Bundesverband Deutscher
Kapitalbeteiligungsgesellschaften

An das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie
z.Hd. MDG`in Christina Decker
Leiterin Unterabteilung VB
11019 Berlin

BVK- Stellungnahme zum Referentenentwurf des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie zur 17. Verordnung zur Änderung der Außenwirtschaftsverordnung

Einleitung

Der Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) bedankt sich für die Übersendung des Referentenentwurfes zur 17. Verordnung zur Änderung der Außenwirtschaftsverordnung und zur Möglichkeit der Stellungnahme. Zu einzelnen Änderungen nehmen wir wie folgt Stellung:

Investitionsprüfungen haben sich zu einem zentralen Thema für die Beteiligungsbranche entwickelt. Bei nahezu jeder Investition muss geprüft werden, ob die Vorschriften anwendbar sein können. Die Prüfungen sind aufwendig. Investitionsprüfungen bedeuten eine wesentliche Investitionsbarriere, die dazu führen kann, dass Investitionen außerhalb von Deutschland getätigt werden. Dies betrifft nicht nur das Untersagungsrisiko. Die Investitionsprüfung selbst bedeutet einen erheblichen zeitlichen, sachlichen und finanziellen Mehraufwand. Gerade bei kleineren Investitionsvolumen (zum Beispiel bei Investitionen in Start-up-Unternehmen) kann dieser prohibitiv wirken.

Die 17. AWV-Novelle wird, insbesondere durch die Ausweitung der Fallgruppen, diesen Mehraufwand ganz erheblich verstärken. Da gerade auch vor dem Hintergrund der Covid-19-Krise Investitionen dringend benötigt werden, sollte die 17. AWV-Novelle nicht nur den Anwendungsbereich ausweiten, sondern sicherheitspolitisch unbedenkliche Investitionen soweit möglich ausnehmen.

Hier bieten sich aus unserer Sicht insbesondere drei „Ventile“ an:

- Erfasste Investoren: Der Schwerpunkt sollte auf der Kontrolle von Investoren liegen, die tatsächlich eine Gefährdung für die öffentliche Ordnung oder Sicherheit bedeuten können. Über den Begriff der mittelbaren Beteiligung sollten nicht Direktinvestitionen durch Unionsansässige erfasst werden, die nicht durch Unionsfremde kontrolliert werden. Ausdrücklich ausgenommen werden sollten in der EU regulierte Finanzinvestoren sowie Finanzinvestoren aus Drittstaaten, sofern die nur passive Investitionen (Portfolioinvestitionen) tätigen.
- Beteiligungsschwellen: Die sektorübergreifende Beteiligungsschwelle von 10 % erfasst auch sicherheitsunbedenkliche Portfolioinvestitionen. Mit einem Einfluss verbunden sind aber regelmäßig nur Beteiligungen ab 25 %. Unterhalb dieser Schwelle sollte eine Meldepflicht nur dann bestehen, wenn ein Erwerber auf vergleichbare Weise einen Einfluss ausüben kann.
- Erfasste Zielunternehmen: Alle Fallgruppen sollten so eng und klar wie möglich definiert werden. Zudem solle – angesichts der besonderen Belastung für kleinere Investitionsvolumina – Schwellenwerte festgelegt werden, ab denen die Investitionsprüfung Anwendung findet.

Neben diesen drei zentralen Anliegen haben wir nachfolgend weitere Anregungen zur 17. AWV-Novelle formuliert.

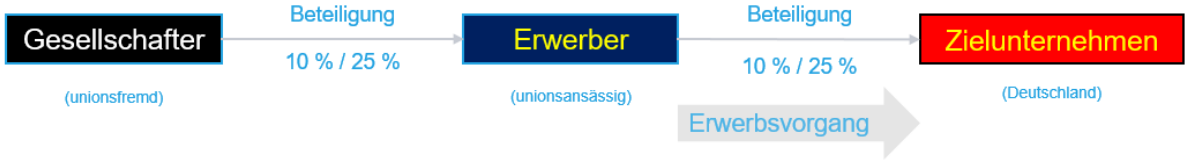
1. Erfasste Investoren

1.1 Präzisierung des mittelbaren Erwerbs

Die Definition des mittelbaren Erwerbs sollte dringend präzisiert werden. In ihrer derzeitigen Form erschwert sie auch reine Binnenmarktsachverhalte und ist daher zumindest dann klar unionsrechtswidrig, wenn der unmittelbare unionsansässige Erwerber nicht von einem unionsfremden Unternehmen kontrolliert wird.

Der Tatbestand des mittelbaren Erwerbs greift insbesondere auch dann, wenn (i) der unmittelbare Erwerber unionsansässig ist und (ii) an ihm ein Unionsfremder eine Beteiligung hält.

Beispiel: Mittelbarer Erwerb durch Unionsfremden



Für den unionsansässigen Direktbeteiligten bedeutet dies einen Eingriff in die unionsrechtliche Niederlassungsfreiheit falls er Kontrolle über bzw. einen Eingriff in die Kapitalverkehrsfreiheit, falls er nur eine passive Beteiligung an dem Zielunternehmen erwirbt. Die unionsrechtlich beste Lösung wäre daher, Beteiligungen durch unionsansässige Erwerber ausschließlich dann zu erfassen, wenn Anzeichen einer

Umgehung vorliegen (vgl. in diesem Sinne § 55 Abs. 2 AWV), wie das auch ursprünglich in der AWV angelegt war.

Allerdings ist nicht auszuschließen, dass auch eine Beteiligung eines Unionsansässigen an einem deutschen Unternehmen sicherheitsrelevant sein kann, wenn dieser durch einen Unionsfremden kontrolliert wird. Ein Eingriff in die Grundfreiheiten könnte dann gerechtfertigt sein.

Im Umkehrschluss ist eine Verhältnismäßigkeit des Eingriffs dann nicht gegeben, wenn der mittelbar Beteiligte Unionsfremde den unmittelbaren unionsansässigen Erwerber nicht kontrolliert. Die Beschränkung des Unionsansässigen ist dann offensichtlich ungeeignet.

Im Übrigen ist die Erfassung solcher Konstellationen auch nicht durch die EU-Screening-VO gedeckt. Gegenstand der EU-Screening-VO sind „ausländische Direktinvestitionen", also Investitionen durch Investoren aus Drittstaaten (vgl. Art. 2 EU-Screening-VO).

Eine Beteiligung durch einen unionsansässigen Erwerber sollte daher nur dann zu einer mittelbaren Beteiligung eine durch einen unionsfremden führen, wenn der Unionsfremde den Unionsansässigen kontrolliert. Für den Begriff der Kontrolle bieten sich verschiedene Definitionsmöglichkeiten an:

- Eine Konkretisierung in Leitlinien des BMWi,
- Ein Verweis auf anderen Vorschriften, zum Beispiel § 37 Abs. 1 Nr. 2 GWB oder Art. 1 der Richtlinie 83/349/EWG, oder
- Den atypischen Kontrollerwerb gemäß § 56 Abs. 3 AWV-RefE.

Eine solche Präzisierung würde für unionsansässige Investoren, darunter auch Finanzinvestoren, eine erhebliches Mehr an Rechtssicherheit und ein erhebliches Weniger an Investitionsbarrieren bedeuten. Viele unionsansässige Investoren haben unionsfremde Investoren, die vielleicht 10 % der Stimmrechte halten, aber über keinerlei Mitspracherechte verfügen.

1.2 Finanzinvestoren

In verschiedenen Anhörungen des BMWi zur 17. AWV-Novelle wurde die Bedeutung von Investitionen durch Finanzinvestoren für die deutsche Wirtschaft betont. Grundsätzlich sollten bei Finanzinvestoren deutlich weniger sicherheitspolitische Bedenken bestehen, da hier die Investitionen nicht aus einem strategischen, sondern aus einem finanziellen Interesse erfolgen. Ziel ist eine Wertsteigerung der Investition, die bei einem späteren Verkauf für die Investoren gewinnbringend zur Geltung gebracht wird.

Für die Definition des Begriffs des Finanzinvestors bietet sich ein Verweis auf die AIFM-Richtlinie der EU an. Ein Alternative Investment Fund („**AIF**") ist ein Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren. Ein AIF wird von einem Alternative Fund Investment Manager („**AIFM**") verwaltet, d. h. von einer juristischen Person, deren reguläre Geschäftstätigkeit darin besteht, einen oder mehrere AIF zu verwalten.

Für AIF und AIFM, die in einem Mitgliedstaat der EU reguliert sind, sollte klargestellt sein, dass ihre Beteiligungen keiner Meldepflicht unterliegen. Bei Investitionen durch solche Finanzinvestoren handelt es sich um reine Binnenmarktsachverhalte.

Für Beteiligungen durch AIF und AIFM von außerhalb der EU sollte zumindest eine Befreiung von der Meldepflicht gelten, sofern diese reine Portfolioinvestitionen in Deutschland tätigen. Vergleichbare Ausnahmen für Finanzinvestoren finden sich beispielsweise im US-Recht und im japanischen Recht.

Formulierungsvorschlag:

„Ausgenommen von der Meldepflicht gemäß § 55a Abs. 4 S. 1 AWV-RefE sind Erwerbe und Beteiligungen durch EU-AIF oder Nicht-EU-AIF, die durch einen EU-AIFM oder Nicht-EU-AIFM gemäß Artikel 4 Absatz 1 der Richtlinie (EU) 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds in der jeweils geltenden Fassung, verwaltet werden. Dies gilt uneingeschränkt für EU-AIF, die durch einen EU-AIFM verwaltet werden. Für Erwerbe und Beteiligungen durch Nicht-EU-AIF, die durch einen Nicht-EU-AIFM oder einen EU-AIFM verwaltet werden, sowie durch EU-AIF, die durch einen Nicht-EU-AIFM verwaltet werden, gilt diese Ausnahme nur sofern die Voraussetzungen des § 56 Abs. 3 AWV-RefE nicht vorliegen."

2. Beteiligungsschwellen

Die AWV kennt aktuell zwei Beteiligungsschwellen: Sowohl in den Katalogfällen im Bereich der sektorspezifischen Prüfung als auch in den Katalogfällen im Anwendungsbereich der sektorübergreifenden Prüfung greift bereits ab einem Anteilserwerb von 10 % eine Meldepflicht, während im Übrigen für sonstige Anteilserwerbe in inländische Unternehmen eine Aufgreifschwelle von 25 % Anwendung findet.

Vor dem Hintergrund gesteigerter sicherheitspolitischer Anforderungen und der EU-Screening-VO ist es für den BVK grundsätzlich nachvollziehbar, dass der Verordnungsgeber die Zahl von Katalogfällen von besonderer Sicherheitsrelevanz, die eine Meldepflicht auslösen, ausweitet. Allerdings regt der Verband nachdrücklich an, bei Gelegenheit der 17. Änderung der AWV hinsichtlich der Höhe der eine Meldepflicht auslösenden Beteiligungsschwelle nachzujustieren und die Prüfungsbereiche wie folgt festzulegen:

- Ab Erwerb von mindestens 10 % der Stimmrechtsanteile besteht eine Meldepflicht im Bereich der sektorspezifischen Prüfung (§ 60 Abs. 1 AWV);
- bei Anwendbarkeit einer der Katalogfälle im Sinne von § 55a AWV-RefE besteht eine Meldepflicht bei Erwerb von mindestens 25 % der Stimmrechtsanteile;
- ebenfalls besteht Meldepflicht im Bereich der sektorübergreifenden Prüfung (Katalogfälle im Sinne des § 55a AWV-RefE), wenn mindestens 10 % der Stimmrechtsanteile erworben werden <u>und</u> der Erwerber nach dem Erwerb „auf vergleichbare Weise Kontrolle ausübt" wie bei der Kontrolle von mindestens 25 % der Stimmrechte (oder dem Halten von mindestens 25 % der Kapitalanteile);
- Aufgreifermessen des BMWi (keine Meldepflicht) in Fällen des atypischen Kontrollerwerbs im Sinne von § 56 Abs. 3 AWV-RefE (unabhängig von der Höhe des Beteiligungserwerbs) und bei 25 %-Beteiligungen außerhalb der Katalogfälle.

Eine solche Prüfungssystematik würde sowohl dem berechtigten Interesse an dem Schutz der öffentlichen Ordnung oder Sicherheit gerecht als auch dem Bedarf an Investitionen aus dem Ausland. Sie gründet sich zum einen auf faktische Erwägungen, zum anderen auf rechtlichen Gründe.

2.1 Faktische Erwägungen

Wie sich aus der „Venture Capital-Marktstudie 2020“, die gemeinsam von PriceWaterhouseCoopers (PwC), Dirk Honold, Professor für Unternehmensfinanzierung und Betriebswirtschaftslehre an der Technischen Hochschule Nürnberg, sowie der Nürnberger Ventury Analytics GmbH erstellt wurde, liegt die Ziel-Anteilsquote von Investoren aus dem Bereich Venture Capital in der Regel zwischen 10 % und 24,9 %. 74,1 % der Venture Capital Investoren und 53,3 % der Corporate Venture Capital Investoren streben bei einem Erstinvestment eine Beteiligung zwischen 10 und 25 % an. Die „Venture Capital-Marktstudie 2020“ ist dieser Stellungnahme als **Anlage 1** beigefügt.

Nicht zuletzt vor dem Hintergrund der Corona-Pandemie besteht bei vielen deutschen Unternehmen, insbesondere Start-Ups, erheblicher Finanzierungsbedarf, der regelmäßig kurzfristig gedeckt werden muss. Bei den in den Katalogfällen Nr. 13-27 des Referentenentwurfes vorgesehenen Bereichen handelt es sich zu einem Großteil um zukunftsträchtige Technologien, die davon abhängig sind, dass ausreichend finanzielle Mittel in Forschung und Entwicklung investiert werden. Wird nun bereits bei einem Anteilserwerb ab einer Schwelle von 10 % eine Meldepflicht statuiert, schreckt das potentielle Investoren und damit Kapitalgeber ab, zumal die Meldung eines Erwerbsvorhabens mit einer vertieften Prüfung verbunden ist.

2.2 Rechtliche Erwägungen

Die derzeitige Beteiligungsschwelle von 10 % der Stimmrechte stellt zudem keinen sachgerechten Maßstab dar, ohne dass zusätzliche Kriterien hinzutreten, damit das Erwerbsvorhaben als derart kritisch angesehen werden kann, dass dieses dem BMWi gemeldet werden muss. Letztlich muss es immer darum gehen, solche Fälle zu erfassen, die durch eine Kontrolle bzw. maßgebliche Einflussnahme eines Investors auf ein deutsches Zielunternehmen gekennzeichnet sind. Nur dann kann durch den Erwerb die öffentliche Sicherheit oder Ordnung in relevanter Weise beeinträchtigt werden.

Für die 10%-Schwelle findet sich zwar ein gewisser Ansatzpunkt im Gesellschaftsrecht (z. B. § 50 Abs. 1 GmbHG: Einberufung von Versammlungen) und sie entspricht der – nicht näher begründeten – „OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment“, nach der eine von „langfristigem Interesse“ und „Kontrollanspruch“ des Investors gekennzeichnete Direktinvestition bereits bei Überschreiten einer 10%-Beteiligungsschwelle vorliegt.

2.2.1 25%-Schwelle im deutschen Recht

Eine Eingriffsschwelle von 25 % des Erwerbs der Stimmrechte ist aber deutlich sachgerechter, nicht nur vor dem Hintergrund des Gesellschaftsrechts, nach dem wichtige Entscheidungen (wie eine Satzungsänderung, § 53 GmbHG) eine qualifizierte Mehrheit von 75 % benötigen und mithin eine Sperrminorität ab 25,1 % der Anteile vorliegt, sondern auch im Lichte des § 3 Abs. 2 Geldwäschegesetz („wirtschaftlich Berechtigter“). Das

Geldwäschegesetz stellt insoweit darauf ab, dass „auf vergleichbare Weise Kontrolle“ ausgeübt wird. Auch das Kartellrecht kennt einen ähnlichen Maßstab. Bezüglich der Feststellung, wann eine Ausübung von Kontrolle auf vergleichbare Weise vorliegt, ließe sich an der Rechtsprechung und Literatur zu § 3 GwG, aber auch zu § 37 GWB orientieren. Auf vergleichbare Weise Kontrolle übt im Sinne des § 3 (2) Satz 1 Nr. 3 GWG etwa der Komplementär aus, oder derjenige, der ein Vetorecht innehat. Auch die deutsche Zusammenschlusskontrolle kennt das Kriterium des „wettbewerblich erheblichen Einflusses“ (§ 37 (1) Nr. 4 GWB). Unter einem wettbewerblich erheblichen Einfluss wird in der Regel die Möglichkeit des Erwerbers verstanden, auf das wettbewerbliche Verhalten des Zielunternehmens einen gewissen Einfluss zu nehmen, der – obwohl die Beteiligung unter 25 % liegt – aufgrund sogenannter „Plusfaktoren“ de facto einer 25%-Beteiligung gleichwertig ist. Solche Plusfaktoren werden angenommen, wenn das kontrollierende Unternehmen bestimmte Kontroll-, Veto- oder gegebenenfalls auch Informationsrechte (z. B. Organidentität, Entsenderechte in den Aufsichtsrat etc.) hat, die über die typischen Rechte eines Minderheitsanteilseigners hinausgehen und einen dauerhaften Einfluss auf das (wettbewerbliche) Verhalten des Unternehmens ermöglichen.

2.2.2 EU-Konformität

Die existierende 10%-Schwelle für Meldepflichten würde bei der hier vorgeschlagenen Investitionskontrolle nicht aufgegeben, sondern durch weitere, sinnvolle Kriterien ergänzt. Dadurch würde zugleich ein Ausgleich geschaffen zwischen den berechtigen Sicherheitsinteressen des Staates einerseits und dem Interesse an Investitionen und damit möglicher Kapitalzufuhr andererseits.

Insbesondere stünde die vom BVK vorgeschlagene Regelung auch im Einklang mit dem EU-Recht. Bei einer Beteiligungsschwelle von 25 % ist die (im Gegensatz zur Niederlassungsfreiheit) auf Drittlandssachverhalte anwendbare Kapitalverkehrsfreiheit nicht einschlägig, soweit sie im Bereich der Direktinvestitionen von der Niederlassungsfreiheit verdrängt wird. Bei Erwerben zwischen 10 % und 25 % ohne dem Hinzutreten weiterer, für den Einfluss auf ein Unternehmen maßgeblicher Kriterien, bestehen hingegen erhebliche Zweifel an der Unionsrechtswidrigkeit der Regelung, da insoweit die Kapitalverkehrsfreiheit einschlägig und möglicherweise die Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit im Einzelfall nicht gerechtfertigt ist.

An der Niederlassungsfreiheit werden solche Investitionen gemessen, die spezifisch auf eine Kontrollbeteiligung abzielen.[1] Nach der Rechtsprechung des EuGH bedeutet eine Beteiligung von mindestens 10 % am Kapital oder den Stimmrechten einer Gesellschaft nicht zwangsläufig, dass der Inhaber dieser Beteiligung einen sicheren Einfluss auf die Entscheidungen der Gesellschaft ausübt, bei der er Anteilseigner ist. Eine relevante Kontrollbeteiligung hat der EuGH in der Rechtssache C-244/11 erst bei einer Beteiligung von mehr als 20 % angenommen. Bei einer Beteiligung in Höhe von 10 % kann dann nicht mehr die Rede davon sein, dass die nationale Regelung allein Kontrollbeteiligungen trifft[2], was aber für die Einschlägigkeit allein der Niederlassungsfreiheit maßgeblich ist. Soweit bei der Investitionskontrolle als Maßstab nicht auf die Kontrolle abgestellt wird, sondern auf andere

---

1 EuGH C-244/11, ECLI:EU:C:2014:2068 – Kommission Griechenland.
2 Vgl. EuGH C-686/13, ECLI:EU:C:2015, 375 Rn. 21 – X AB; C-EU:C:2013:629 Rn. 23 – Itelcar.

