

Investieren in Startups – Überblick und Investmentformen

Stefan Artner/Karin Kreutzer

- 1. Was ist ein Startup**
 - 1.1. Definition eines Startups
 - 1.2. Einzelne Phasen von Startups
 - 1.3. Klassifizierungen und Branchen
- 2. Investmentformen in Startups**
 - 2.1. Angel Investments
 - 2.2. Venture-Capital (VC)-Fondsbeteiligungen
 - 2.3. Crowdfunding
 - 2.4. Börsenfinanzierung
- 3. Beteiligungsverträge und Investorenrechte**
 - 3.1. Welche Verträge regeln was? (Vertragswerk)
 - 3.2. Typische Investorenrechte (Kontrollrechte)
 - 3.3. Steuerliche und rechtliche Strukturierung (Rechtsformen)
- 4. Laufender Betrieb und Exit**
 - 4.1. Geschäftsmodell
 - 4.2. Verlust der Beteiligung und Insolvenz
 - 4.3. Verkauf der Beteiligung (Exit)

1. Was ist ein Startup

Das Investieren in Startups wird weltweit und auch in Österreich immer populärer – aus vielen Gründen und in unterschiedlichen Formen. Dies stellt grundsätzlich eine erfreuliche Entwicklung für einzelne Investoren ebenso wie für Volks- und Weltwirtschaft dar. Einführend geben wir im Folgenden einen Ein- und Überblick über Definitionen, Investmentformen, rechtliche und steuerliche Strukturen von Startups in Österreich und über deren Lebensphasen. Details zu den einzelnen Themen werden in den folgenden Kapiteln von Expertinnen und Experten erörtert.

1.1. Definition eines Startups

Gleich vorweg: Nicht jede Neugründung ist ein Startup. Auch wenn es für den Begriff „Startup“ keine offizielle oder gesetzliche Beschreibung gibt und der Begriff seit ein paar Jahren immer mehr an Popularität im allgemeinen Sprachgebrauch gewinnt. Der Austrian Startup Monitor 2018 definiert Startups allerdings sehr treffend und knapp.¹ Es werden damit Unternehmen mit folgenden Eigenschaften bezeichnet:

Startups sind jünger als 10 Jahre. Sie sind mit ihren Produkten, Dienstleistungen, Technologien oder Geschäftsmodellen innovativ. Sie weisen ein signifikantes Mitarbeiter-/Mitarbeiterinnen- oder Umsatzwachstum auf oder streben es zumindest an.

Natürlich gibt es eine Menge weiterer Definitionen. Beispielsweise wird Frau *Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner*, Technische Universität München, Inhaberin des Lehrstuhls für Entrepreneurial Finance, im Gabler Wirtschaftslexikon mit folgender Beschreibung zitiert:

Startups sind junge, noch nicht etablierte Unternehmen, die zur Verwirklichung einer innovativen Geschäftsidee (häufig in den Bereichen Electronic Business, Kommunikationstechnologie oder Life Sciences) mit geringem Startkapital gegründet werden und idR sehr früh zur Ausweitung ihrer Geschäfte und Stärkung ihrer Kapitalbasis entweder auf den Erhalt von Venture-Capital bzw Seed Capital (evtl auch durch Business Angels) angewiesen sind. Aufgrund der Aufnahme externer Gelder wie Venture-Capital ist das Unternehmen auf einen Exit angewiesen, im Zuge dessen die Kapitalgeber ihre Investments realisieren.²

Diese Definitionen unterstützen (potenzielle) Investorinnen und Investoren bei der Evaluierung, ob eine Startup- oder eine klassische Unternehmensgründung vorliegt. Denn leider bezeichnen sich immer häufiger Gründerinnen und Gründer von Beratungsunternehmen, Agenturen, Handwerks- und Handelsunternehmen uä auch als Startups – einfach weil es schick wirkt und Dynamik vermittelt. Tatsächlich handelt es sich hierbei aber oft nicht um Startups im Sinne der dargestellten Definitionen, sondern um „normale“ Unternehmensgründungen, auch wenn Filialen oder eine Expansion ins Ausland geplant sind.

