführend Baumbach/Hopt, Handelsgesetzbuch (2014), 36. Aufl., § 230 Rn. 20.

³³ Vgl. hierzu auch Watrin/Struffert, Steuerliche Aspekte bei der Strukturierung von Business Angel Investments (2004), Finanz-Betrieb (FB), 6(7/8), S. 563–574, die auf die Kombination von offener und stiller Beteiligung hinweisen.

³⁴ Gem. § 292 Abs. 1 Nr. 2, § 293 Abs. 1, § 278 Abs. 3 AktG ist die Schriftform bei Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien als Geschäftsinhaber erforderlich.

³⁵ Gleske/Laudenklos in Eilers/Rödding/Schmalenbach, Unternehmensfinanzierung (2008), Rn. 52 weisen auf die Problematik der tatsächlich möglichen Differenzierung der unterschiedlichen Mezzanine-Formen hin.

³⁶ Stille Beteiligungen werden z. B. von der BayBG zur Finanzierung bei mittelständischen Unternehmen ausgegeben.

³⁷ Oetker, Kommentar zum Handelsgesetzbuch (HBG) (2015), 4. Aufl., § 230 Rn. 82.

Grundsätzlich wird bei der stillen Gesellschaft zwischen der typischen und der atypischen stillen Gesellschaft unterschieden.

Die typische stille Gesellschaft entspricht im Wesentlichen dem gesetzlichen Leitbild der §§ 230 ff. HGB.³⁸ Der stille Gesellschafter leistet eine Einlage in das Vermögen des Geschäftsinhabers und erhält dafür bestimmte Informations- und Kontrollrechte (§ 233 HGB) sowie eine an der Höhe der Einlage im Verhältnis zum Geschäftsvermögen bemessene Gewinnbeteiligung am Unternehmen (vgl. §§ 231, 232 HGB).³⁹ Der stille Gesellschafter nimmt grundsätzlich auch am Verlust der Gesellschaft teil, allerdings nur bis zur Höhe seiner eingezahlten oder rückständigen Einlage (§ 232 Abs. 2 HGB). Seine Haftung ist also begrenzt. Diese gesetzlich vorgesehene Verlustbeteiligung wird jedoch in der Praxis häufig zugunsten des typisch stillen Gesellschafters ausgeschlossen,⁴⁰ so dass dieser überhaupt nicht am Verlust der Gesellschaft teilnimmt. Bei einer typischen stillen Gesellschaft sind die Informations- und Kontrollrechte des stillen Gesellschafters limitiert. Dem stillen Gesellschafter steht ein Recht zur Übermittlung des Jahresabschlusses und, zu dessen Überprüfung, ein Recht zur Einsichtnahme in die Bücher der Gesellschaft gem. § 233 HGB zu. Der stille Gesellschafter ist von der Geschäftsführung jedoch ausgeschlossen. Nur in dem Fall, dass der Geschäftsinhaber den Gewerbebetrieb, an dem sich der stille Gesellschafter beteiligt, nicht fortführt oder in seinen wesentlichen Grundlagen ändert,⁴¹ muss er vorher die Zustimmung des stillen Gesellschafters einholen. Der Einfluss, den der stille Gesellschafter überhaupt ausüben kann, ist somit nicht nennenswert. Aus diesen Gründen wird eine typische stille Gesellschaft insbesondere von Business Angels, die mit ihren umfangreichen Erfahrungen in verschiedensten Bereichen aus langjähriger Unternehmenstätigkeit nicht nur an der Seite, sondern inmitten des Unternehmensgeschehens stehen wollen, oft als unbefriedigend empfunden.

Im Bereich des Angel Investments kann daher eine atypische stille Gesellschaft eine vorzugswürdige Alternative sein. Die atypische stille Gesellschaft weicht vom gesetzlichen Idealtypus der §§ 230 ff. HGB ab.⁴² Im Gegensatz zur typischen stillen Gesellschaft erhält der stille Gesellschafter in der Praxis häufig nach Ende der Laufzeit der Gesellschaft nicht nur die Rückzahlung seiner (ggf. um anteilige Verluste geminderten) Vermögenseinlage, sondern auch einen festgelegten Anteil am gesamten Vermögen des Geschäftsinhabers einschließlich aller stillen

³⁸ *Kraus* in Weitnauer, Handbuch Venture Capital – Von der Innovation zum Börsengang (2016), 5. Aufl., S. 153.