Erwägungen, dürfte die Kapitalverkehrsfreiheit nicht mehr durch die Niederlassungsfreiheit verdrängt werden.

Soweit zur Begründung einer niedrigeren Schwelle als 25 % nicht nur auf die Einflussnahmemöglichkeiten auf das Zielunternehmen abgestellt wird, sondern etwa auch darauf, welche Möglichkeiten ein Erwerber erlangen könnte, um an sensible Daten bzw. Informationen des Zielunternehmens zu gelangen, stellt sich bereits die Frage, ob eine solche Herangehensweise noch mit den nach der Rechtsprechung des EuGH allein zulässigen Faktoren für die Beschränkung von Investitionen im Einklang steht. Zwar lassen sich Eingriffe in die Freiheit des Kapitalverkehrs aus Gründen der öffentlichen Ordnung oder Sicherheit grundsätzlich rechtfertigen (Art. 65 Abs. 2 lit. b AEUV). Eine solche Rechtfertigung muss aber auch verhältnismäßig, insbesondere auch erforderlich, sein. Das ist bei einem pauschalen Abstellen auf eine 10%-Schwelle zweifelhaft. Kommen hingegen weitere Faktoren hinzu, die dazu führen, dass der Erwerb zu einer Kontrolle führt, die einer mindestens 25%igen Beteiligung vergleichbar ist, lassen sich diese europarechtlichen Bedenken ausräumen. Ziele der öffentlichen Ordnung und Sicherheit dürfen zudem nicht von ihrer eigentlichen Funktion losgelöst und in Wirklichkeit für rein wirtschaftliche Zwecke geltend gemacht werden.[3]

3. Erfasste Zielunternehmen

3.1 Fallgruppen

Insgesamt ist es ausdrücklich zu begrüßen, dass mit den im Referentenentwurf gewählten Formulierungen in § 55a AWV-RefE – anders als mit den schlagwortartigen Formulierungen in der EU-Screening-VO – erkennbar der Versuch unternommen wird, jeweils einen Nexus zu Erwägungen der öffentlichen Sicherheit oder Ordnung herzustellen. Auch im internationalen Vergleich ist die deutsche Liste kritischer Sektoren im Investitionszusammenhang – trotz ihrer erheblichen Erweiterung – insgesamt konturiert.

[3] EuGH C-39/11, ECLI:EU:C:2012:327 Rn. 29 mwN – VBV.

Gleichwohl erscheinen nicht alle neuen Fallgruppen gleichermaßen geeignet, die nationale Ordnung oder Sicherheit der BRD oder der EU zu beeinträchtigen. Vor allem sind einige Kategorien derzeit recht allgemein formuliert, was im Hinblick auf das Bestimmtheitsgebot kritisch zu sehen ist. Denn Erwerbe im Bereich der künftig in § 55a AWV-RefE gelisteten Fallgruppen unterfallen gem. § 15 AWG einem Vollzugsverbot bis zur Erwerbsfreigabe durch das BMWi sowie den damit korrespondierenden, straf- bzw. bußgeldbewehrten Handlungsverboten in §§ 15 (4) i.V.m. 18 (1b), 19 (1) Nr.2 AWG. Das Rechtsstaatsprinzip in seiner Ausprägung als Bestimmtheitsgebot verlangt, dass der Gesetzesadressat den Inhalt einer rechtlichen Regelung auch ohne Spezialkenntnisse mit hinreichender Sicherheit feststellen kann. Sie muss daher inhaltlich so klar und präzise formuliert sein, dass ersichtlich ist, was gefordert wird. Umso wichtiger ist es, dass die Fallgruppen klare und eindeutige Definitionen enthalten, die es den Investoren und Zielunternehmen erlauben, zu erkennen, ob sie einschlägig sind.

3.1.1 Einzelne Katalogfälle

Die Definitionen sollten insbesondere für die folgenden Fallgruppen nachgeschärft werden:

Nr. 9: Bei dieser bereits vorhandenen Fallgruppe ist unklar, ab wann ein Arzneimittel für die Gewährleistung der Gesundheit der Bevölkerung wesentlich ist. Diese Frage kann ein Rechtsanwender nicht beantworten. Daher besteht hier Präzisierungsbedarf. Sachgerecht wäre es aus unserer Sicht ausschließlich auf die vom Bundesinstitut für Arzneimittel und Medizinprodukte als versorgungsrelevant oder versorgungskritische eingestuften Wirkstoffe und Impfstoffe für lebensbedrohliche und hochansteckende Infektionskrankheiten und Impfstoffe abzustellen.

Nr. 15: Obwohl die in der EU-Screening-VO noch abstraktere Kategorie „Robotik“ auf „Industrieroboter“ eingegrenzt wurde, ist sie in ihrer aktuellen Form noch zu unbestimmt und dürfte zahlreiche Fälle erfassen, in denen eine Beeinträchtigung der öffentlichen Ordnung oder Sicherheit eher fernliegen dürfte. So lässt auch die entsprechende Begründung im Referentenentwurf – anders als bei den meisten weiteren neuen Kategorien – Ausführungen zur Sicherheits- oder Ordnungsrelevanz der Fallgruppe gerade vermissen. Industrieroboter werden bereits heutzutage in zahlreichen Bereichen der Fertigung eingesetzt. Von der vorgeschlagenen Fallgruppe wäre derzeit wohl jeder Hersteller von Schneide-, Lackier-, Stapel-, Verpackungsrobotern etc. erfasst, ganz unabhängig von deren möglichem Einsatzgebiet und deren Leistungskapazitäten. Die Fallgruppe sollte daher in Bezug auf bestimmte kritische Verwendungsmöglichkeiten und ggf. Produktionskapazitäten eingegrenzt werden.

Ferner bleibt hinsichtlich der Nr. 15 unklar, was mit „Software oder Technologie hierfür“ gemeint ist. Auch wenn nach der Begründung des Referentenentwurfes nicht auf die Güterdefinition (einschließlich Software und Technologie) des § 2 (13) AWG zurückgegriffen werden kann, könnte die Formulierung dahingehend verstanden werden, dass jegliche Software und Technologie umfasst wäre, die für den Einsatz in Industrierobotern geeignet ist. Dies würde den Anwendungsbereich überdehnen. Der Anwendungsbereich ließe sich etwa sinnvoll durch folgende Formulierung eingrenzen: „einschließlich besonders hierfür entwickelter Software oder Technologie“. Das wäre auch im Einklang mit der Formulierung

(„spezifische“) im Hinblick auf IT-Dienstleistungen hierfür sowie mit der Formulierung in § 55 (1) Nr. 2 („Software besonders entwickelt oder verändert, die branchenspezifisch […]“).

Nr. 16: In Nr. 16 c) sollte der Wortlaut „für Güter im Sinne der Buchstaben a oder b“ in „besonders entwickelt oder geändert für die Herstellung oder Bearbeitung von Gütern im Sinne der Buchstaben a oder b“ geändert werden. Neben einer Klarstellungsfunktion würde dies den Anwendungsbereich sinnvoll eingrenzen und für die Praxis besser handhabbar machen.

Nr. 18: Die Listung bestimmter, sicherheitskritischer Unterkategorien von Dual-use Gütern im Bereich der Luft- und Raumfahrt ermöglicht eine sinnvolle und für Wirtschaftsunternehmer nachvollziehbare Eingrenzung des Anwendungsbereichs. Umso kritischer erweist sich hingegen der folgende Halbsatz, der sämtliche Hersteller und Entwickler von Gütern/Technologien erfasst wissen will, „die für die Verwendung in der Raumfahrt oder für den Einsatz in Raumfahrtinfrastruktursystemen bestimmt sind“. Damit wird der Anwendungsbereich unnötig weit geöffnet und dürfte in der Praxis kaum handhabbar sein. So wird von der aktuellen Formulierung streng dem Wortlaut nach jeder Entwickler/Hersteller eines Standardprodukts (z.B. im Bereich der Sensorik oder mechanischer Bauteile) erfasst, soweit dem Entwickler/Hersteller bekannt ist, dass sein Produkt in einem Raumfahrtprojekt genutzt wird. Vorzuziehen wäre eine Formulierung wie „Güter oder Technologien, die für die Verwendung in der Raumfahrt oder für den Einsatz in Raumfahrtinfrastrukturen besonders entwickelt oder modifiziert sind“.

Nr. 21: Von dem aktuellen, sehr unbestimmten, Wortlaut ist ein weites Spektrum an Unternehmen erfasst, welches künftig bei der Weiterentwicklung additiver Fertigungsmethoden noch weiter wachsen wird. Die rein abstrakte Gefahr, dass schnelle Produktionsmethoden potenziell auch geeignet sein können, um etwa militärische Güter zügiger zu produzieren, kann nicht ausreichen, um einen gesamten Produktionszweig pauschal der Investitionskontrolle zu unterwerfen. Auch hier wäre eine weitere Eingrenzung in Bezug auf eine besondere, kritische Verwendbarkeit und ggf. weitere Merkmale wie z.B. Produktionskapazitäten oder besonders kritische verwertbare Materialien, wünschenswert.

3.1.2 Geltung von Fallgruppen

Mit der 15. Änderungsverordnung zur Außenwirtschaftsverordnung wurden die Nr. 8-11 in § 55 AWV in der derzeit geltenden Fassung eingefügt, mit einem Fokus auf den Gesundheitsbereich. Die aktuelle Novellierung der Außenwirtschaftsverordnung bietet nun die Gelegenheit, die Katalogfälle Nr. 8-11 in § 55 AWV (bzw. § 55 a) AWV-RefE) dahingehend anzupassen, dass wie in anderen EU-Mitgliedstaaten (wie Österreich oder Italien) eine Befristung der Maßnehmen vorgesehen würde bzw. die Beschränkungen nur solange gelten, wie die vom deutschen Bundestag getroffene Feststellung einer epidemischen Lage von nationaler Tragweite besteht.

3.2 *De-minimis*-Schwellen

Da die Investitionsprüfung ganz besonders eine Beschwer für Investitionen mit kleineren Investitionsvolumen (zum Beispiel Frühphaseninvestitionen in Start-up-Unternehmen) bedeutet, sollte durch eine *de-minimis*-Schwelle hier abgeholfen werden.

3.2.1 *De-minimis*-Schwellen in anderen Investitionskontrollregimen und in der deutschen Rechtsordnung

Solche Schwellen gibt es bereits in den Investitionskontrollregimen anderer Länder wie zum Beispiel Kanada, Österreich, Polen und Spanien. Dem lässt sich aus unserer Sicht auch nicht entgegenhalten, dass die öffentliche Ordnung oder Sicherheit unabhängig von der wirtschaftlichen Bedeutung eines Unternehmens betroffen sein kann. Im Gegenteil, umso kleiner der Umsatz eines Zielunternehmens, umso geringer ist die Wahrscheinlichkeit, dass das Zielunternehmen eine nationale Bedeutung haben kann. Solche Schwellen gibt es nicht nur in anderen Ländern. Auch in der deutschen Fusionskontrolle (§ 35 Abs. 1 GWB) sind die Aufgreifschwellen abhängig von den Umsätzen, da der Gesetzgeber unterhalb dieser Schwellen eine Beeinträchtigung des Wettbewerbs für unwahrscheinlich hält. Dies sollte auch für die Investitionskontrolle gelten. Auch in der Investitionskontrolle ist davon auszugehen, dass ein Unternehmen mit einem sehr geringen Umsatz und Wert wenig Relevanz für die öffentliche Ordnung oder Sicherheit der Bundesrepublik haben kann.

Hinzu kommt ein weiterer wichtiger Aspekt: Gerade bei kleinen Investitionen findet aufgrund des unverhältnismäßigen Kostenaufwands nur sehr begrenzt – und zumeist ohne außenwirtschaftsrechtliche Expertise – anwaltliche Beratung statt. Gerade hier besteht also ein Risiko, dass Meldepflichten übersehen werden und hierdurch Sanktionen ausgelöst werden können. In nahezu allen solchen Fällen wird dabei kein Sicherheitsrisiko für die Bundesrepublik bestehen.

3.2.2 Vorschlag für eine *de-minimis*-Schwelle

Konkret schlägt der BVK vor, dass Beteiligungen an deutschen Unternehmen von der Meldepflicht ausgenommen sein sollten, wenn das deutsche Zielunternehmen im letzten abgeschlossenen Geschäftsjahr vor Vollzug der Beteiligung einen Umsatz von weniger als EUR 5 Mio. erzielt hat.

Schließlich weisen wir darauf hin, dass ähnlich wie in Kanada bei den Schwellenwerten auch nach der Herkunft des Investors differenziert werden könnte. Eine Möglichkeit wäre, dass die Schwellenwerte nur für Investoren aus besonders „vertrauenswürdigen“ Ländern gelten, für alle übrigen aber nicht. Besonders wichtig für Start-up-Unternehmen sind zum Beispiel Investoren aus USA, dem Vereinigten Königreich und Kanada. Diese sind, wie alle Nato-Mitgliedstaaten, Länder mit denen Deutschland gemäß Artikel 5 des Nato-Vertrages im Kriegsfall eine Beistandspflicht vereinbart hat. Sicherheitspolitische Bedenken gegenüber Investoren aus diesen Staaten sollten daher nicht bzw. deutlich weniger bestehen.

4. Weitere Anmerkungen

4.1 Zuerwerbe

Eine Klarstellung, inwieweit Zuerwerbe oberhalb der 10%- bzw. 25%-Schwelle erfasst werden ist willkommen. Allerdings ist im Rahmen der 10%-Schwelle die vorgesehen Erfassung jeder weiteren 10%-Beteiligung zu eng. Dies kann bedeuten, dass ein Investor, der seine Beteiligung entsprechend aufstockt zehnmal eine Investitionsprüfung durchlaufen

muss. Dies erscheint willkürlich, insbesondere weil eine Aufstockung von zum Beispiel 10% auf 20% oder 60% auf 70% rechtlich als auch in der Praxis nur quantitativ, aber nicht qualitativ eine Veränderung bedeutet. Ein rein quantitativer Ansatz kann allerdings den mit der Beschwer einer Investitionsprüfung verbundenen Eingriff in die Kapitalverkehrsfreiheit nicht rechtfertigen. Insofern sind, unter Berücksichtigung der Vorgaben des deutschen Gesellschaftsrechts, Zuerwerbsschwellen von 25%, 50% und 75% geeigneter.

4.2 Atypische Kontrolle

Es ist nachvollziehbar, dass auch atypische Kontrollerwerbssituationen erfasst werden sollen. Aus Sicht des BVK besteht aber insbesondere in zwei Punkten Nachbesserungsbedarf, auch wenn dieser Tatbestand – was begrüßenswert ist - keine Meldepflicht auslösen soll.

Ein atypischer Erwerb soll „insbesondere“ dann vorliegen, wenn die Voraussetzungen des § 56 Abs. 3 S. 2 AWV-RefE erfüllt sind. Demnach kann er auch unter anderen Voraussetzungen erfüllt sein, die aber nicht bestimmt sind. Hiermit wird ein weiterer unbestimmter Rechtsbegriff eingeführt, der die Rechtsanwendung, zum Beispiel bei der Frage, ob eine Unbedenklichkeitsbescheinigung für Zwecke der Rechtssicherheit beantragen werden sollte, erheblich erschwert. Das Wort „insbesondere“ sollte daher gestrichen werden.

Gemäß § 56 Abs. 3 S. 2 Nr. 3 AWV-RefE liegt ein atypischer Kontrollerwerb bereits dann vor, wenn dem Gesellschafter „Informationsrechte“ eingeräumt werden. Der Begriff „Informationsrechte“ ist dringend präzisierungsbedürftig, da zum Beispiel gemäß § 51a Abs. 1 GmbHG „jedem Gesellschafter“ bestimmte Informationsrechte eingeräumt werden. Demzufolge wäre jede Beteiligung an einer GmbH ein atypischer Kontrollerwerb. Der Gesetzgeber hat in § 15 Abs. 4 Nr. 3 AWG bestimmt, welche Informationen einem unionsfremden Investor vorbehaltlich einer Freigabe durch das BMWi vorzuenthalten sind. Dementsprechend sollte beim atypischen Kontrollerwerb auf solche Informationen abgestellt werden (siehe hierzu auch unten, unter 4.3.2).

4.3 § 15 AWG

Mit der Neufassung von § 15 AWG hat der Gesetzgeber das Vollzugsverbot sowie die gleichzeitig neu eingeführten, damit korrespondierenden Handlungsverbote in § 15 Abs. 4 AWG neben der sektorspezifischen auch auf alle meldepflichtigen Erwerbe im Rahmen der sektorübergreifenden Prüfung ausgedehnt. Die neuen Verbotstatbestände werden durch empfindliche Straf- und Bußgeldandrohungen in §§ 18 Abs. 1b), 19 Abs. 1 Nr. 2 AWG flankiert.

4.3.1 Vollzugsverbot

Durch die Verknüpfung in § 15 AWG mit meldepflichtigen Erwerben, wird sich das Vollzugsverbot auch auf solche meldepflichtigen Erwerbe erstrecken, die mit der 17. AWV-Novelle neu eingeführt würden. Der Gesetzgeber sollte erwägen, künftig die in § 15 Abs. 3 AWG angeordnete Rechtsfolge der schwebenden Unwirksamkeit auf solche Erwerbe zu beschränken, die als besonders kritisch für die öffentliche Ordnung oder Sicherheit angesehen werden können. Eine Ausnahme könnte insoweit für Finanzinvestoren (siehe

oben) bei einem Anteilserwerb zwischen 10 % und 25 % in den Katalogfällen des § 56 AWG-RefE vorgesehen werden. Gesetzliche Ausnahmen vom Vollzugsverbot im Bereich der Fusionskontrolle kennt etwa auch § 41 Abs. 1a GWB.

Ebenfalls sollte daran gedacht werden, entsprechend § 41 Abs. 2 GWB die Möglichkeit vorzusehen, dass das BMWi auf Antrag Befreiungen vom Vollzugsverbot erteilen kann.

4.3.2 Austausch unternehmensbezogener Informationen

Vor allem dort, wo der Austausch unternehmensbezogener Informationen pönalisiert wird, lässt sich für Unternehmen derzeit kaum antizipieren, was das BWMi als sicherheitsrelevant oder sonst bedeutsam für die Prüfung ansieht. Ohne weitere hinreichende Konkretisierung auf der Ebene der AWV bestehen Zweifel, ob die Regelung in § 15 Abs. 4 AWG noch im Einklang mit dem strafrechtlichen Bestimmtheitsgebot steht.
Zudem stellen die neuen Verbotsnormen die Erwerbsparteien im gesamten Erwerbsprozess – inklusive der Due Diligence – vor erhebliche praktische Herausforderungen. Zwar fällt der notwendige Informationsaustausch zwischen potenziellen Erwerbsparteien im Rahmen einer Due Diligence rein formal (noch) nicht in den Anwendungsbereich des Vollzugsverbots, welches erst ab der Unterzeichnung des schuldrechtlichen Erwerbsvertrages Anwendung findet. Dies ist aus Sicht der Transaktionspraxis grundsätzlich zu begrüßen. Gleichwohl handelt es sich hierbei um eine künstliche Differenzierung, die mit erheblichen Rechtsunsicherheiten belastet ist. So schließt auch der Gesetzgeber in der Gesetzesbegründung (mit Formulierungen wie „in aller Regel“ und „üblicherweise“) nicht aus, dass das Vollzugsverbot bereits im Rahmen der Vertragsverhandlungen – also vor Abschluss des schuldrechtlichen Geschäfts – gelten soll. Es besteht die Gefahr, dass Behörden und Staatsanwaltschaften in der Praxis die Anwendbarkeit der Normen auch auf den Informationsaustausch vor Entstehung der Anmeldepflicht ausdehnen könnten.