Manchmal wird die Bezeichnung „Startup“ wohl auch gewählt, weil es die Hoffnung erhöht, damit auch für klassische Unternehmen leichter Beteiligungen zu erhalten. Vor

1 *Austria Wirtschaftsservice et al* (Hrsg/Auftraggeber), Austrian Startup Monitor 2018.

2 *Achleitner* in *Gabler Wirtschaftslexikon*, <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/start-unternehmen-42136/version-265490> (12.6.2019).

einer Investmententscheidung sollte daher stets genau hinterfragt werden, um welche Art von Unternehmung es sich handelt, in welche Art von Unternehmung man investieren möchte und in welcher (Lebens-)Phase des Unternehmens man einsteigen will und kann.

1.2. Einzelne Phasen von Startups

Grundsätzlich lässt sich die Gründung eines Startups aus zwei Perspektiven betrachten: Einerseits als zeitpunktbezogenes Ereignis (zB Errichtung einer Gesellschaft als Rechtsform), andererseits als zeitraumbezogenes Ereignis. Dieser Zeitraum wird in der betriebswirtschaftlichen Literatur untergliedert in verschiedene idealtypische Phasen der Unternehmensgründung, die am Lebenszykluskonzept des Unternehmens anknüpfen. Korrespondierend zu diesen Phasen lassen sich einerseits Investitionsanlässe sowie andererseits Kategorien von Kapitalgebern bzw Investorentypen identifizieren.³

Die folgende Abbildung zeigt die unterschiedlichen Phasen von Startups. In Anlehnung an die Form der Gewinnkurve wird auch vom „Hockey-Stick-Effekt“ gesprochen: Die Form folgt der Entwicklung aus der anfänglichen Verlustphase (Schlägerkopf) in die dynamische Wachstumsphase (Schlägerschaft).⁴

Phase	Early Stage				Expansion Stage		Later Stage	
	Pre-Seed	Seed	Startup	First Stage	Second Stage	Third Stage	Bridge	IPO
Hauptaufgabe	Ideenfindung, Basiskonzept für Produkt und Geschäftsmodell Industrielle Forschung Teamfindung und Teamformierung	Forschung Marktanalyse	Unternehmensgründung	Markteintritt	Nationale Expansion	Internationale Expansion	Vorbereitung Börsengang	Börsengang
Gewinn								
Kapitalbedarf	gering	gering	mittel	hoch	sehr hoch	sehr hoch	sehr hoch	
Risiko	sehr hoch	sehr hoch	hoch	mittel	gering	gering	gering	
Kapitalquelle	Family, Friends & Fools; öffentliche Förderungen, Inkubatoren, Business Angels, Early Stage & Micro VCs, Crowdfunding	öffentliche Förderungen, Inkubatoren, Acceleratoren Business Angels, Early Stage & Micro VCs, Crowdinvesting & -funding, (ICO/STO)*	öffentliche Förderungen, Inkubatoren, Acceleratoren Business Angels, VC Fonds, Crowdinvesting & -funding, (ICO/STO)*	+ weitere VC Fonds, Strategische Investoren, Finanzinstitute/ Banken (Fremdkapital), Crowdinvesting, STO		+ weitere VC Fonds, Pre-IPO Fonds, Finanzinstitute/ Banken, Investmentbanken, Crowdinvesting, STO		

*nur unter bestimmten Umständen passend

Abb 1: Startup-Phasen-Modell (Eigene Darstellung und Erweiterung in Anlehnung an *Kailer/Weiß*, Gründungsmanagement kompakt⁶ 75)

3 *Kailer/Weiß*, Gründungsmanagement kompakt⁶ 75.

4 *Nathusius*, Grundlagen der Gründungsfinanzierung 56.