³⁹ *Kraus* in Weitnauer, Handbuch Venture Capital – Von der Innovation zum Börsengang (2016), 5. Aufl., S. 153.

⁴⁰ *Kraus* in Weitnauer, Handbuch Venture Capital – Von der Innovation zum Börsengang (2016), 5. Aufl., S. 153.

⁴¹ *Kühn* in Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts (2009), Band 2, 3. Aufl., § 80 Rn. 8.

⁴² *Kraus* in Weitnauer, Handbuch Venture Capital – Von der Innovation zum Börsengang (2016), 5. Aufl., S. 153.

Reserven.⁴³ Investoren partizipieren daher an der Gewinn- sowie ggf. an der Verlustentwicklung sowie zusätzlich an realisierten Wertzuwächsen bei einem Unternehmensverkauf bzw. einer Liquidation. Darüber hinaus werden dem stillen Gesellschafter bei einer atypischen stillen Gesellschaft oft Mitwirkungsrechte an der Geschäftsführung zugestanden. Die Möglichkeiten zur Einflussnahme der Investoren auf das Unternehmen können damit deutlich größer sein als bei der typischen stillen Gesellschaft.

Im Falle der Eröffnung des Insolvenzverfahrens über das Vermögen des Geschäftsinhabers wird die stille Gesellschaft aufgelöst.⁴⁴ Im Insolvenzverfahren ist der stille Gesellschafter hinsichtlich seiner Einlage Insolvenzgläubiger (§ 236 Abs. 1 HGB). Er muss den Rückforderungsanspruch beim Insolvenzverwalter zur Tabelle anmelden (§§ 174, 175 InsO)⁴⁵ und wird grundsätzlich genauso behandelt wie die übrigen Geschäftsgläubiger der Gesellschaft. Häufig wird jedoch in der Praxis zwischen den Gesellschaftern der stillen Gesellschaft ein sogenannter qualifizierter Rangrücktritt vereinbart. Der stille Gesellschafter kann in diesem Fall seine geleistete Einlage im Insolvenzfall des Geschäftsinhabers entgegen § 236 Abs. 1 HGB erst zurückfordern, nachdem alle übrigen Forderungen der Geschäftsgläubiger befriedigt worden sind. Seine Forderung ist dann als nachrangige Insolvenzforderung i. S. d. § 39 Abs. 2 InsO zu bewerten oder sie hat – je nach Ausgestaltung des Rangrücktritts – sogar nur den Rang einer Einlage der Gesellschafter der Inhabergesellschaft (§ 199 S. 2 InsO).

In Hinblick auf die steuerliche Behandlung⁴⁶ von Gewinn- und Verlustbeteiligung werden Beteiligungserlöse aus typischen stillen Beteiligungen im Privatvermögen bei Investoren als Einkünfte aus Kapitalvermögen (§ 20 Abs. 1 Nr. 4 EStG) qualifiziert, Verluste sind abzugsfähig. Bei atypischen stillen Beteiligungen sind die Regelungen aus Einkünften aus Gewerbebetrieb bei Vorliegen der Kriterien einer Mitunternehmerschaft (§§ 20 Abs. 1 Nr. 4 i. V. m. 15 Abs. 1 Nr. 2 EStG) anzuwenden.⁴⁷

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Investoren einer stillen Gesellschaft erheblich von der vergleichsweise hohen Rendite und der Haftungsbeschränkung der in der Höhe eigens festgelegten Vermögenseinlage bei einem erfolgreichen Wachstumsunternehmen profitieren können. Aus Investorensicht

⁴³ Lühn, Genussrechte: Grundlagen, Einsatzmöglichkeiten, Bilanzierung und Besteuerung (2013), S. 66.

⁴⁴ Baumbach/Hopt, Handelsgesetzbuch (2014), 36. Aufl., § 234 Rn. 5.

⁴⁵ Oetker, Kommentar zum Handelsgesetzbuch (HBG) (2015), 4. Aufl., § 236 Rn. 6.

⁴⁶ Vgl. zu den folgenden Ausführungen Watrin/Struffert, Steuerliche Aspekte bei der Strukturierung von Business Angel Investments (2004), Finanz-Betrieb (FB), 6(7/8), S. 563–574 m. w. N.