Im Übrigen erscheint die Rechtsfolge des Vollzugsverbots des § 15 Abs. 3 AWG mit der Folge der zivilrechtlichen Unwirksamkeit des gesamten Erwerbsgeschäfts jedenfalls in Konstellationen des bloß mittelbaren (Mit-)Erwerbs von deutschen Tochtergesellschaften eines ausländischen Unternehmens unverhältnismäßig. Hier wäre es wünschenswert, eine entsprechende Klarstellung in das deutsche Recht aufzunehmen, welche die Unwirksamkeitsfolge nur auf den Erwerb einer deutschen Zielgesellschaft beschränkt und nicht etwaige ggf. vorgeschaltete unmittelbare und mittelbare Erwerbe ausländischer Gesellschaften erstreckt.

4.4 Umstrukturierungen/Ausnahmetatbestände

Es wäre ferner wünschenswert, bezüglich der praxisrelevanten und bislang in der Rechtsliteratur kontrovers diskutierten Konstellation der rein konzerninternen „Umhängungen und Restrukturierungen“ Rechtsklarheit durch eine Klarstellung des Anwendungsbereiches der §§ 55 ff. AWV zu schaffen. Soweit es in diesen Fällen nicht zu einer relevanten Veränderung der Kontroll- und Einflussverhältnisse unionsfremder Unternehmen innerhalb des Konzerns kommt, berührt ein solcher Erwerb bzw. eine solche Beteiligung letztlich nicht den Regelungszweck des Investitionsprüfregimes und sollten daher auch nicht unter den Anwendungsbereich der Prüfung fallen.

Denkbar wäre insoweit die Schaffung einer ausdrücklichen Ausnahmeregelung, die klarstellt, dass kein Erwerb vorliegt, soweit bei einer rein konzerninternen Umstrukturierung unionsfremden Unternehmen keine neuen oder erweiterten Einfluss- und Kontrollmöglichkeiten entstehen.

4.5 Vereinfachte Verfahren

Die Novellierung der AWV könnte ebenfalls dazu genutzt werden, für bestimmte Erwerbsvorhaben vereinfachte Verfahren vorzusehen (Stichwort „Short-Track“ bzw. „Short-Form-Process“) mit standardisierten Dokumenten bzw. Fragekatalogen, die dazu beitragen könnten, die Prüfung von Erwerbsvorhaben in der Praxis weiter zu beschleunigen.

4.6 Leitlinien

Über die bereits auf den Webseiten des BMWi vorhandenen FAQ, wäre aus Sicht des BVK ferner daran zu denken, dass das BMWi Leitlinien herausgibt, die zwar die Bestimmungen des AWG und der AWV nicht ersetzen bzw. ändern können, jedoch zur Konkretisierung und zum besseren Verständnis auf Seiten der Wirtschaftsbeteiligten beitragen könnten.

4.7 Übergangsregelung

Der Referentenentwurf für die 17. AWV-Novelle enthält keine Übergangsregelungen für laufende Transaktionen oder laufende Prüfverfahren. Der BVK regt insoweit an, für nach § 56 AWV-RefE zu meldende Erwerbsvorhaben, die zum Zeitpunkt des Inkrafttretens der 17. Änderungsverordnung bereits *gesigned*, jedoch noch nicht *geclosed* sind, eine Übergangsregelung zu schaffen.

Unter Mitarbeit von Daniel Wiedmann, Associated Partner und Rechtsanwalt bei POELLATH und Marian Niestedt, Partner und Rechtsanwalt bei Graf von Westphalen

Ulrike Hinrichs
Geschäftsführendes
Vorstandsmitglied

Dr. Andreas Rodin
Vorsitzender Rechtsbeirat

Venture Capital Marktstudie 2020

Finanzierung von Startups mit Venture Capital und deren Bewertung in der gelebten Praxis

Editorial

Startups sind ein wichtiger Motor für Innovation und Wachstum der Volkswirtschaft. Risikokapital ist der Treibstoff, der die Startups voranbringt sowie der Leidenschaft und Leistungsfähigkeit von Gründern, Managern und Mitarbeitern den notwendigen Raum zur Entfaltung gibt. Das Finanzökosystem prägt damit entscheidend die Entwicklung der Startups. Dabei sind vielschichtige Netzwerke und Erfahrungen der handelnden Personen im Ökosystem wesentlich für den Erfolg, jedoch ist die Transparenz über die privatrechtlichen Vereinbarungen zwischen den Parteien gering.

Die vorliegende Marktstudie schließt hier eine wesentliche Lücke für Deutschland, so wie dies in ähnlicher Weise in anderen führenden Regionen der Welt länger schon regelmäßig erfasst und veröffentlicht wird. Neben den bekannten Statistiken zum (Corporate) Venture Capital-Markt über z.B. Deal Volumina geht es in der vorliegenden Studie um die konkrete Ausgestaltung von Start-up-Finanzierungen in nicht öffentlich bekannten Verträgen sowie die damit einhergehende Bestimmung der Unternehmensbewertung.

Aufgrund einer breiten und tiefen Befragung der Investoren wird mit dieser Marktstudie eine einzigartige Datenbasis für Deutschland geschaffen, welche ein Stück weit Transparenz über die vertraulichen Details von Start-Up-Finanzierungen herstellt. Dies ermöglicht ein Benchmarking, welches wiederum Entscheidungshilfen für alle Parteien innerhalb des Transaktionsprozesses gibt.

Die interdisziplinäre Brücke zwischen der Bewertungspraxis und der rechtlichen Ausgestaltung von Finanzierungsrunden in Beteiligungsverträgen erlaubt zudem Rückschlüsse auf die Verhandlungsprozesse und deren Motivationen. Diese Erkenntnisse führen damit zu einer verbesserten Effizienz und Effektivität des Finanzierungsprozesses. Risikokapitalgeber können gemeinsam mit Gründern und Managern transparenter und somit besser zum Erfolg der Startups und deren Finanzökosystems beitragen.

Wir wünschen Ihnen eine erkenntnisreiche Lektüre und freue uns über jede Anregung auch für künftige Studien.

Ihre

Prof. Dr. Dirk **Honold**
TECHNISCHE HOCHSCHULE NÜRNBERG GEORG SIMON OHM

Patrick **Hümmer**
VENTURY ANALYTICS

Enrico **Reiche**
pwc

Gerhard **Wacker**
pwc

A Executive Summary

B Kernthesen

B.1 Finanzierungsrunden und deren vertragliche Ausgestaltung
B.2 Bewertung von Startups
B.3 Sonderfragen zu COVID-19

C Weitere Thesen

C.1 Allgemeiner Teil
C.2 Finanzierungsrunden und deren vertragliche Ausgestaltung
C.3 Bewertung von Startups
C.4 Sonderfragen zu COVID-19

D Anhang: Weiterführende Fragestellungen

E Ihre Ansprechpartner

A

Executive Summary

Executive Summary

Für die Marktstudie haben in Kooperation Prof. Dr. Dirk Honold (Technische Hochschule Nürnberg), Ventury Analytics GmbH und PwC deutsche und ausländische Investoren von Startups, im Sommer 2020 befragt, die sich bei ihrer Investitionsstrategie auf den deutschen Markt fokussieren oder Deals in Deutschland getätigt haben. Über die insgesamt 113 Fragen hinweg haben sich in der Spitze 74 Investoren an der Studie beteiligt.

Insgesamt wurden fast 50% klassische Risikokapitalgeber (VC), mehr als 20% industrielle Risikokapitalgeber (CVCs) und mehr als 10% (halb)öffentliche Investoren in typischer Struktur und Anlagedauer erfasst. Der Investitionsschwerpunkt liegt dabei überwiegend auf B2B Geschäftsmodellen mit Schwerpunkt auf SaaS, Softwareentwicklung und Industrie 4.0.

Dabei werden über 400 Deals jährlich von den teilnehmenden VCs i.d.R. mit klassischem Eigenkapital finanziert, wobei die Hälfte der Fonds im Schnitt nur in ein Unternehmen bis zu 5 Mio. Euro und nur ¼ mehr als 15 Mio. Euro investiert, davon nur ein CVC. Auf Ebene der Finanzierungsrunden sind es sogar weniger als 10%, die Investments über 15 Mio. Euro tätigen. Das durch die Studie abgedeckte Gesamtinvestmentvolumen beträgt rechnerisch über 2 Mrd. Euro pro Jahr.

Executive Summary – Finanzierungsrunden und deren vertragliche Ausgestaltung

1.1

Über 70% der Teilnehmer gaben an, dass der letztendlich erzielte Unternehmenspreis neben Skalierungspotential und Markttrends auch stark vom Verhandlungsprozess abhängt. Hier haben Gründer offenbar die Chance zu gestalten!

1.2

Der Anteil an Mitarbeiterbeteiligungen (ESOP) beträgt überwiegend 6-10% am Gesamtkapital (bezogen auf: fully diluted, post money), wobei sich der Ausübungspreis meist an dem Anteilspreis der letzten Finanzierungsrunde orientiert, und in Early Stage Phasen 20% der Teilnehmer angaben, sich am Nennwert zu orientieren.

1.3

In fast 50% der Early Stage Deals werden nicht anrechenbare (participating) Liquidationspräferenzen vereinbart, die bei ca. 1/3 der Unternehmen zum Ausgleich für höhere Unternehmens-bewertungen genutzt werden. Insofern sind Unternehmensbewertungen unbedingt immer auch im Kontext der vertraglichen Grundlagen einzuordnen.

1.4

Die Full Ratchet Anti-Dilution (im Gegensatz zu Weighted Average Anti-Dilution) wird bei knapp ¼ der Investoren im Early Stage vereinbart, wobei sie dann nur in ca. 60% der Fälle durchgesetzt wird, die überwiegend vereinbarte Weighted Average Anti-Dilution hingegen zu ca. 75%.

Executive Summary – Bewertung von Startups

2.1

Die Ziel-Anteils-Quote der Investoren ist 10% - 24,9%, wobei über 80% Nachinvestments zum Erhalt der Beteiligungsquote in den Folgerunden einplanen. Durch Syndizierung liegt der Anteil am Finanzierungsvolumen eines Investors sowohl bei Erst- als auch Folgeinvestments unter 50%.

2.2

Bei Early Stage Investments wird bei Unternehmens-bewertungen am meisten auf die eigene Erfahrung der Investoren zurückgegriffen, gefolgt von verschiedenen Multiple-Ansätzen und der VC-Methode. DCF-Verfahren gewinnen erst in der Later Stage an Bedeutung.

2.3

Der Geschäftsplan wird von fast 1/3 der Investoren angepasst und ein niedri-gerer Diskontsatz verwendet, wobei die Festlegung des Diskontsatzes zu ca. 80% auf eigener Erfahrung des Investors basiert. Risikoaspekte werden am häufigsten nach Markt- und Managementkriterien bei der Festlegung des Diskontsatzes einbezogen.

2.4

Der erwartete IRR bezogen auf das Portfolio liegt zwischen 32% p.a. für Early Stage und 21% p.a. für Later Stage (im Mittelwert), das erwartete Multiple im Mittelwert zw. 5,9 für Early Stage und 3,2 für Later Stage.

Executive Summary – Sonderfragen zu COVID-19

3.1

In fast 50% der Deals wurden im Zuge der COVID-19 Krise nach erfolgtem Signing und vor Closing nachträglich entweder die Bewertung angepasst oder Terms verändert.

3.2

Erweiterter Finanzierungs-bedarf wird bei 3/4 der Unternehmen gesehen, wobei 55% der Investoren eine Co-Finanzierung aus staatlichen Mitteln befürworten, jedoch ca. 2/3 nicht auf die Verfügbarkeit von Staatshilfe warten.

3.3

Mehr als ¾ der Investoren geben an, dass die COVID-19 Krise eher zu sinkenden Bewertungen führt. 92% der Investoren wollen vereinbarte Anti-Dilution-Rechte im Falle einer Down Round aufgrund der COVID-19 Krise zu Lasten der Gründer durchsetzen.

Testimonials

„Die Studie spiegelt den aktuellen VC Markt, in dem nur wenige Investoren größere Finanzierungsvolumen anbieten. Zur Verteidigung der europäischen Souveränität und der Prosperität braucht es mehr Unterstützung für Start-Ups. Gerade die Innovationskraft der Start-Ups muss durch deren erweiterten Aufbau und großvolumigere Finanzierungen gestärkt werden.“

Klaus Hommels (Chairman und Founder | Lakestar)

„Neben Kompetenz sind auch langjährige Erfahrung und umfangreiche Netzwerke der Venture Capital Geber maßgeblich für den Erfolg der Unternehmensbeteiligung. Die Studie bestätigt die große Bedeutung dieser Faktoren und unterstützt in bester Weise mit der hergestellten Transparenz die Entscheidungsfindung zur besseren Ausgestaltung von Beteiligungsverträgen.“

Stefan Fischer (Managing Partner (Finance) | TVM Capital Life Science)

„Die Bedeutung von Corporate Investoren steigt kontinuierlich an, mittlerweile findet jede vierte Venture Capital Transaktion mit Corporate-Beteiligung statt. Die in der Studie ermittelten Deal Terms der meisten Corporate Investoren zeigen eine hohe Kongruenz mit denen von reinen Finanzinvestoren, was auch den hohen Grad der Professionalisierung von Corporate Investoren unterstreicht.“

Dr. Bernhard Mohr (Managing Director | Evonik Venture Capital GmbH)

B

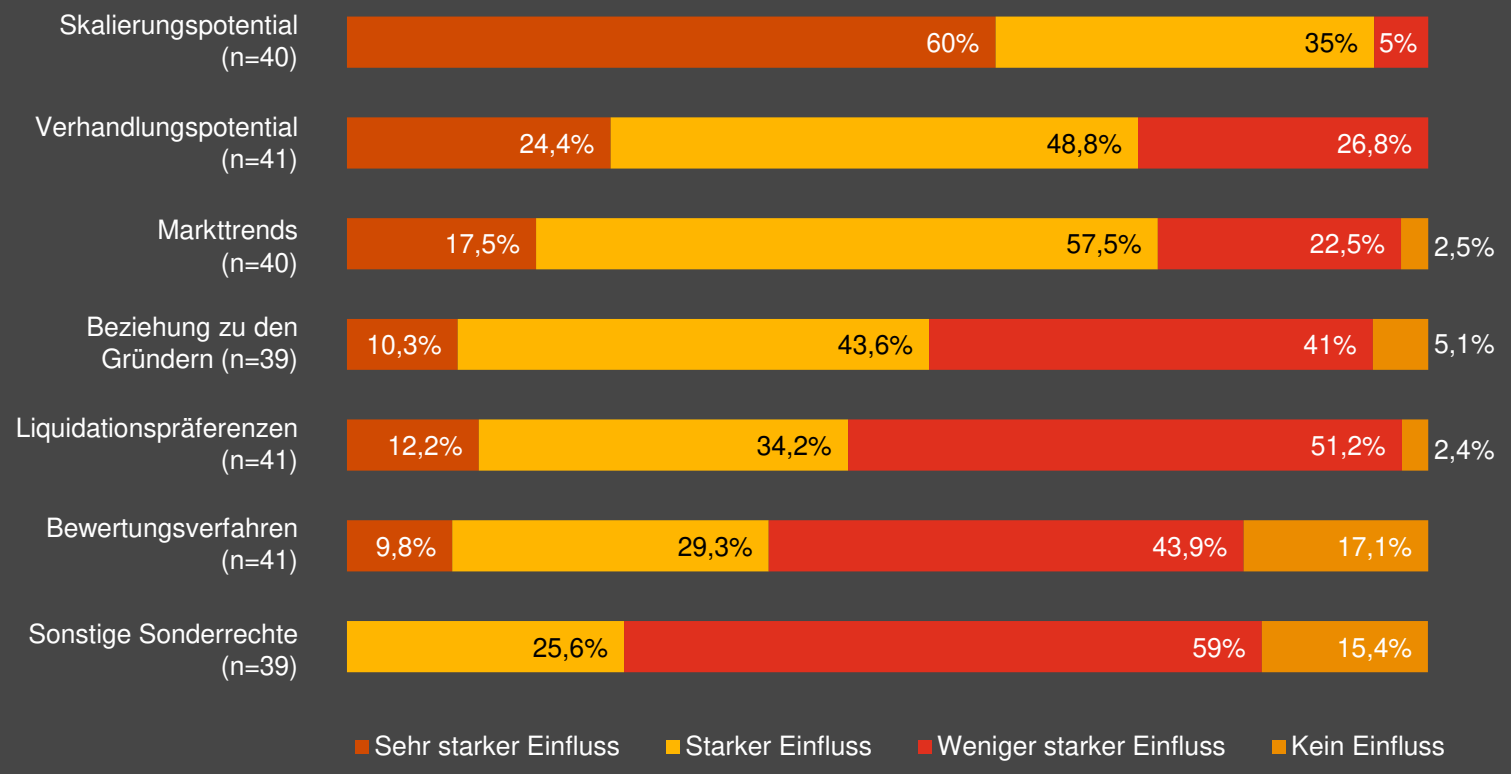
Kernthesen

Kernthesen – Finanzierungs-runden und deren vertragliche Ausgestaltung

1.1

Über 70% der Teilnehmer gaben an, dass der letztendlich erzielte Unternehmenspreis neben Skalierungspotential und Markttrends auch stark vom Verhandlungsprozess abhängt. Hier haben Gründer offenbar die Chance zu gestalten!