VC Investing: Bedeutung, Hintergründe, Risiken & Chancen

Daniel Keiper-Knorr/Nina Wöss

- 1. Einleitung**
- 2. Venture-Capital-Fonds: Struktur, Setup, Business-Modell**
 - 2.1. Wie funktioniert ein VC-Fonds?
 - 2.2. Aufgaben eines Venture-Capital-Fonds
 - 2.3. Investmentverhalten eines VC-Fonds
 - 2.3.1. Investmentverhalten
 - 2.3.2. VC-typische Phänomene
 - 2.3.3. Performance der Assetklasse VC
 - 2.3.4. Volkswirtschaftliche Bedeutung von VC
 - 2.3.5. Wie kann man als Privatinvestor in einen VC-Fonds investieren und warum ist das ein guter Start ins Startup Investing?
 - 2.3.6. Unkonventionelle – aber durchaus ernst gemeinte – Betrachtungen von VC
- 3. VC-Fonds-Landschaft in DACH**
- 4. Jüngste Entwicklungen in der VC Industry**

1. Einleitung

„Forschung ist die Verwandlung von Geld in Wissen. Innovation ist die Verwandlung von Wissen in Geld.“¹ Für Forschung braucht es Förderungen. Für Innovation braucht es Venture Capital. Innovation bedeutet technologische Weiterentwicklung und, daraus resultierend, Wirtschaftswachstum. Ein Hebel, um Innovation zu fördern, ist die Finanzierung junger Unternehmen (Startups) durch Venture-Capital-Fonds. Diese investieren, unter hohem Risiko und mit großer Unsicherheit, früh in junge Unternehmen und geben ihnen dadurch die Möglichkeit, neue Produkte und Dienstleistungen auf den Markt zu bringen.

Kapitalgeber wie Banken oder andere Kreditinstitute beteiligen sich in dieser frühen Phase noch nicht an den Unternehmen, da die Gefahr von Ausfällen zu hoch ist. An dieser Stelle kommt Venture Capital ins Spiel, dazu zählen in erster Linie VC-Fonds, im weiteren Sinne auch Business Angels, Akzeleratoren, staatliche Investmentfonds und Crowdinvestoren.

Venture Capital zählt zu Private Equity, was bedeutet, dass es sich um außerbörsliches Beteiligungskapital handelt. Dieses in einem Venture-Capital-Fonds gesammelte Kapital wird schließlich in junge Unternehmen, Startups, investiert. Doch nicht nur finanziell sind Venture-Capital-Gesellschaften an den Startups beteiligt. Sie liefern darüber hinaus Mehrwert, indem sie Know-how und Unterstützung zur Verfügung stellen sowie ihre Kontakte und ihr Netzwerk freigeben.

Der Ausgang eines VC-Investments, der Erfolg oder Verlust, sind praktisch unmöglich einzuschätzen, weshalb man Venture Capital auch als Wagnis- und Risikokapital bezeichnet. Damit Kapitalgeber bereit sind, dieses hohe Risiko einzugehen, erwarten sie sich im Gegenzug eine besonders hohe Rendite. Diese hohe Rendite wird mit dem späteren Verkauf, Exit, des Unternehmens oder durch einen Börsengang erzielt.

Es gibt verschiedene Möglichkeiten, wie Venture-Capital-Investoren ihr Geld zur Verfügung stellen können, die häufigste Form sind Eigenkapitalbeteiligungen.

2. Venture-Capital-Fonds: Struktur, Setup, Business-Modell

2.1. Wie funktioniert ein VC-Fonds?

Ein Venture-Capital-Fonds besteht in der Regel aus einer Managementgesellschaft/ General Partners (GPs) und Limited Partners (LPs). In deutschen und österreichischen VC-Gesellschaften sind es typischerweise GmbH & Co KG, wobei der Manager die GmbH also den Komplementär stellt und die Investoren die Kommanditisten sind.

Die Managementgesellschaft erhält die Managementgebühr („management fee“) und verwendet diese, um die Gemeinkosten für den laufenden Betrieb zu zahlen, darunter fallen vor allem Gehälter der Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter, Miete, Marketing und Reisekosten. Die Höhe der Managementgebühr beläuft sich in der Regel auf rund 2 % des verwalteten Vermögens pro Jahr.