⁴⁷ Diese Unterscheidung von beiden stillen Beteiligungsformen ist insbesondere bei der Beteiligung von Führungskräften und Mitarbeitern in jungen Wachstumsunternehmen, die vergleichsweise niedrige Gehälter und Löhne bezahlen können und über eine Mitarbeiterbeteiligung oft einen Ausgleich schaffen, relevant. Vgl. hierzu Rhein/Rödding in Eilers/Rödding/Schmalenbach, Unternehmensfinanzierung (2008), Rn. 184.

nachteilig kann der bei der stillen Gesellschaft häufig vereinbarte qualifizierte Rangrücktritt sein. Die Gründer junger Wachstumsunternehmen räumen mit einer typischen stillen Gesellschaft den Investoren relativ wenig Einflussmöglichkeiten auf das Unternehmen ein. Da dieses aus Investorensicht häufig als unbefriedigend empfunden wird, kann eine atypische stille Gesellschaft, die einen größeren Gestaltungsspielraum bietet, eine Alternative darstellen.

3. Genussrechte

Genussrechte sind schuldrechtliche Ansprüche gegen das junge Unternehmen. Sie verkörpern im Regelfall Rechte, die an typische Vermögensrechte der Gesellschafter angelehnt sind,⁴⁸ ohne dem Genussrechtsinhaber rechtlich eine Gesellschafterstellung einzuräumen. Zu den häufig im Rahmen von Genussrechten gewährten Vermögensrechten zählen daher insbesondere das Recht auf Gewinnbeteiligung und das Recht auf Beteiligung am Liquidationserlös der Gesellschaft.

In der Praxis treten Genussrechte in vielen verschiedenen Ausgestaltungsformen auf, da eine gesetzliche Definition der Genussrechte nicht existiert.⁴⁹ Typischerweise überlässt der Genussrechtsinhaber der Gesellschaft für die Gewährung der Genussrechte einen Kapitalbetrag, jedoch können Genussrechte auch unentgeltlich gewährt werden.⁵⁰

Auch die Beteiligung am Gewinn bzw. Liquidationserlös der Gesellschaft, welche die meisten Genussrechte zum Gegenstand haben, kann sehr unterschiedlich ausgestaltet werden.⁵¹ Beispielsweise kann eine reine Gewinnbeteiligung (quotale, renditeabhängig oder dividendenabhängig), eine gewinnabhängige oder gewinnunabhängige feste Verzinsung (auch in Abhängigkeit eines Referenzzinssatzes) oder eine aus diesen Elementen kombinierte Vergütung erfolgen.⁵²

Ob das Genusskapital an den Verlusten der emittierenden Gesellschaft teilnimmt oder nicht, unterliegt ebenfalls der freien Gestaltung. Eine solche Verlustbeteiligung kann zum einen in Form einer Teilnahme am laufenden Verlust der Gesellschaft bestehen, zum anderen kann auch eine Teilnahme am Verlust im Rahmen einer Liquidation oder Insolvenz des Unternehmens vereinbart werden, indem das Genusskapital nachrangig gegenüber den anderen Gläubigern ausgestaltet wird.⁵³

⁴⁸ Lühn, Genussrechte: Grundlagen, Einsatzmöglichkeiten, Bilanzierung und Besteuerung (2013), S. 42.

⁴⁹ Hüffer, AktG, § 221 Rn. 23 m. w. N.

⁵⁰ Lühn, Genussrechte: Grundlagen, Einsatzmöglichkeiten, Bilanzierung und Besteuerung (2013), S. 65.

⁵¹ Lühn, Genussrechte: Grundlagen, Einsatzmöglichkeiten, Bilanzierung und Besteuerung (2013), S. 42. Vgl. zur Ausgestaltung der Vergütung im Detail Lühn, Genussrechte: Grundlagen, Einsatzmöglichkeiten, Bilanzierung und Besteuerung (2013), S. 43 f.

⁵² Lühn, Genussrechte: Grundlagen, Einsatzmöglichkeiten, Bilanzierung und Besteuerung (2013), S. 44.

⁵³ Lühn, Genussrechte: Grundlagen, Einsatzmöglichkeiten, Bilanzierung und Besteuerung (2013), S. 42.