Welchen Einfluss haben folgende Kriterien auf den letztendlich bezahlten Unternehmenspreis? (Häufigkeit in %)



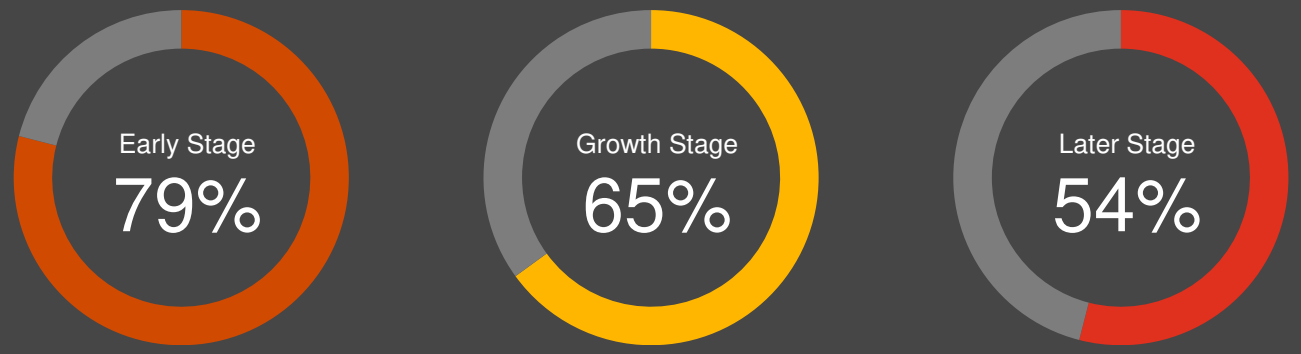
*Weitere Informationen zu Liquidationspräferenzen siehe S.65ff

Kernthesen – Finanzierungs-runden und deren vertragliche Ausgestaltung

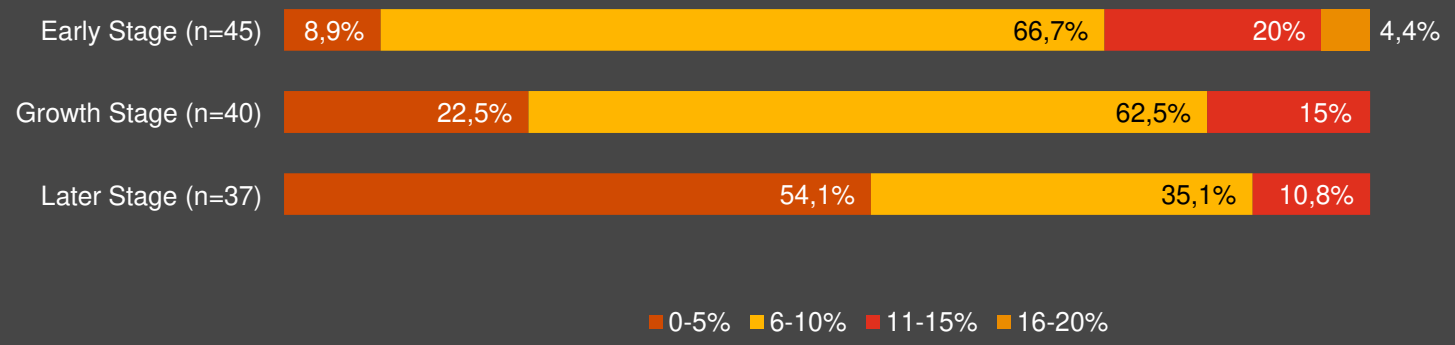
1.2

Der Anteil an Mitarbeiterbeteiligungen (ESOP*) beträgt überwiegend 6-10% am Gesamtkapital (fully diluted, post money) …

In wieviel % der Fälle vereinbaren / erwarten Sie ESOPs, wenn Sie in ein neues Unternehmen investieren? (Mittelwert, n=48)



Was ist die durchschnittliche Größe (non-allocated; fully diluted post round), die Sie für ESOP im Unternehmen erwarten / vorsehen? (Häufigkeit in %)



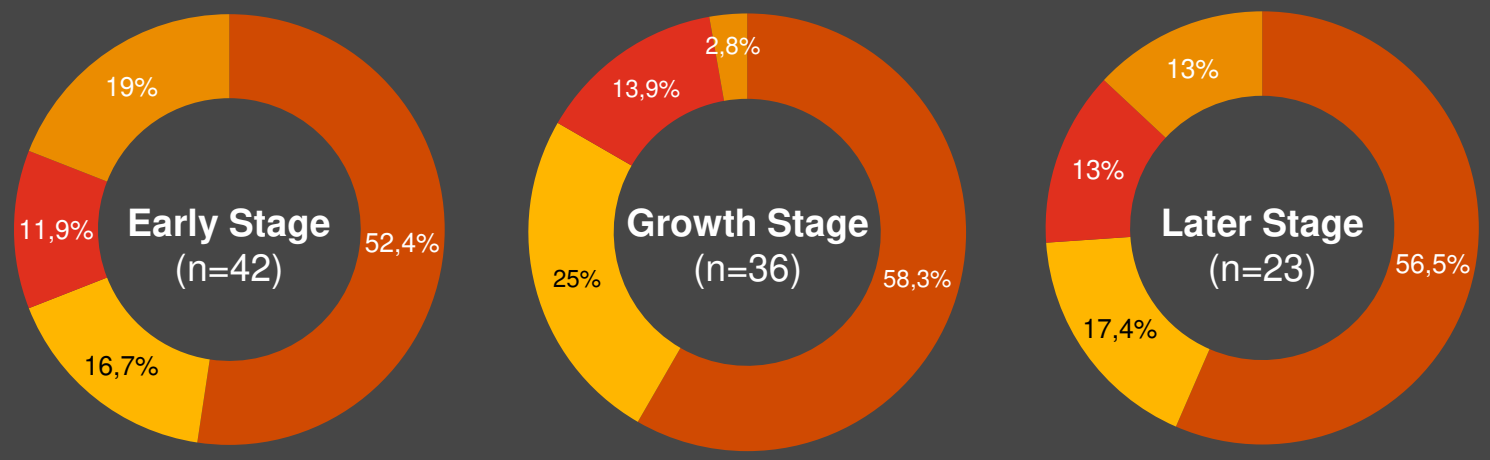
*ESOP: Employee Stock Option Plans

Kernthesen – Finanzierungs-runden und deren vertragliche Ausgestaltung

1.2

… wobei sich der Ausübungspreis meist an dem Anteilspreis der letzten Finanzierungsrunde orientiert, und in Early Stage Phasen 20% der Teilnehmer angaben, sich am Nennwert zu orientieren.

Gehen Sie von der Vereinbarung von Strike Preisen für die Ausgabe von Mitarbeiter-beteiligungen aus und wenn ja, woran sollen sich die Strike Preisen orientieren?



- Preis pro Anteil letzte Finanzierungsrunde
- Angenommene aktuelle Bewertung von Stammanteilen
- Preis pro Anteil letzte Finanzierungsrunde abzüglich Discount
- Nennwert oder kein Strike Preis

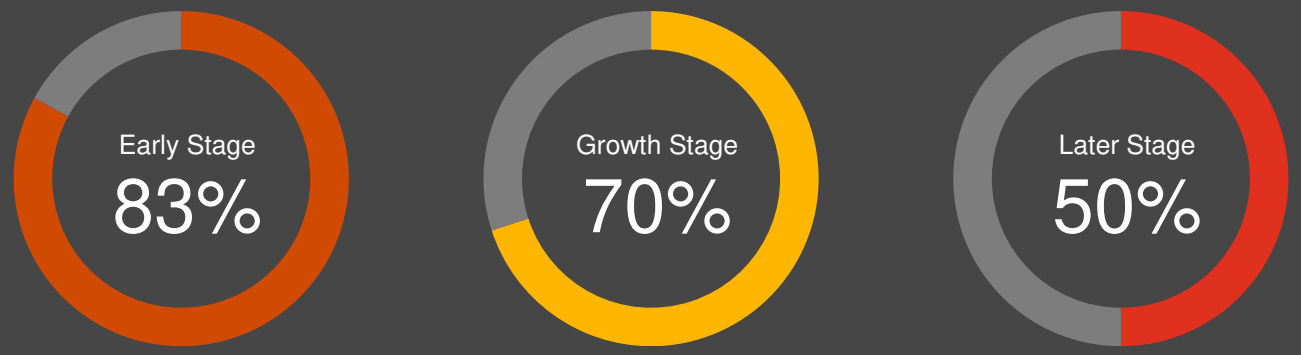
*ESOP: Employee Stock Option Plans

Kernthesen – Finanzierungs-runden und deren vertragliche Ausgestaltung

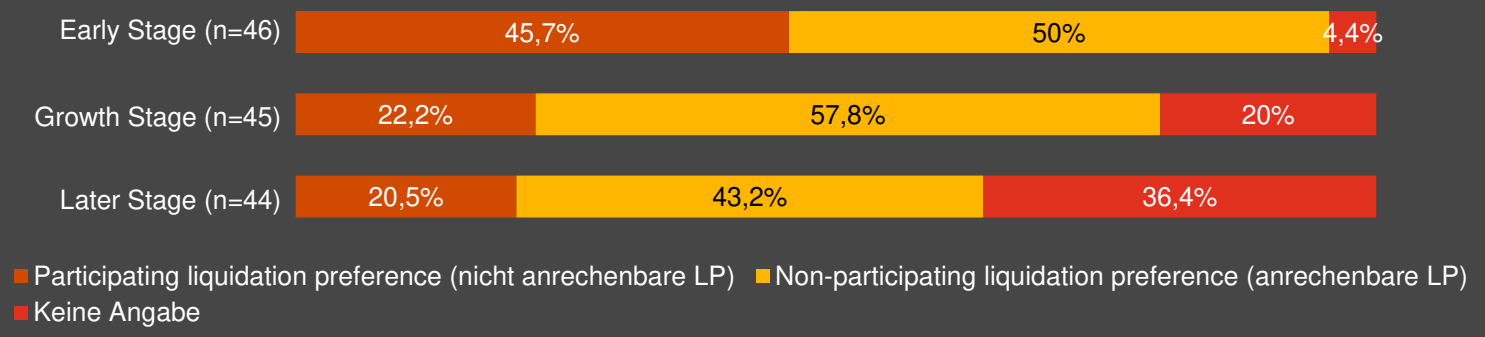
1.3

In fast 50% der Early Stage Deals werden nicht anrechenbare (participating) Liquidationspräferenzen vereinbart, die bei ca. 1/3 der Unternehmen zum Ausgleich für höhere Unternehmensbewertungen genutzt werden. Insofern sind Unternehmens-bewertungen unbedingt immer auch im Kontext der vertraglichen Grundlagen einzuordnen.*

Mit welcher Häufigkeit vereinbaren Sie Liquidationspräferenzen, wenn Sie in ein neues Unternehmen investieren? (Mittelwert, n=54)



Welche Art von Liquidationspräferenzen vereinbaren Sie in den verschiedenen Phasen? (Häufigkeit in %)



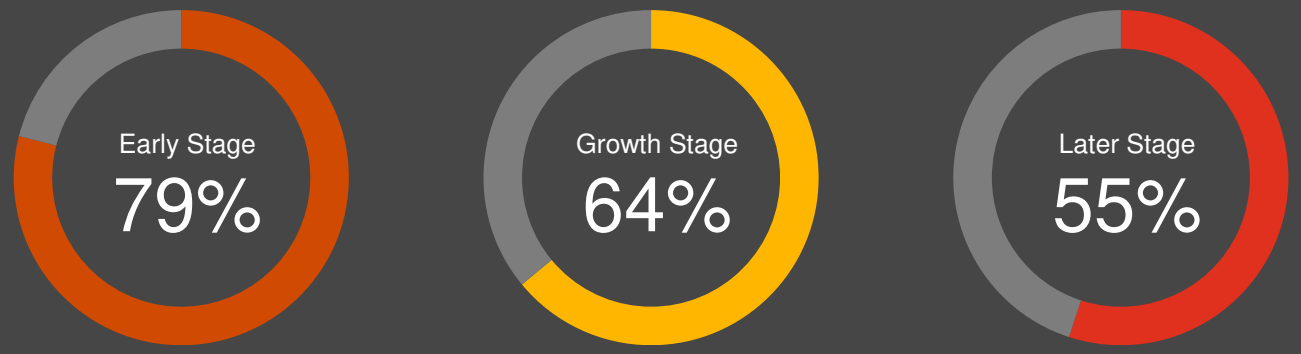
*Weitere Informationen zu Liquidationspräferenzen siehe S.65ff

Kernthesen – Finanzierungs-runden und deren vertragliche Ausgestaltung

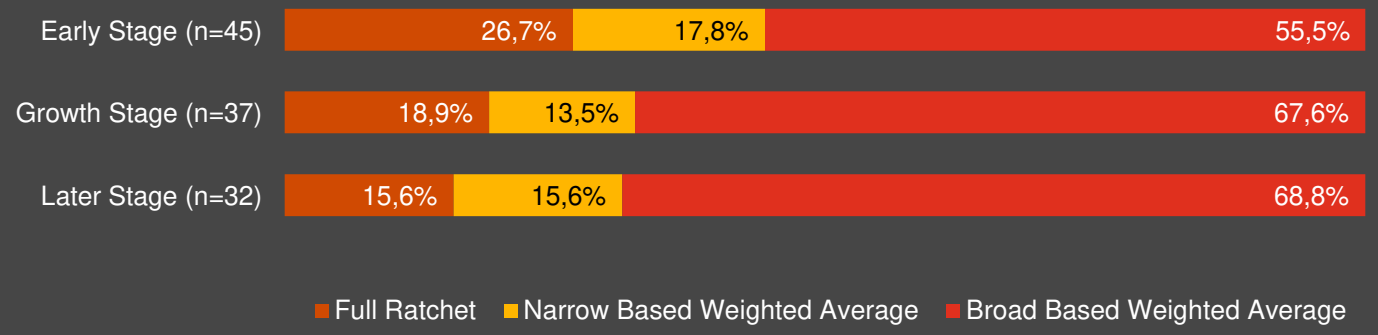
1.4

Die Full Ratchet Anti-Dilution (im Gegensatz zu Weighted Average Anti-Dilution) wird bei mehr als 1/4 der Investoren im Early Stage vereinbart, wobei sie dann nur in ca. 60% der Fälle durchgesetzt wird, die überwiegend vereinbarte Weighted Average Anti-Dilution hingegen zu ca. 75%.*

Mit welcher Häufigkeit vereinbaren Sie Anti-Dilution-Klauseln, wenn Sie in ein neues Portfolio Unternehmen investieren? (Mittelwert, n=52)



Welche Art von Anti-Dilution Klauseln verwenden Sie überwiegend? (Häufigkeit in %)



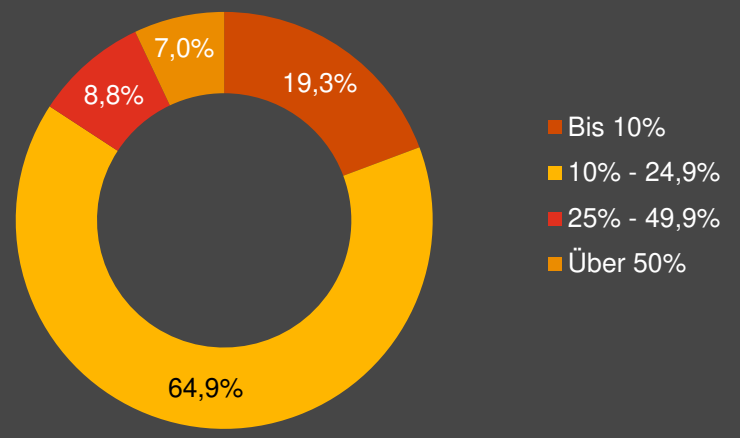
*Weitere Informationen zu Anti-Dilution Klauseln siehe S.43 und S.68

Kernthesen – Bewertung von Startups

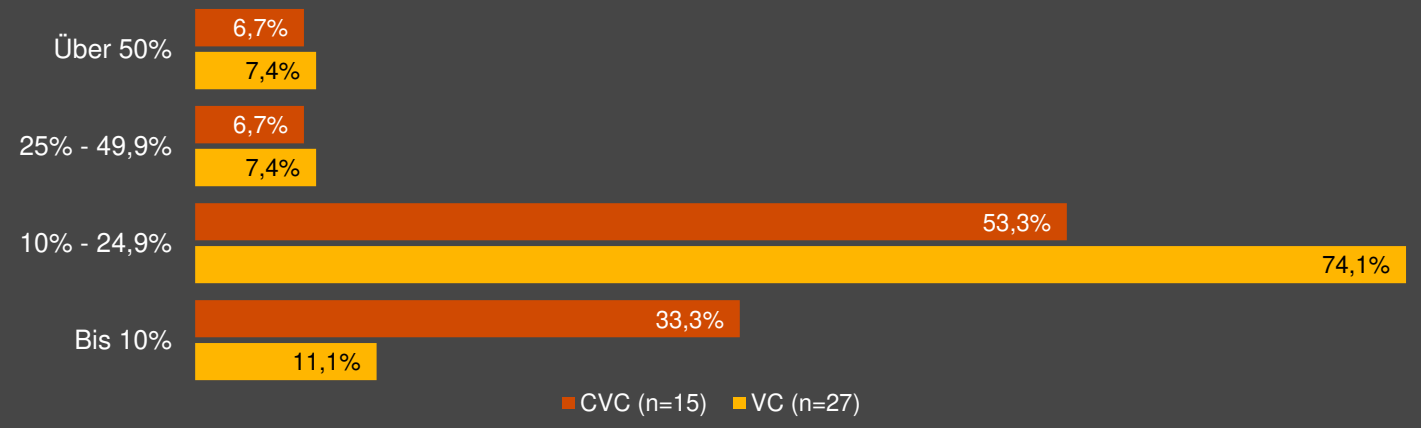
2.1

Die Ziel-Anteilsanteils-Quote der Investoren ist 10%-24,9%, wobei über 80% Nachinvestments zum Erhalt der Beteiligungsquote in den Folgerunden einplanen. Durch Syndizierung liegt der Anteil am Finanzierungsvolumen eines Investors sowohl bei Erst- als auch Folgeinvestments unter 50%. Im Vergleich zu VCs gehen CVCs auch vermehrt Beteiligungen von einer Anteilsquote unter 10% ein.

Welche Ziel-Anteils-Quote am Unternehmen beim Erstinvestment erwarten Sie? (n=57)



Welche Ziel-Anteils-Quote am Unternehmen beim Erstinvestment erwarten Sie? Aufgegliedert nach VC und CVC



Das wurde erkannt

Kernthesen – Bewertung von Startups

Die erwartete Ziel-Anteils-Quote bei einem Erstinvestment beträgt

10% - 24,9%.

Darum ist es Wichtig

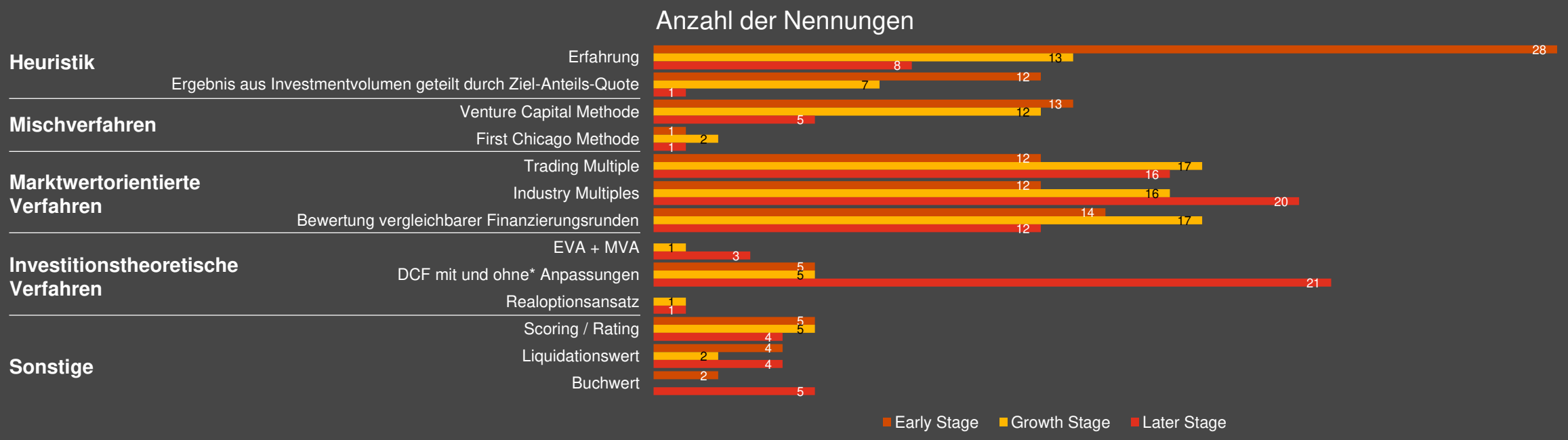
- Durch das verfügbare Finanzierungvolumen der Investoren in der Erstrunde ergeben sich bei der erwarteten Beteiligungsquote implizite Bewertungen des Startups: Marktlogik.
- Diese Marktlogik führt bei den relativ geringvolumigen Investments zu geringen Bewertungen in Deutschland, dem nur mit mehr großvolumigen Kapitalangebot begegnet werden kann. (vgl. Honold et. all in Ballwieser/Hachmeister: Digitalisierung und Unternehmensbewertung, 2019)
- Die Logik ist auf die Folgerunden grundsätzlich übertragbar: Bei einem größeren Gesamt-Finanzierungsvolumen in mehreren Finanzierungsrunden kann dies zu geringen Beteiligungsquoten der Gründer führen, welches deren Motivation belasten kann.