1 Vgl. Alfred Oberholz, <https://gutezitate.com/autor/alfred-oberholz> (23.8.2019).

Limited Partners (LPs) sind die Investoren, die Kapital in den Venture-Capital-Fonds investieren. Meistens sind LPs institutionelle Anleger, wie zum Beispiel Pensionsfonds, Versicherungsunternehmen, Stiftungen, Family Offices und vermögende Privatpersonen. Limited Partners haben in der Regel kein Mitspracherecht über einzelne Entscheidungen der Managementgesellschaft und der General Partner, wie beispielsweise Investmententscheidungen. Zwischen den LPs und der Managementgesellschaft existieren ein Gesellschaftsvertrag und Anlagerichtlinien, in denen festgehalten wird, in welche Arten von Unternehmen (Phase, Sektoren, Geografie, usw) investiert wird.

General Partners (GPs) arbeiten für die Managementgesellschaft. Sie sammeln Geld ein, verwalten den Fonds, treffen Investmententscheidungen und unterstützen Portfoliounternehmen.

Sie erhalten üblicherweise erst dann die Gewinnbeteiligung, wenn den Limited Partners ihr Kapitaleinsatz zumindest einmal zurückbezahlt wurde. Diese Gewinnbeteiligung liegt im Branchenschnitt bei 20 %.

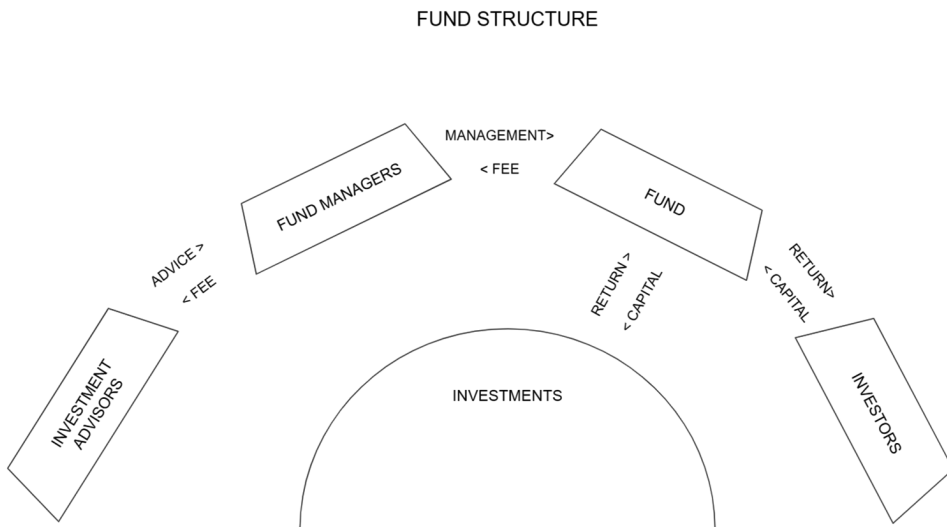


Abb 1: Venture Capital Fonds – Struktur

Hierarchie in einem VC-Fonds

Das Investment Team eines VC-Fonds, das für die Managementgesellschaft arbeitet, setzt sich aus verschiedenen Rollen zusammen:

Partner: Das Hauptziel eines Partners ist es, den Wert des Portfolios zu maximieren. Meistens verfügt diese Person über detailliertes Know-how in Bezug auf einen spezifischen Sektor und/oder, generell, in Bezug auf Venture Capital. Er leitet den Investmentprozess (Auswahl der Startups, Due Diligence etc) und entscheidet schlussendlich, welcher Deal gemacht wird. Nach dem initialen Investment ist er der Hauptansprechpartner für das Gründerteam und unterstützt in der Strategieentwicklung, bei der

Rechtliche Grundlagen für Startup Investments

Bernhard Rieder/Lukas Schmidt

- 1. Einleitung**
 - 1.1. Überblick über mögliche Rechtsformen eines Startups
 - 1.2. Gesellschaftsrechtliche Aspekte der Rechtsformwahl
 - 1.3. Vor- und Nachteile der einzelnen Rechtsformen aus Investorensicht
- 2. Die Finanzierungsrunden aus rechtlicher Sicht**
 - 2.1. Vom LOI zum Beteiligungsvertrag – Ablauf des Verhandlungsprozesses
 - 2.2. Rechtliche Strukturierungsmöglichkeiten der Finanzierungsrunde
 - 2.2.1. Wandeldarlehen – Convertible Loan
 - 2.2.2. Kapitalerhöhung
 - 2.2.3. Anteilskauf mit anschließendem Gesellschafterzuschuss
 - 2.3. Der Beteiligungs- und Syndikatsvertrag
 - 2.3.1. Beteiligungsvertrag
 - 2.3.2. Syndikatsvertrag
 - 2.4. Mitarbeiterbeteiligung
 - 2.4.1. Gewährung von Geschäftsanteilen
 - 2.4.2. Stock-Option-Modell
 - 2.4.3. Phantom Stock
 - 2.5. Der Exit
- 3. Grundsätze von Eigenkapitalersatz, URG-Kennzahlen und Insolvenz aus Investorensicht**
 - 3.1. Eigenkapital ersetzende Gesellschafterleistungen
 - 3.2. Unternehmensreorganisation
 - 3.3. Insolvenz aus Investorensicht

1. Einleitung

1.1. Überblick über mögliche Rechtsformen eines Startups

Zu Beginn ihrer unternehmerischen Tätigkeit haben die Gründer¹ dank der Vielzahl von möglichen Rechtsformen die Qual der Wahl, in welcher Rechtsform sie ihr Unternehmen betreiben wollen. Oft fragen Gründer die (potenziellen) Investoren und/oder den beigezogenen Rechtsbeistand nach der „besten“ Rechtsform für ihr Unternehmen und erhalten die oft für sie unbefriedigende Antwort, dass es die abstrakt beste Rechtsform nicht gibt. Vielmehr ist die Frage der richtigen Rechtsform immer abhängig vom Einzelfall und unter Berücksichtigung der konkreten Unternehmensziele und der von den Gründern gewünschten persönlichen Rechtsstellung nach innen gegenüber dem Gesellschafterkreis und nach außen im Geschäftsverkehr (insbesondere im Hinblick auf eine mögliche persönliche Haftung der Gründer) zu beurteilen. Darüber hinaus werden auch steuerliche Überlegungen sowie, sofern das Startup in einem regulierten Geschäftsbereich tätig werden soll (zB Bankwesen oder Versicherungen), regulatorische Anforderungen Einfluss auf die Wahl der Rechtsform haben. Auch künftig erforderliche Investments für die Zwecke der Finanzierung des Startups sollten in die Abwägung der Entscheidungsmöglichkeiten mit einfließen, weil VC-Investoren oftmals Kapitalgesellschaften bevorzugen.

Mögliche Rechtsformen in Österreich

Nachfolgend soll eine grobe Übersicht über die (nach österreichischem Gesellschaftsrecht) möglichen und im Startup-Bereich relevantesten Rechtsformen und ihre Einordnung in die Kategorisierung nach Personen- und Kapitalgesellschaften gegeben werden.²

Personengesellschaften	Gesellschaft bürgerlichen Rechts (GesBR) Offene Gesellschaft (OG) Kommanditgesellschaft (KG) Europäische wirtschaftliche Interessenvereinigung (EWIV) Stille Gesellschaft
Kapitalgesellschaften	Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) Aktiengesellschaft (AG) Societas Europaea (SE)
Mischformen	GmbH & Co OG GmbH & Co KG

Einfluss des Rechts der Europäischen Union – ausländische Rechtsformen

Unter Bezugnahme auf die gemäß den Verträgen der Europäischen Union geltenden Grundfreiheiten (insbesondere die Dienstleistungs- und Niederlassungsfreiheit) hat der europäische Gerichtshof (EuGH) durch seine Rechtsprechung die Mitgliedsstaaten zur

1 In diesem Kapitel wird aus Gründen der leichteren Lesbarkeit nur von Gründern in der Mehrzahl gesprochen, weil in der Praxis die überwiegende Anzahl der Startups zumindest zwei Gründerinnen und/oder Gründer haben.