Kernthesen – Bewertung von Startups

2.2

Bei Early Stage Investments wird bei Unternehmensbewertungen am meisten auf die eigene Erfahrung des Investors zurückgegriffen, gefolgt von verschiedenen Multiple-Ansätzen und der VC-Methode; DCF-Verfahren gewinnen erst in der Later Stage an Bedeutung.

Was sind die bevorzugten Bewertungsansätze je Unternehmensphase?



*9 von 21 Teilnehmern spezifizieren "ohne Anpassungen" im Later Stage Bereich. Weitere Informationen zu Erfahrung siehe S.78

Das wurde erkannt

Kernthesen – Bewertung von Startups

Erfahrung ist bei Bewertungen von Startups vor allem bei Early-Stage-Runden bedeutend: dies gilt insbesondere auch bei der Festlegung des Diskontsatzes.

Darum ist es Wichtig

- Auch mangels verfügbarer Transaktionsdaten werden oft mit Hilfe von Erfahrungswerten die Business Pläne angepasst und entsprechend ein niedrigerer Diskontsatz gewählt, um zu einer Bewertung zu gelangen.
- Bei der Bewertung kann auf externes, gesammeltes Fachwissen zurückgegriffen werden, um Erfahrung für den Erfolg des (Corporate) Venture Capital Fonds zu ergänzen.
- Gerade bei neu gegründeten (Corporate) Venture Capital Fonds kann der fehlende Erfahrungsschatz noch ein erschwerender Faktor sein.*

*Weitere Informationen siehe S. 61

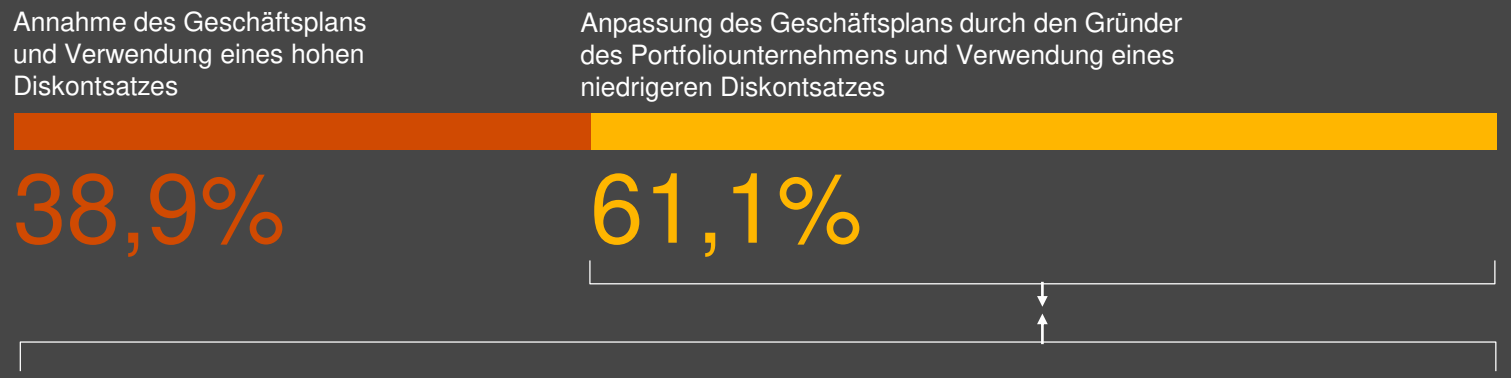
Kernthesen – Bewertung von Startups

2.3

Der Geschäftsplan wird von fast 2/3 der Investoren über die Rechnung verschiedener Szenarien angepasst und ein niedrigerer Diskontsatz verwendet, wobei Erfahrungen zu ca. 80% zur Festlegung des Diskontsatzes dominieren.

Wie bestimmen Sie die geforderte Rendite bzw. den Diskontierungssatz? (n=37) (Häufigkeit in %)

Welchem Modell folgen Sie hauptsächlich? (n=36)



Welches Vorgehen verwenden Sie überwiegend zur Anpassung des Businessplans? (n=22)

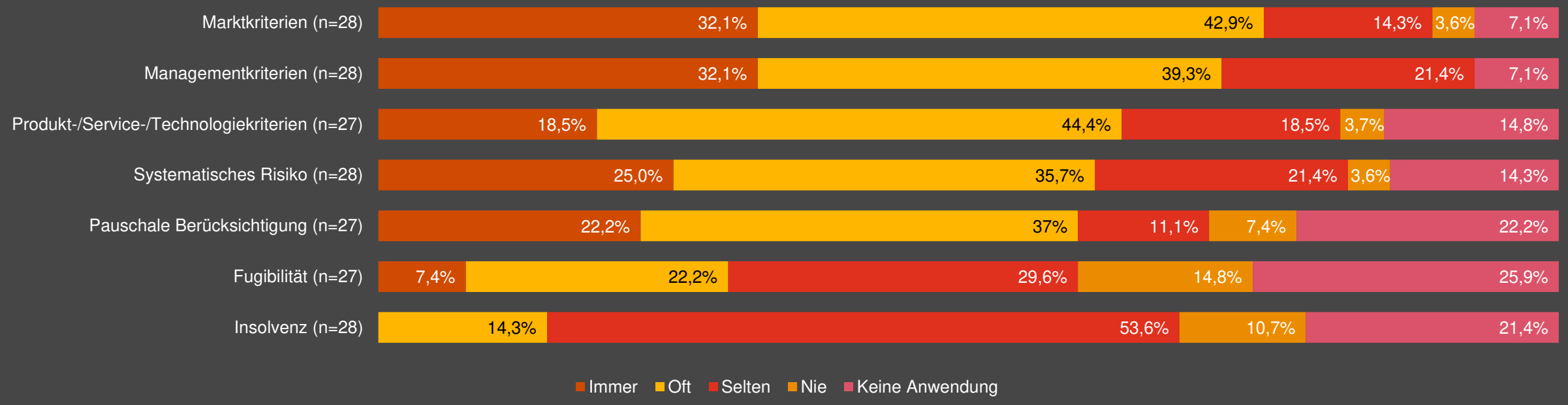
Nachrichtlich – Monte Carlo Simulation 0%

Kernthesen – Bewertung von Startups

2.3

Risikoaspekte werden am häufigsten nach Markt- und Managementkriterien bei der Festlegung des Diskontsatzes aufgenommen, gefolgt von systematischen Risiken bzw. einer pauschalen Berücksichtigung der Risikoaspekte.

Welche Risikoaspekte berücksichtigen Sie üblicherweise bei der Bestimmung der Kapitalkosten / geforderten Rendite / des Diskontierungssatz an?

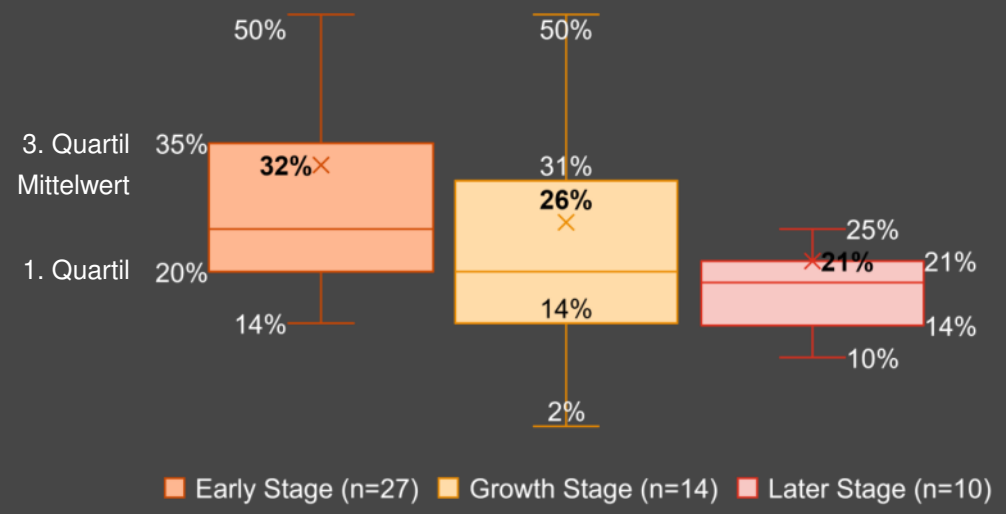


Kernthesen – Bewertung von Startups

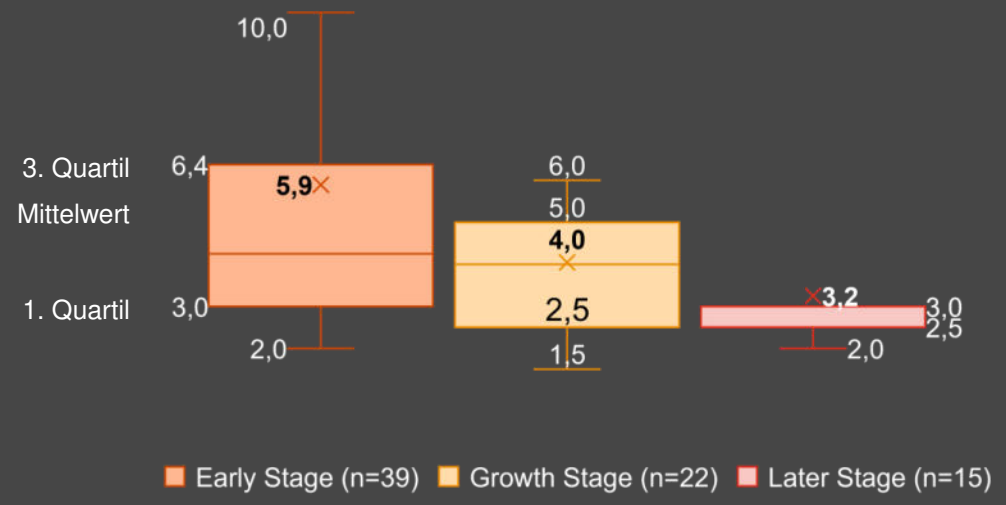
2.4

Der erwartete IRR bezogen auf das Portfolio liegt zwischen 32% p.a. für Early Stage und 21% p.a. für Later Stage (im Mittelwert), das erwartete Multiple im Mittelwert zw. 5,9 für Early Stage und 3,2 für Later Stage.

Wie hoch ist der durchschnittliche erforderliche IRR?



Wie hoch ist das durchschnittliche erwartete Multiple?

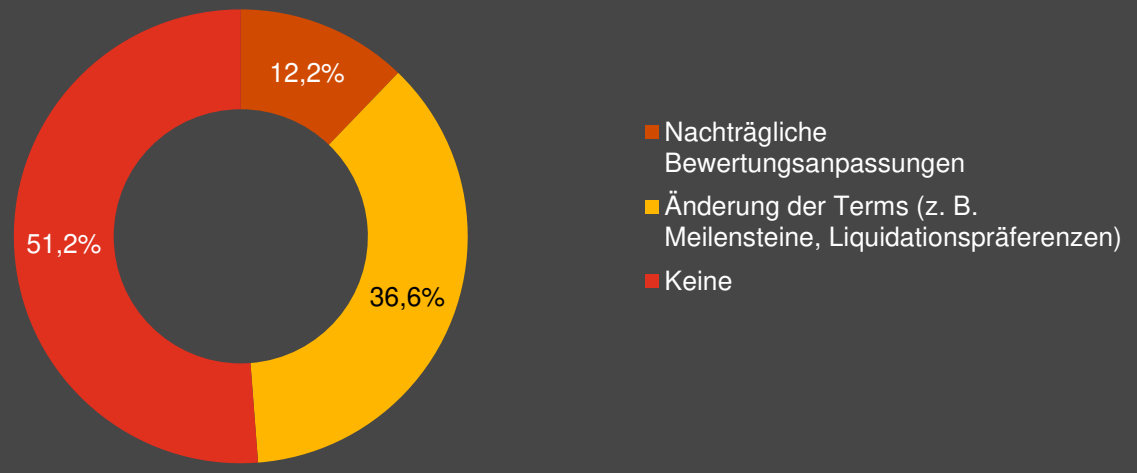


Kernthesen – Sonderfragen zu COVID-19

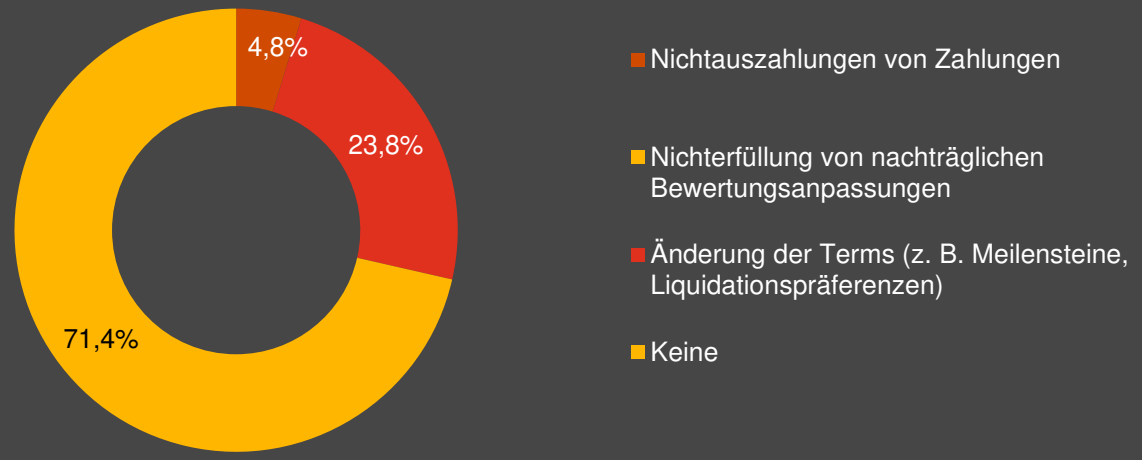
3.1

In fast 50% der Deals wurden im Zuge der COVID-19 Krise nach erfolgtem Signing und vor Closing nachträglich entweder die Bewertung angepasst oder Terms verändert, bei einem 1/4 der Deals sogar noch nach erfolgtem Closing.

Welche Auswirkungen hat die COVID-19 Krise auf Deals, welche vor der Krise unterschrieben und noch nicht abgeschlossen (Closing) wurden? (n=41)



Welche Auswirkungen hat die COVID-19 Krise auf Geschäfte, die bereits vor der Krise abgeschlossen wurden? (n=42)



Kernthesen – Sonderfragen zu COVID-19

3.2

Erweiterter Finanzierungsbedarf wird bei 3/4 der Unternehmen gesehen, wobei 55% der Investoren eine Co-Finanzierung aus staatlichen Mitteln befürworten, jedoch ca. 2/3 nicht auf die Verfügbarkeit von Staatshilfe warten.

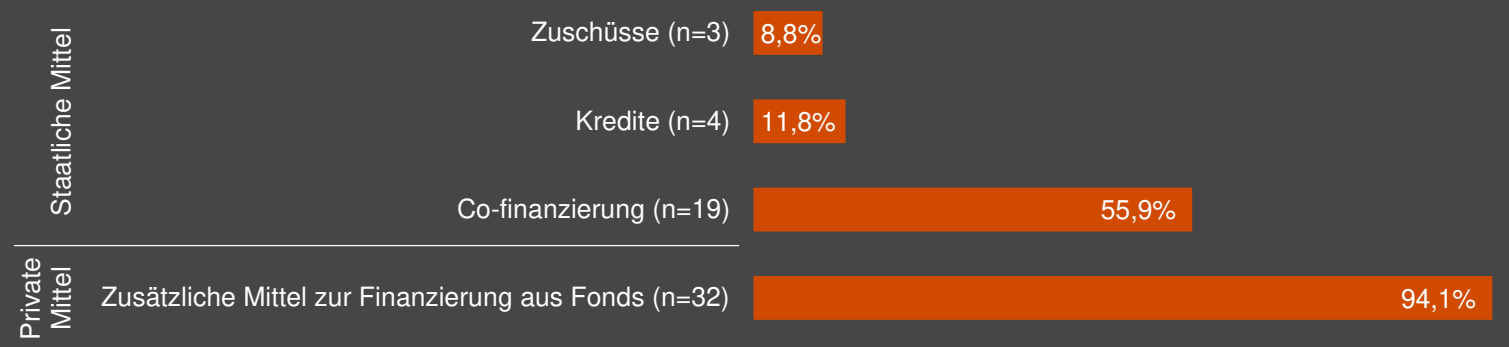
Finanzierungen in der COVID-19 Krise

Haben Sie bereits oder wollen Sie zusätzliche Finanzierungen aufgrund der Corona-Krise durchführen? (n=40)

Warten Sie mit der Umsetzung geplanter Finanzierungsrunden bis zur Verfügbarkeit weiterer staatlicher Mittel (z. B. Matching Funds) oder haben sie dies getan? (n=40)

Ja Nein

Wie soll die Finanzierung erfolgen? (n=34)

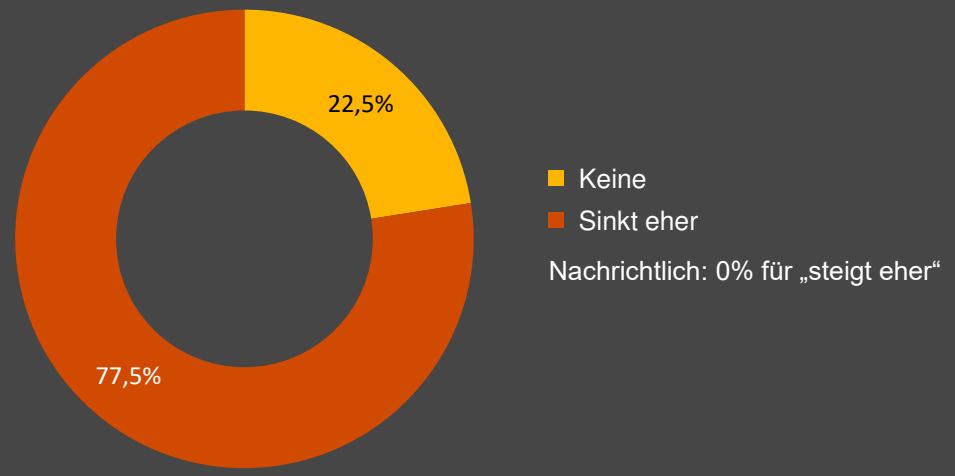


Kernthesen – Sonderfragen zu COVID-19

3.3

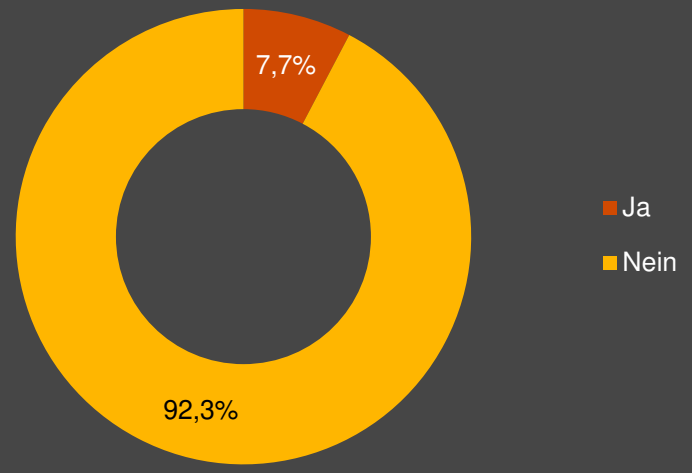
Mehr als 3/4 der Investoren geben an, dass die COVID-19 Krise eher zu sinkenden Bewertungen führt. 92% der Investoren wollen vereinbarte Anti-Dilution-Rechte im Falle einer Down Round aufgrund der COVID-19 Krise zu Lasten der Gründer durchsetzen.