2 Rieder/Huemer, Gesellschaftsrecht⁵ (2019) 44 ff.

Kaufmännische Due Diligence, Geschäftsmodelle und KPIs

Carlos Fernández de Retana

- 1. Warum Startups scheitern**
- 2. Beurteilung von Chancen & Risiken**
 - 2.1. Due Diligence (DD)
 - 2.2. Geschäftsmodell (GM) versus Strategie
 - 2.3. Key Performance Indicators (KPIs)
- 3. Was steht dem Investor zur Beurteilung zur Verfügung?**
 - 3.1. Das Storytelling von Startups und seine Bedeutung?
 - 3.2. Was können Investoren bei einer DD von Startups erwarten?
- 4. Geschäftsmodelle**
 - 4.1. Geschäftsmodelle entwickeln, validieren und anpassen
 - 4.2. Checkliste zur Geschäftsmodellevaluierung
- 5. Wie werden Ideen und Geschäftsmodelle präsentiert?**
 - 5.1. Der Pitch und das Investor Ready Slide Deck (IRSD): Was gilt es zu hinterfragen?
 - 5.2. Der Business-Plan: Ist der notwendig?
 - 5.3. Checkliste und Irrtümer für Pitch und IRSD
- 6. Wesentliche Bereiche und KPIs**
 - 6.1. Marktpotential, Marktgröße und Wachstum
 - 6.2. Konkurrenzanalyse und Positionierung
 - 6.3. Finanzzahlen (Umsatz/Break Even und Cash Flow)
 - 6.4. Das Team
 - 6.5. Die wichtigsten KPIs im Überblick
 - 6.6. Was ist das Risiko und kann ich es beherrschen? (SWOT-Analyse)

3. Was steht dem Investor zur Beurteilung zur Verfügung?

Bei einem Unternehmen wird bei einer DD bei Kaufinteresse vor einer Transaktion Folgendes geprüft bzw durchgeführt:

- Es kommt zu einer Befragung des Managements.
- Es werden teils standardisierte Fragebögen verschickt.
- Er werden relevante Daten zur Überprüfung angefordert (Bilanzen, Saldenlisten, Verträge etc).
- Es wird ein Datenraum eingerichtet.
- Überprüfung der zur Verfügung gestellten Daten durch Prüfer (teils extern).
- Betriebsbegehungen, Lager verifizieren, Gebäude begutachten etc (Wertevaluierung)
- Erstellen und gegenseitiges Zeichnen eines DD-Reports.

Bei Startups in früher Phase ist das so nicht im vollen Umfang möglich, da ein Blick in die Vergangenheit und die Überprüfung von Bilanzen etc nicht stattfinden kann. Betriebsbesichtigungen und Begehungen sollten jedenfalls gemacht werden (Labor, Werkstatt, etc) und der Blick in die Zukunft ist mit hohen Risiken verbunden. Investor *Hermann Hauser* hat bei einer Präsentation einmal sinngemäß gesagt „*There is no true or false, only probability*“. Eine Due Diligence bei Startups basiert daher auch stark auf Vertrauen.

Generell können daher folgende Beobachtungen und Anmerkungen zur einer DD gemacht werden:

- Due Diligence ist keine „Investor gegen Startup“-Aktivität, es ist eine partnerschaftliche Prüfung und Verifizierung.
- Es geht nicht darum, jemanden beim Lügen zu erwischen (das ist nicht die Regel), sondern den Wert zu erkennen.
- Es ist die Beurteilung eines Projektes als Partner – Mindset, Einstellung und Umgang zählen.
- Due Diligence findet in jeder Phase der Pipeline, der Beurteilung des Startups statt.
- Firmenwert ist auch der Synergiewert, dh das Startup kann aus der Beteiligung des Investors einen Mehrwert generieren, der über den eingebrachten Mehrwert hinausgeht (1+1=3).
- Wisdom of Crowd: Reden Sie mit anderen.