Welche Auswirkungen hat die COVID-19 Krise auf die Bewertung? (n=40)



Nachrichtlich: 0% für „steigt eher“

Planen Sie vereinbarte Anti Dilution Klauseln, im Fall einer Down Round, bei der nächsten Finanzierung, aufgrund der COVID-19 Krise, nur begrenzt umzusetzen? (n=39)



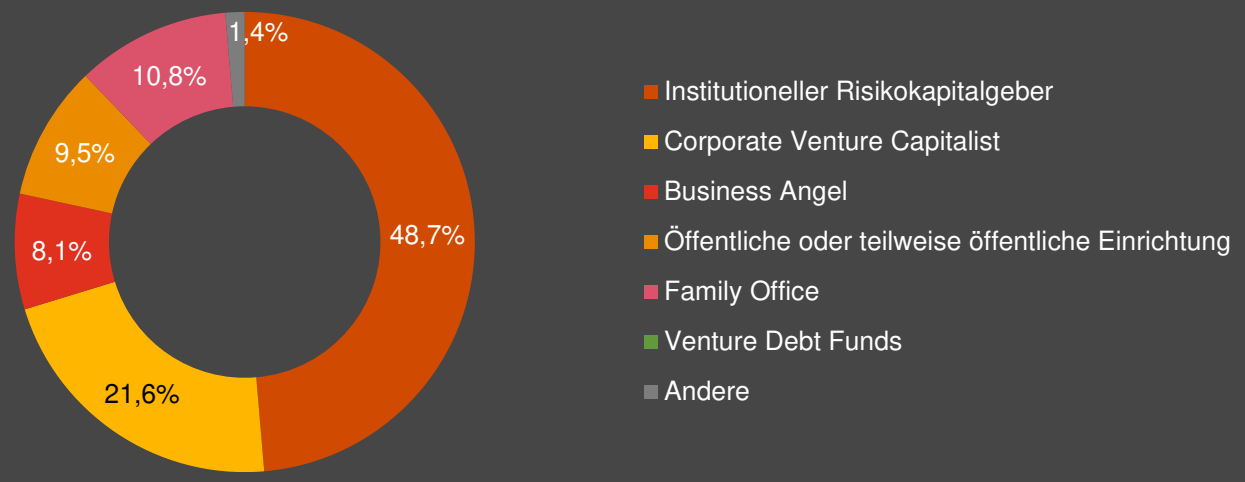
C 1.0 Weitere Thesen

Weitere Thesen – Allgemeiner Teil

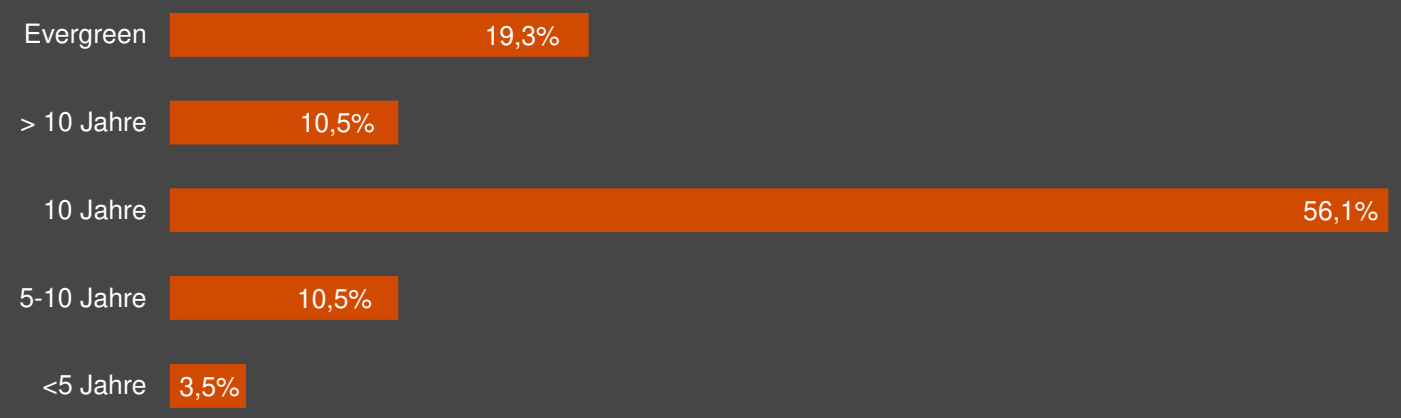
1.1

Die Teilnehmer untergliedern sich in ca. 50% klassische VC, mehr als 20% CVCs und ca. 10% (halb)öffentliche Fonds mit einer durchschnittlichen Laufzeit von mehrheitlich 10 Jahren und Verlängerungsoptionen. Fast 1/5 der Teilnehmer verwalten Evergreen Fonds.*

Was für ein Art von Risikokapitalgeber sind Sie? (n=74)



Was ist die durchschnittliche Laufzeit Ihrer Fonds? (n=57)



*Evergreen Fonds werden Fonds genannt, die keine feste Laufzeit besitzen. Informationen zu Anlagedauer und Verlängerungsoptionen siehe Seite 62.

Weitere Thesen – Allgemeiner Teil

1.2

Insgesamt gaben 60 Teilnehmer an, zusammen 170 Fonds zu halten (=2,83 pro Gesellschaft). 40% der Fonds bewegen sich in einer Größenordnung zwischen 30-100 Mio. Euro, mit einer Tendenz zu unterschiedlichen Fondsgrößen.

Aufteilung der Fondsgrößen unter den Teilnehmern (n=60)

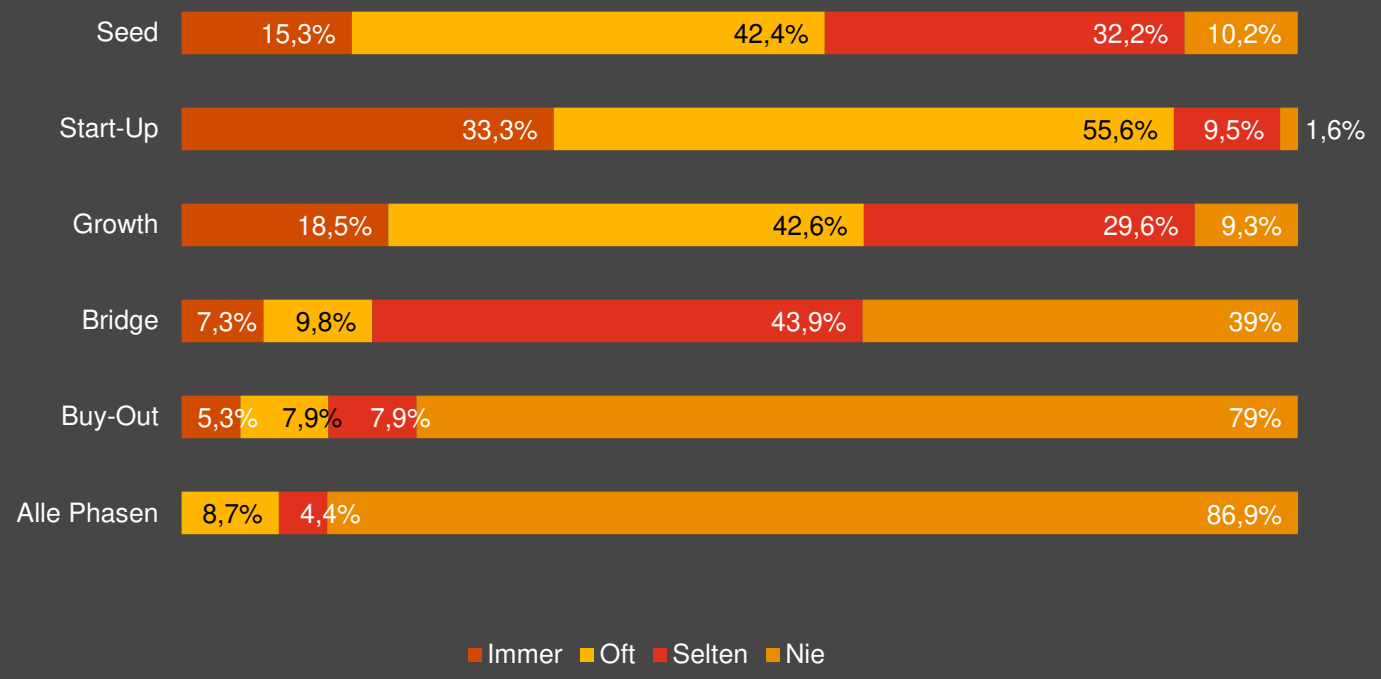
	Anzahl Fonds	
> 200 Mio. Euro	38	→ 22,3%
> 100 - < 200 Mio. Euro	24	→ 14,1%
> 30 Mio. - < 100 Mio. Euro	68	→ 40,0%
< 30 Mio. Euro	40	→ 23,5%

Weitere Thesen – Allgemeiner Teil

1.3

Während die Teilnehmer hauptsächlich in der Start-up Phase investieren, zeigt sich eine abfallende Tendenz bei Seed- sowie Growth-Deals. Kaum ein Fonds investiert über alle Phasen hinweg.

In welcher Unternehmensphase investieren Ihre VC-Fonds hauptsächlich? (n=64) (Häufigkeit in %)



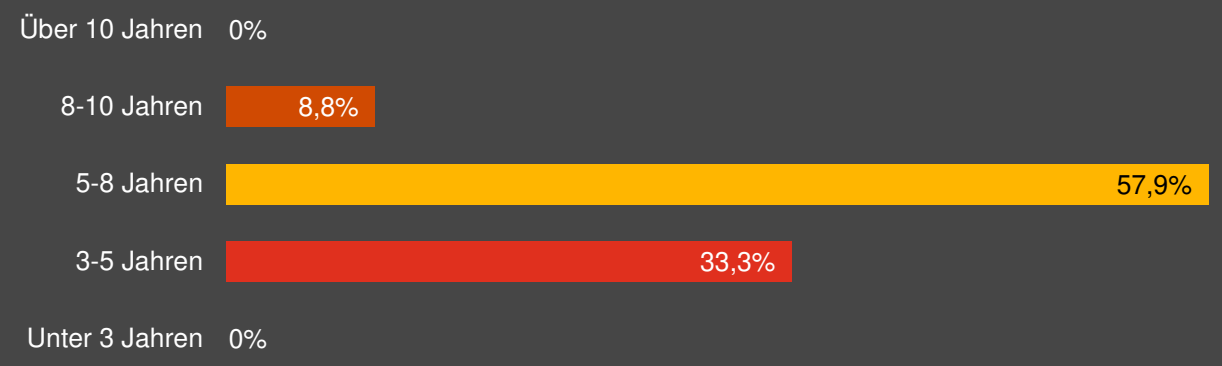
Weitere Informationen zu dem Anlagefokus der Teilnehmer siehe u.a. S. 63

Weitere Thesen – Allgemeiner Teil

1.4

Die Anlagedauer beträgt 5-8 Jahre, und knapp 70% der Investoren vollziehen maximal 5 Deals pro Jahr. „Cherry Picking“ dominiert im Vergleich zu „Spray and Pray“.

Welche Anlagedauer planen Sie durchschnittlich pro Investment ein? (n=57) (Häufigkeit in %)



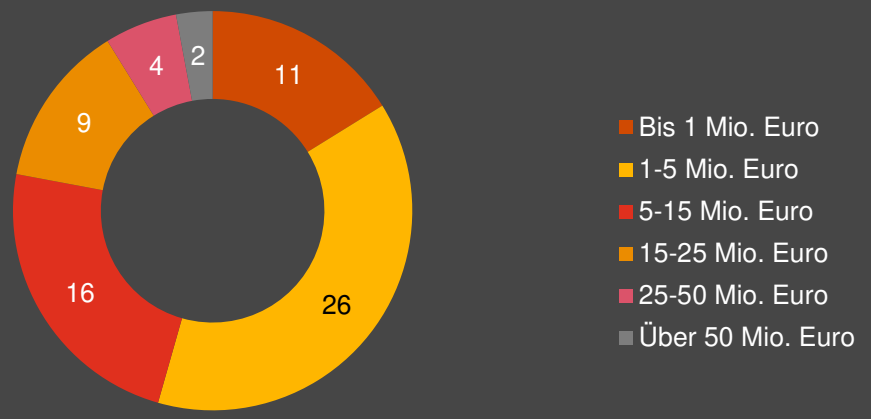
Wie viele Deals schließen Sie pro Jahr ca. ab? (n=56)

Weitere Thesen – Allgemeiner Teil

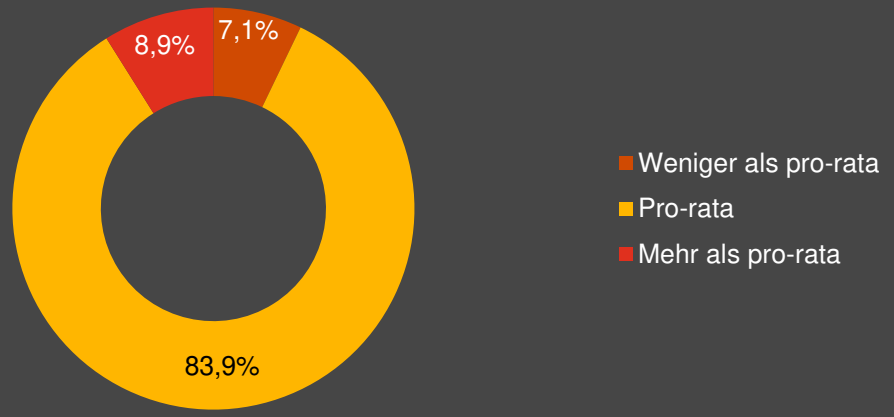
1.5

Die Hälfte der Fonds investiert nur bis zu 5 Mio. Euro und nur 1/4 mehr als 15 Mio. Euro. Dabei planen >80% der Teilnehmer eine Partizipation bei der Folgerunde zum Erhalt der Anteilsquote (pro-rata) ein.

Welches Gesamtfinanzierungsvolumen tätigen Sie in der Regel für ein Portfoliounternehmen? (n=58)*



Welche Partizipation an Folgerunden planen Sie ein? (n=56)



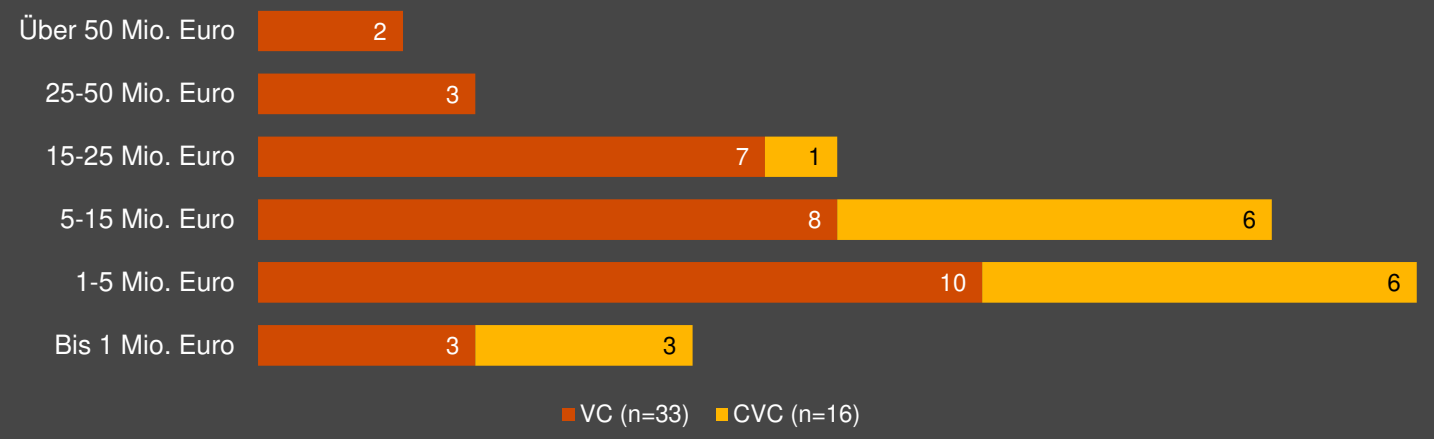
*8 Teilnehmer haben mehrere Antworten ausgewählt, diese hatten überwiegend mehrere Fonds, auch in unterschiedlichen Größen. Daher ist die Anzahl der Antworten 68.

Weitere Thesen – Allgemeiner Teil

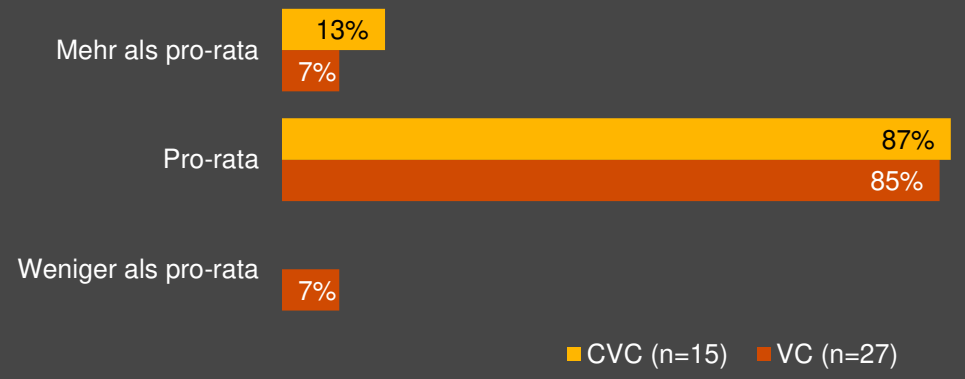
1.6

Betrachtet man die abgegebenen Antworten unterschieden nach institutionellen Risikokapitalgebern (VC) und Corporate Venture Capitalists (CVC), so zeigt sich, dass nur ein CVC Finanzierungen > 15 Mio. Euro je Portfoliounternehmen tätigt.

Welches Gesamtfinanzierungsvolumen tätigen Sie in der Regel für ein Portfoliounternehmen (n=49)



Welche Partizipation an Folgerunden planen Sie ein? (n=42) (Häufigkeit in %)



*8 Teilnehmer haben mehrere Antworten ausgewählt, diese hatten überwiegend mehrere Fonds, auch in unterschiedlichen Größen. Daher ist die Anzahl der Antworten 68.

Das wurde erkannt

Weitere Thesen – Allgemeiner Teil

Nur 1/4 der Fonds investiert mehr als

15 Mio. Euro,

davon nur ein CVC.

Darum ist es Wichtig

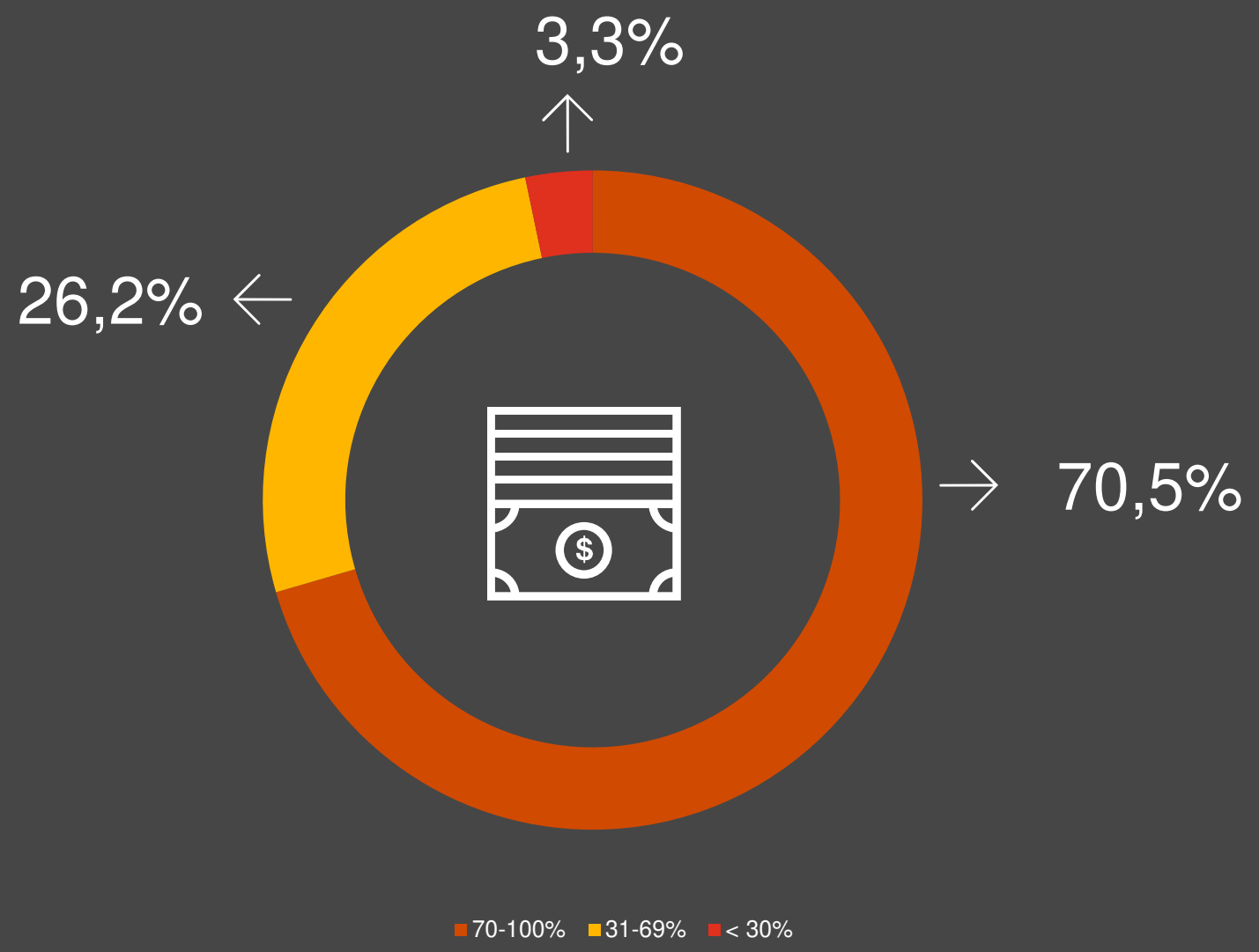
- In Deutschland will die Politik mit dem Zukunftsfonds die Etablierung von mehr großvolumigen VC-Fonds mobilisieren.
- Den umfassenden Maßnahmen des Zukunftsfonds für Co-Investments mit größeren Volumina stehen aktuell nur begrenzt großvolumige VC-Fonds gegenüber.
- Auch für Corporate Venture Capitalists (CVC) sind mehr großvolumige Investments wünschenswert.

Weitere Thesen – Allgemeiner Teil

1.7

Der Investitionsschwerpunkt der Teilnehmer liegt dabei überwiegend auf B2B Geschäftsmodellen. Über 70% investieren zwischen 70-100% ihrer Investments in Portfoliounternehmen mit diesem Fokus.

Auf welche Marktteilnehmer fokussieren sich die Unternehmen, in die Sie investieren, überwiegend? Anteil des Investments (in % bezogen auf B2B) (n=61)

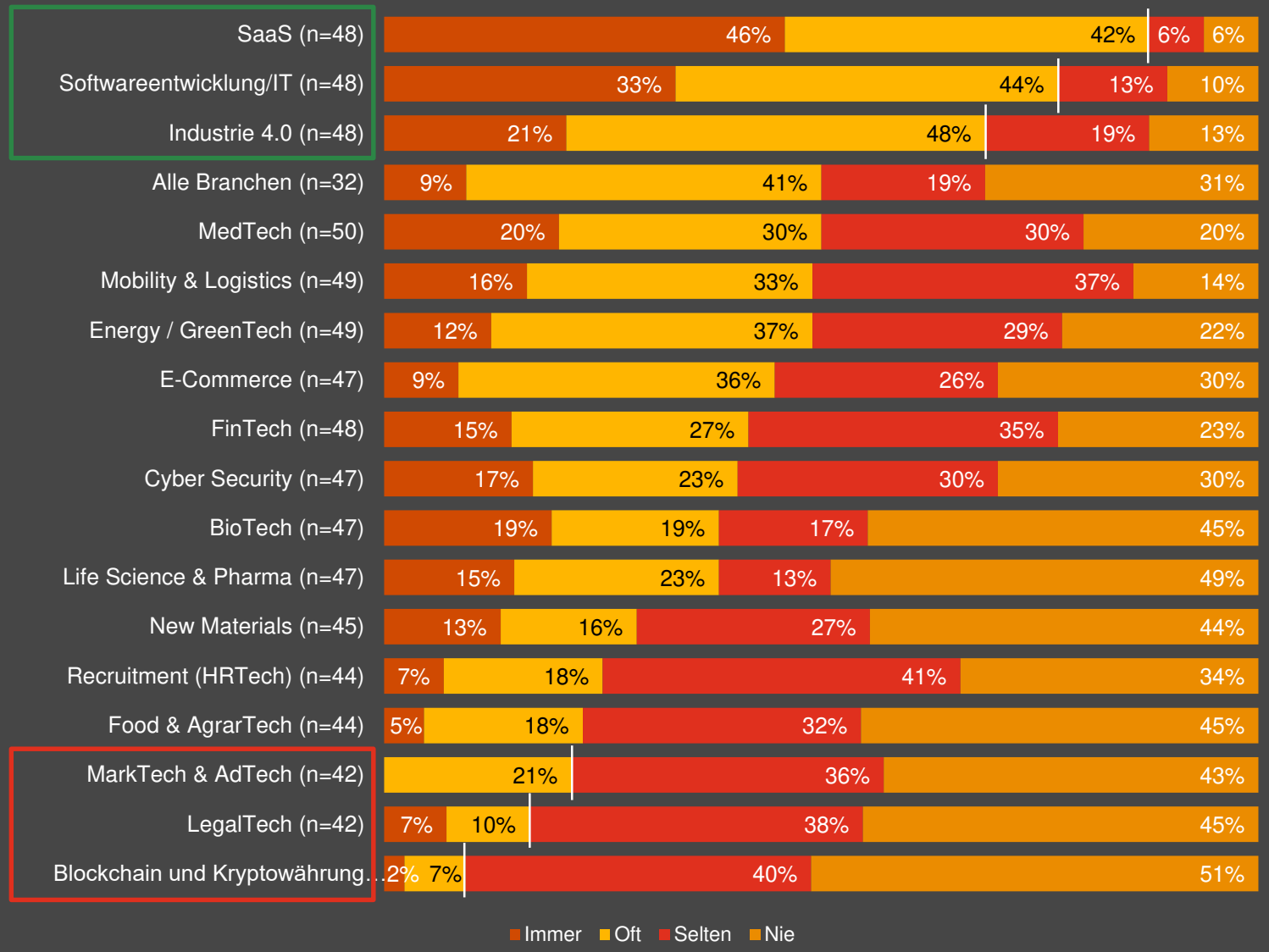


Weitere Thesen – Allgemeiner Teil

1.8

Der Branchenfokus der Teilnehmer ist überwiegend SaaS, Softwareentwicklung und Industrie 4.0, welche von ca. 70-90% adressiert werden, während Life Science/MedTech, BioTech, FinTech, E-Commerce, Energy-/GreenTech, Cyber Security und Mobility & Logistics von 40-50% adressiert werden.

Auf welche Branche fokussieren sich Ihre Fonds? (Häufigkeit in %)

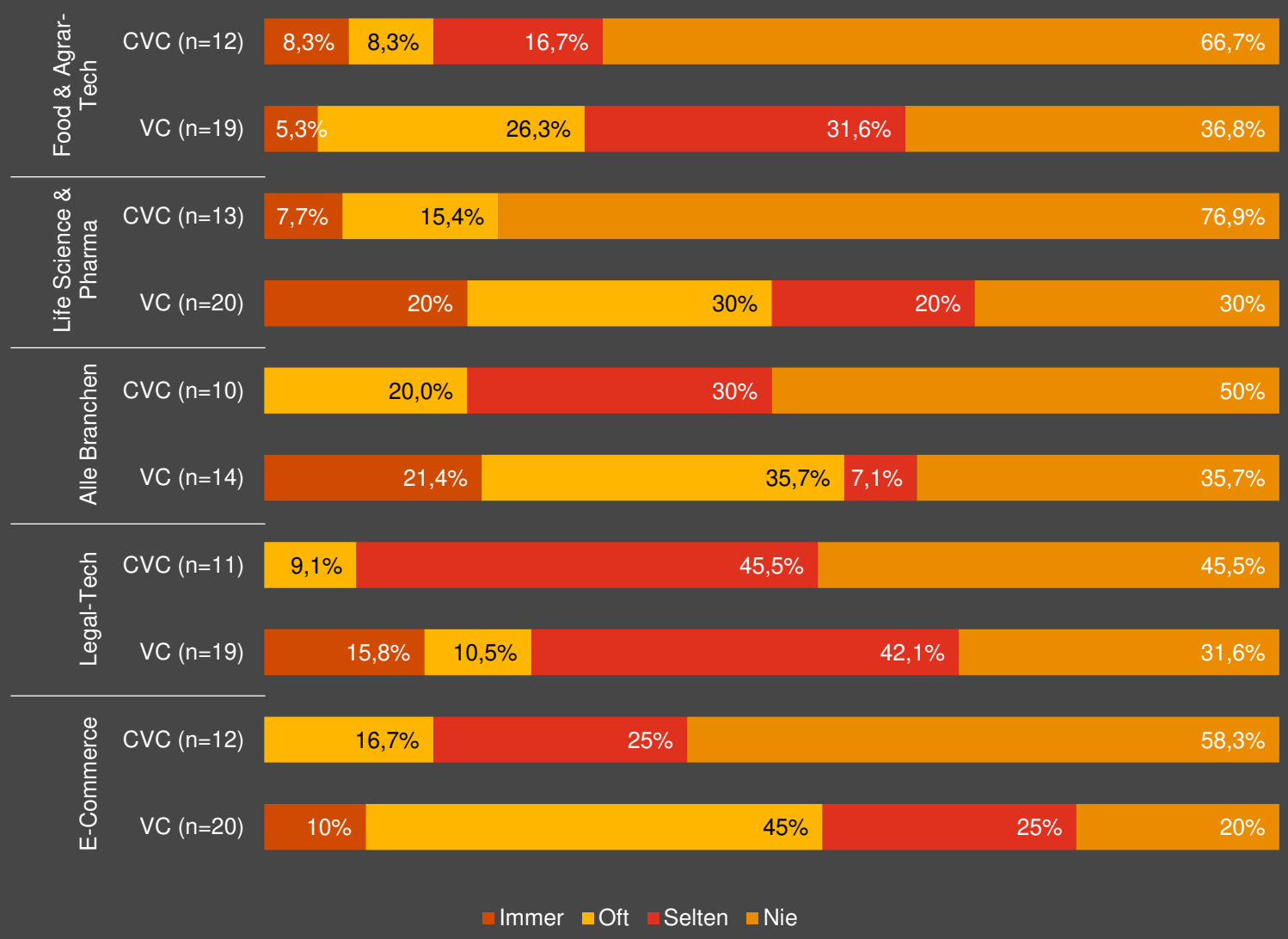


Weitere Thesen – Allgemeiner Teil

1.9

Die größten Unterschiede zwischen VCs und CVCs zeigen sich bei den Branchen E-Commerce, LegalTech, Life Science sowie Food & AgrarTech.

Auf welche Branche fokussieren sich Ihre Fonds?

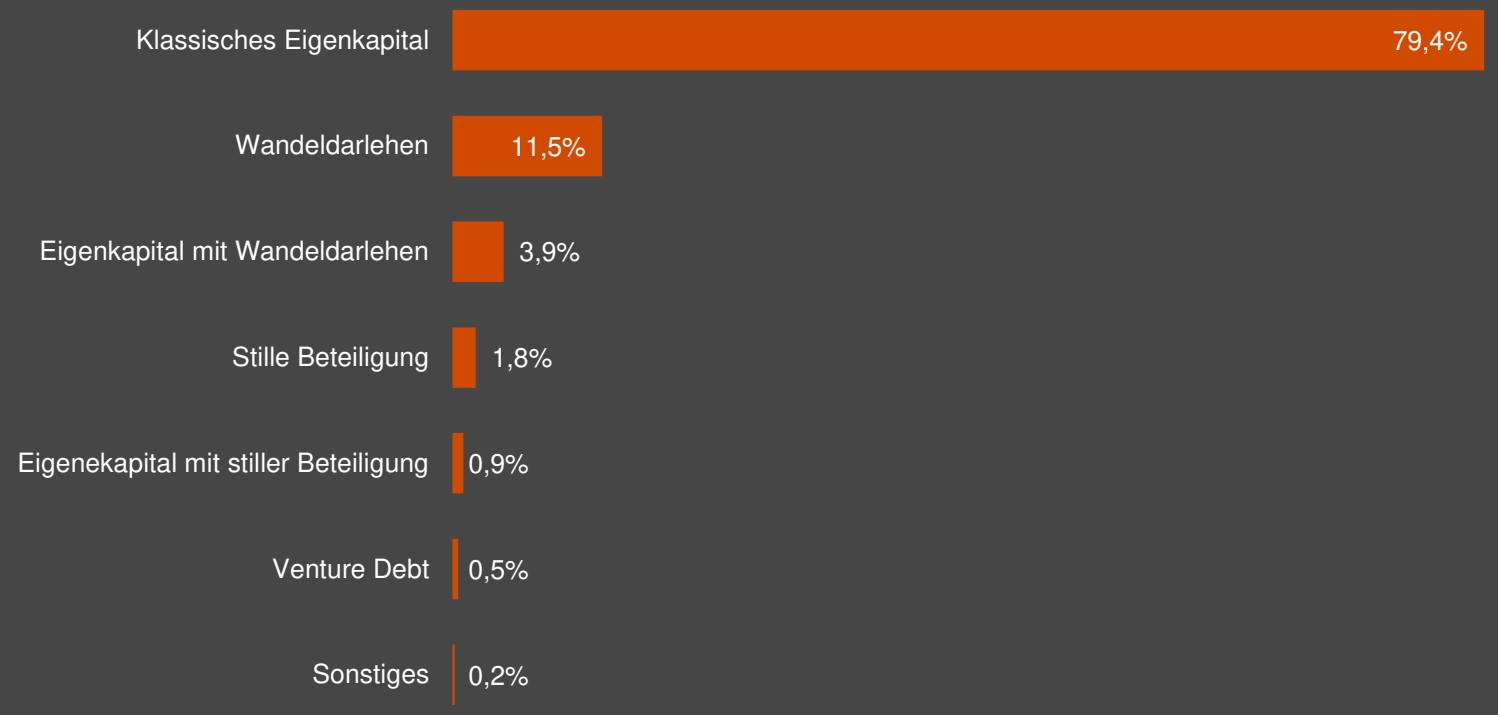


Weitere Thesen – Allgemeiner Teil

1.10

Bei der Beteiligungsart dominiert die klassische, direkte Beteiligung mit Eigenkapital.

Welche Art der Beteiligung nehmen Sie normalerweise bei Ihren Portfoliounternehmen durchschnittlich vor (Aufteilung in %) (n=54)?

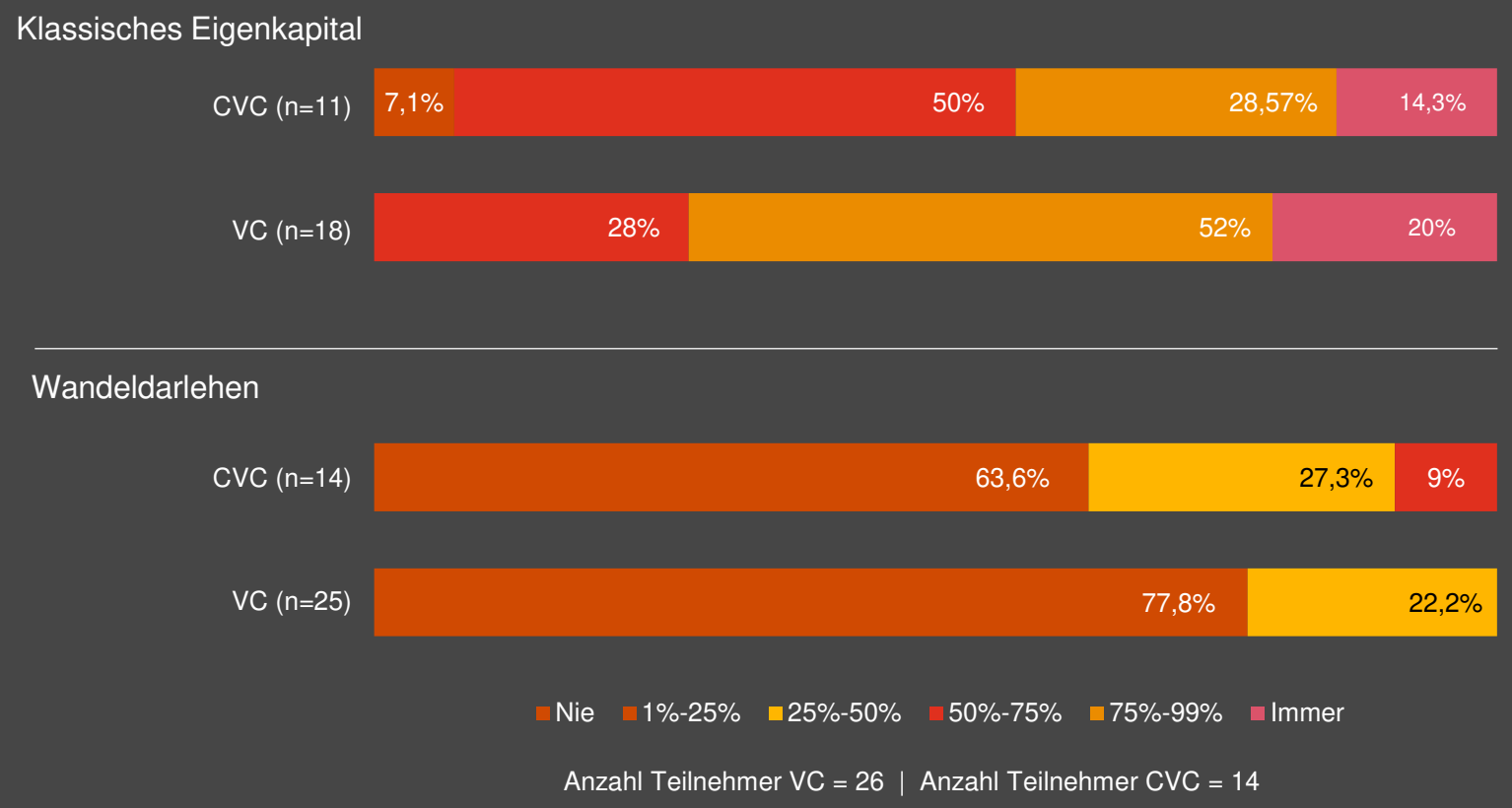


Weitere Thesen – Allgemeiner Teil

1.11

Die klassische Eigenkapitalbeteiligung ist bei VCs etwas stärker ausgeprägt. Dafür sind Corporate Venture Capitalists eher bereit Wandeldarlehen auszugeben.