Beobachtung und Anmerkungen zu den **häufigsten Fehlern von Investoren bei einer Startup DD**

- Starker formaler Fokus (Legal, Tax, Finance etc), wie bei einem schon langjährig tätigen Unternehmen.
- Starker Fokus auf langfristige (fünf bis zehn Jahre und mehr) Finanzplanung.
- Due Diligence wird allein vom Investor durchgeführt ohne Experten oder/und Co-Investoren.
- Nur mehr mögliche Probleme sehen und die Chancen aus den Augen verlieren.

3.1. Das Storytelling von Startups und seine Bedeutung?

Wie erwähnt, schaffen eine neue Technologie und/oder eine neue Idee allein keinen Wert. Es muss ein Geschäftsmodell und eine Strategie ausgearbeitet werden. Dabei werden Hypothesen gebildet, getestet (Kundenfeedback, Partnerfeedback, Recherchen, Studien, Modelle rechnen und simulieren etc) und wenn notwendig, verworfen und geändert.

Um für die Idee (mit dem Geschäftsmodell und der Strategie) nun Investoren zu begeistern, muss von den Gründerinnen und Gründern zweifelsohne eine Geschichte erzählt werden (Storytelling), die das Potenzial und die Chancen (eventuell auch die Risiken) erkennen lässt. Dabei soll die Komplexität stark reduziert werden, ohne aber den Inhalt zu verlieren.

Viele Startups gehen dabei nicht ausreichend in die Tiefe, sondern bleiben an der Oberfläche und erzählen eine schlichte Erfolgs-Geschichte. Manchmal wird sogar wie in einem Potemkischen Dorf⁸ vorgegangen und falsche Tatsachen vorgegeben, um die Illusion von bereits vorweisbaren Erfolgen zu projizieren. Die Aufgabe von Investorinnen und Investoren ist es, ausreichend in die Tiefe zu gehen. Es gilt die Regel: Fragen, fragen, fragen – und überprüfen.

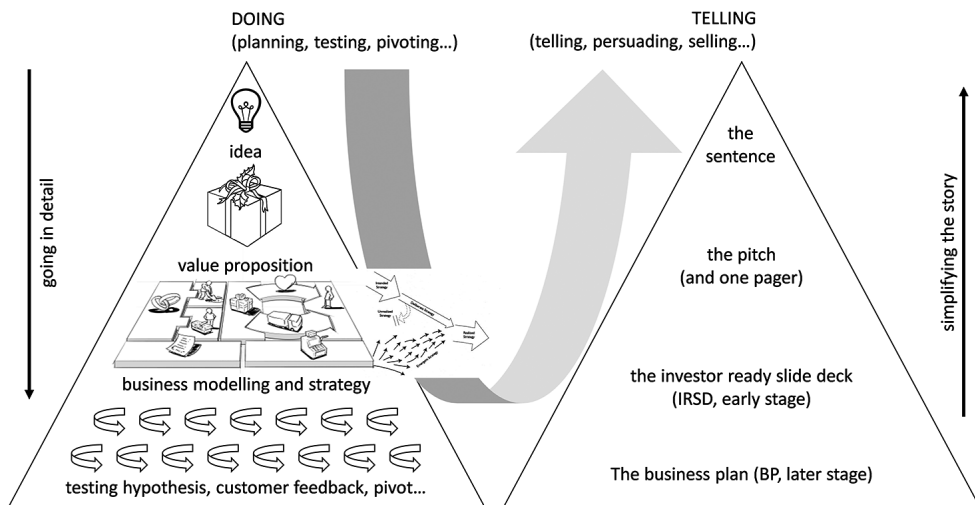


Abb 1: The Do and Tell U. (Quelle: Fernandez de Retana: Vorlesung Unternehmerisches Denken und Handeln in innovativen High Tech Unternehmen und Startups [TU Wien, Sommersemester 2019, eigene Darstellung])

8 Vgl https://de.wikipedia.org/wiki/Potemkinsches_Dorf (19.8.2019).