Welche Art der Beteiligung nehmen Sie normalerweise bei Ihren Portfoliounternehmen durchschnittlich vor (Aufteilung in %)?



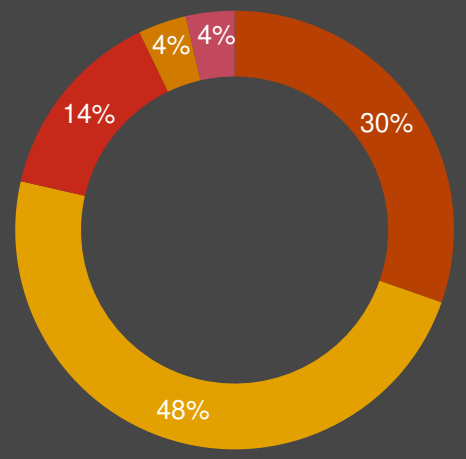
Anzahl Teilnehmer VC = 26 | Anzahl Teilnehmer CVC = 14

Weitere Thesen – Allgemeiner Teil

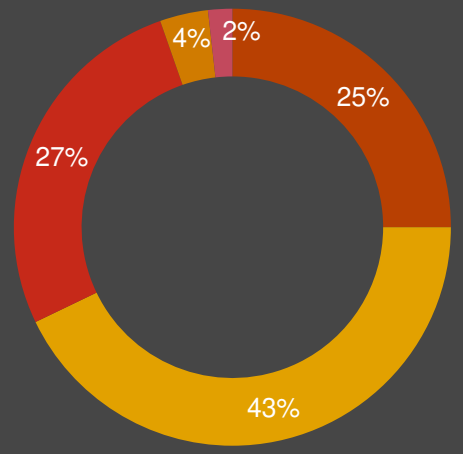
1.12

Bei den Finanzierungsvolumina innerhalb einzelner Finanzierungsrunden zeigen sich keine signifikanten Unterschiede zwischen dem Erst- und dem Folgeinvestment. Mehr als 2/3 der Teilnehmer investieren bis zu 5 Mio. Euro beim Erst- oder Folgeinvestment, mit der Tendenz zu höheren Volumina beim Folgeinvestment im Bereich 5-15 Mio. Euro.

Welches Finanzierungsvolumen haben in der Regel die einzelnen Finanzierungsrunden beim **Erstinvestment** (n=56)?



Welches Finanzierungsvolumen haben in der Regel die einzelnen Finanzierungsrunden beim **Folgeinvestment** (n=56)?



- Bis zu €1 Mio. Euro
- 1-5 Mio. Euro
- 5-15 Mio. Euro
- 15-25 Mio. Euro
- 25-50 Mio. Euro
- Über 50 Mio. Euro

C

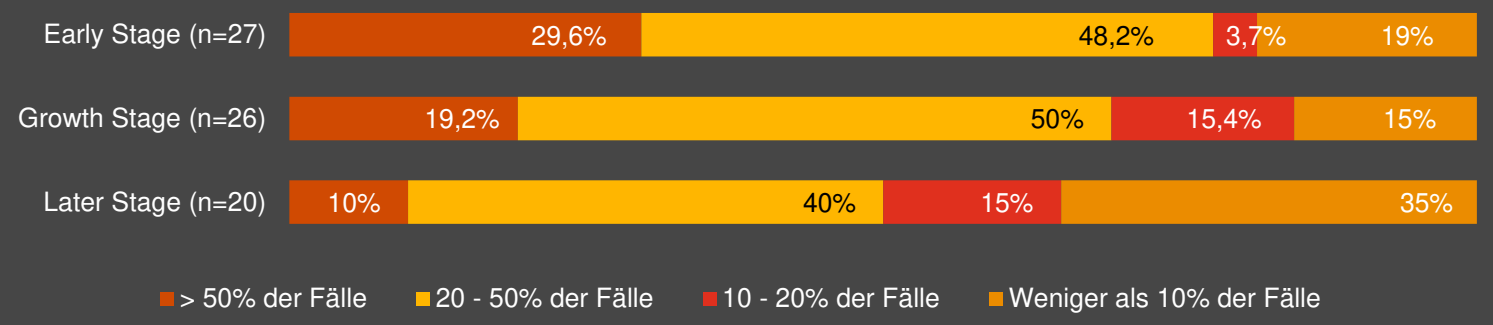
2.0 Weitere Thesen

Weitere Thesen – Finanzierungs-runden und deren vertragliche Ausgestaltung

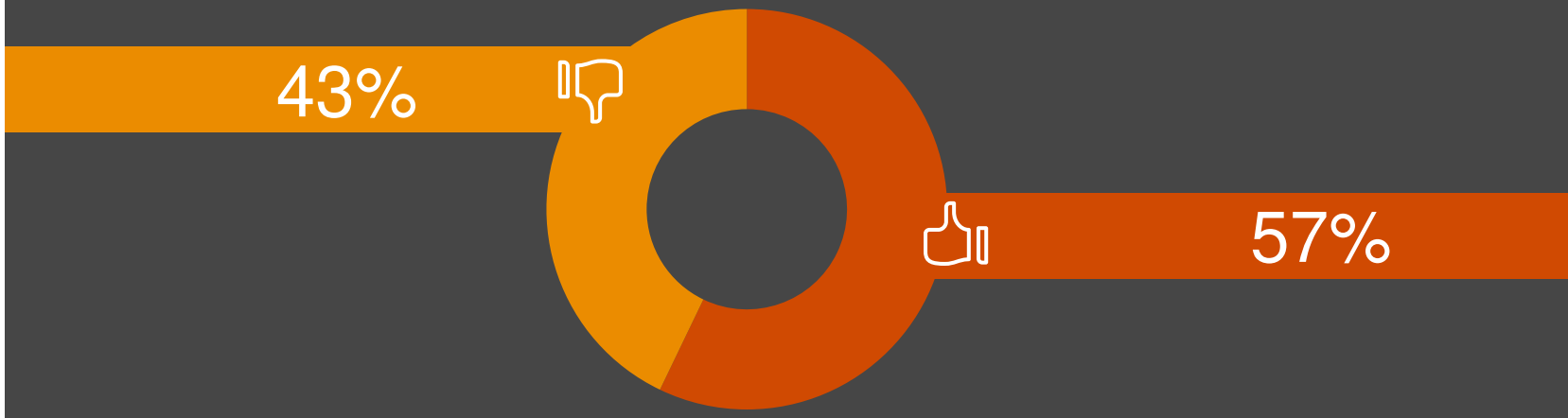
2.1

Liquidationspräferenzen werden insbesondere in frühen Phasen von den Investoren auch eingesetzt, um hohe Unternehmenswerte auszugleichen. Später preisen etwas mehr als die Hälfte der Investoren bereits bestehende Liquidationspräferenzen in den Unternehmenswert mit ein.

Wie oft haben Sie vorteilhaftere Liquidationspräferenzen zum Ausgleich von hohen Unternehmenswerten verhandelt? (Häufigkeit in %)



Preisen Sie ausgehandelte Liquidationspräferenzen vorheriger Finanzierungsrunden in den Unternehmenswert mit ein? (n=49)



Das wurde erkannt

Weitere Thesen – Finanzierungsrunden und deren vertragliche Ausgestaltung

Liquidationspräferenzen werden von Investoren eingesetzt, um hohe Unternehmenswerte auszugleichen.

Darum ist es Wichtig

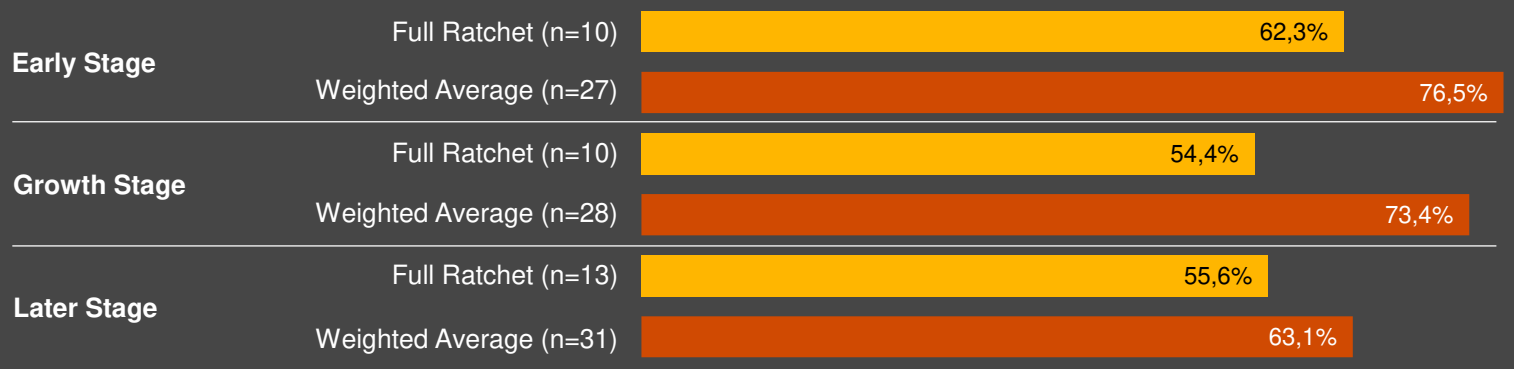
- Oft werden die Unternehmenswerte nur auf Basis der Finanzierungrunden mit Beteiligungsquote und Finanzierungsvolumen ermittelt, aber nicht im Kontext der vereinbarten Sonderrechte.
- Liquidationspräferenzen, wie andere Studien auch bestätigen, können den Investoren erlauben, eine Bewertung zu akzeptieren, die sie ohne (oder schwächere) Liquidationspräferenzen abgelehnt hätten.
- Wasserfallanalysen zur Bestimmung der Verteilung der Exiterlöse mit Liquidationspräferenzen und anderen Cash-Flow Sonderrechten schaffen ein klares Bild.

Weitere Thesen – Finanzierungs-runden und deren vertragliche Ausgestaltung

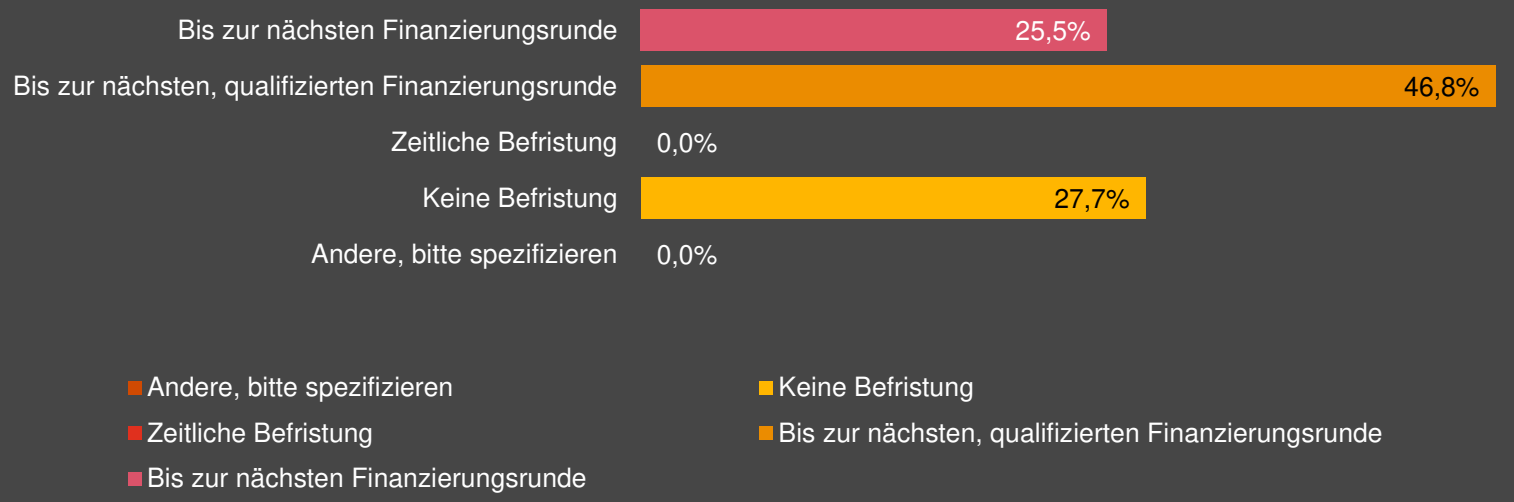
2.2

Fast 3/4 der Investoren erhalten Anti-Dilution Rechte nur bis zur nächsten Finanzierungs-runde. Dies kann dadurch erklärt werden, dass Neuinvestoren die Altinvestoren zur Aufhebung ihrer Rechte „zwingen“ und dies zur Bedingung ihres Investments machen. Zeitliche Befristungen werden gar nicht eingesetzt.

In wie viel % der Fälle setzten Sie Full Ratchet / Weighted Average Anti-Dilution Klauseln durch?



Welche Befristung haben Anti-Dilution Rechte überwiegend? (n=47) (Häufigkeit in %)

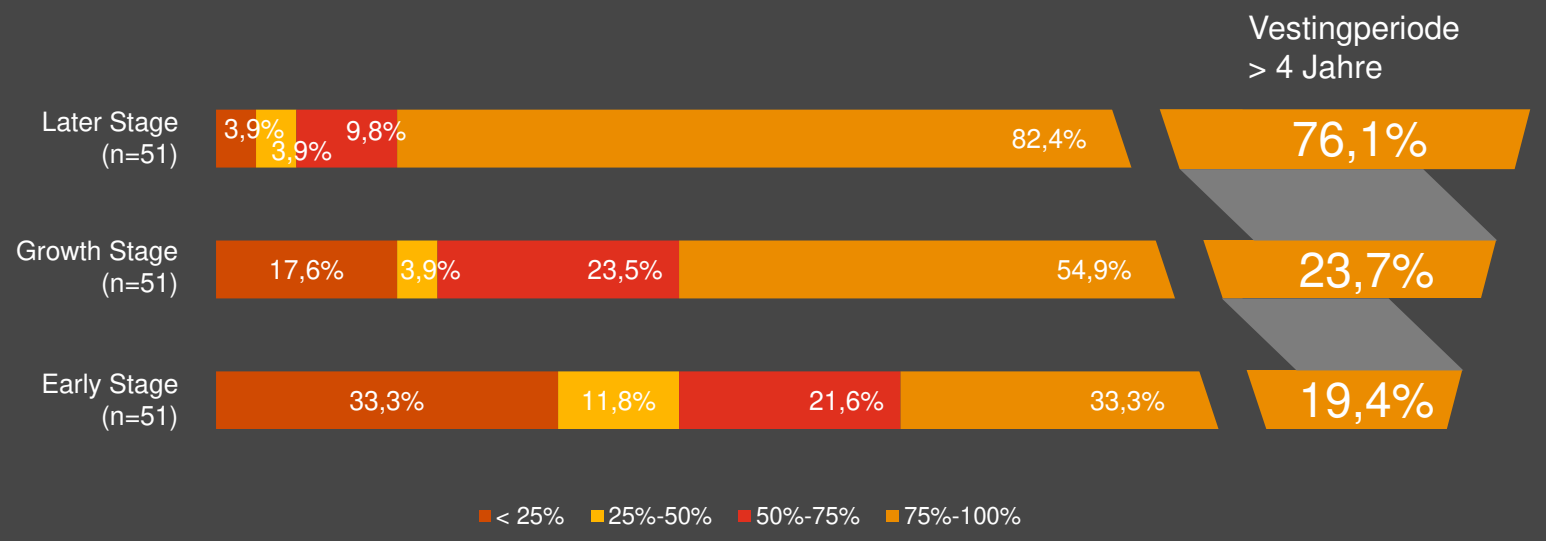


Weitere Thesen – Finanzierungs-runden und deren vertragliche Ausgestaltung

2.3

Während in der Early Stage Phase noch in mehr als 4/5 der Fälle ein Vesting für Gründer vereinbart wird, sinkt diese Zahl in der Later Stage auf 1/3. Auch die Vestingperiode verkürzt sich von der Early Stage bis zur Later Stage.*

Wie oft vereinbaren Sie Vesting Klauseln für Gründer?



*Die genaue Aufteilung der vereinbarten Laufzeiten können S. 70 entnommen werden.

Weitere Thesen – Finanzierungs-runden und deren vertragliche Ausgestaltung

2.4

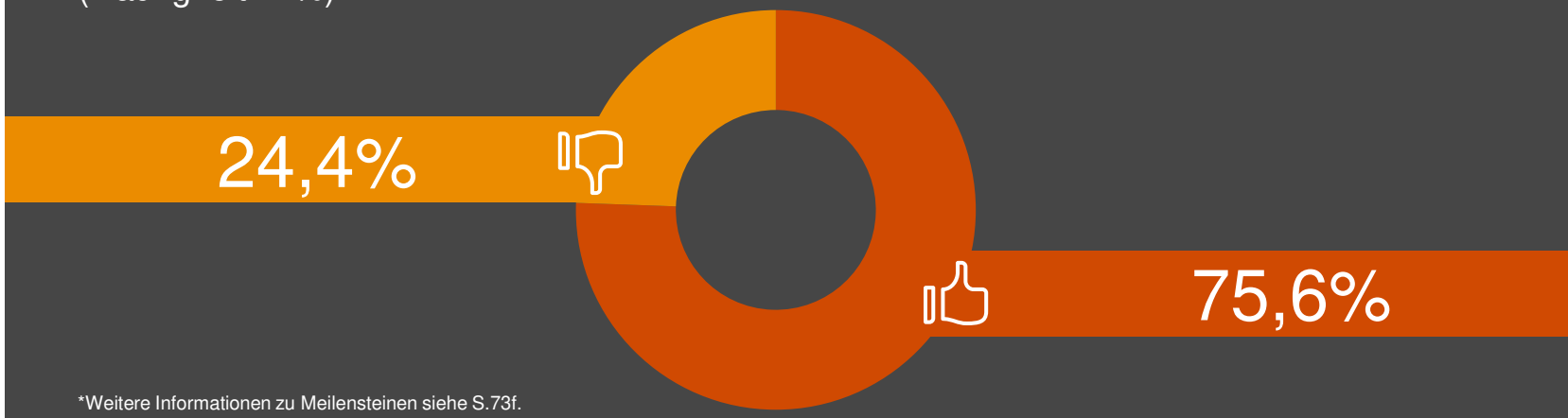
Meilensteine werden überwiegend für 2-3 Tranchen vereinbart. Obwohl mit den Faktoren Umsatz und technische Ziele zwei sehr gut messbare Faktoren überwiegen, so müssen und können trotzdem die Investoren über das Erreichen der Ziele entscheiden.*

Nutzen Sie objektive oder subjektive Faktoren zur Bestimmung von Meilensteinen? (n=50) (Häufigkeit in %)

→ 20 x wurden Umsatzziele als objektive Meilensteine genannt

→ 5 x technische Entwicklungsziele sowie Produktentwicklung.

Wenn objektiv: Verlangen Sie trotzdem die Zustimmung der Investoren? (n=45) (Häufigkeit in %)



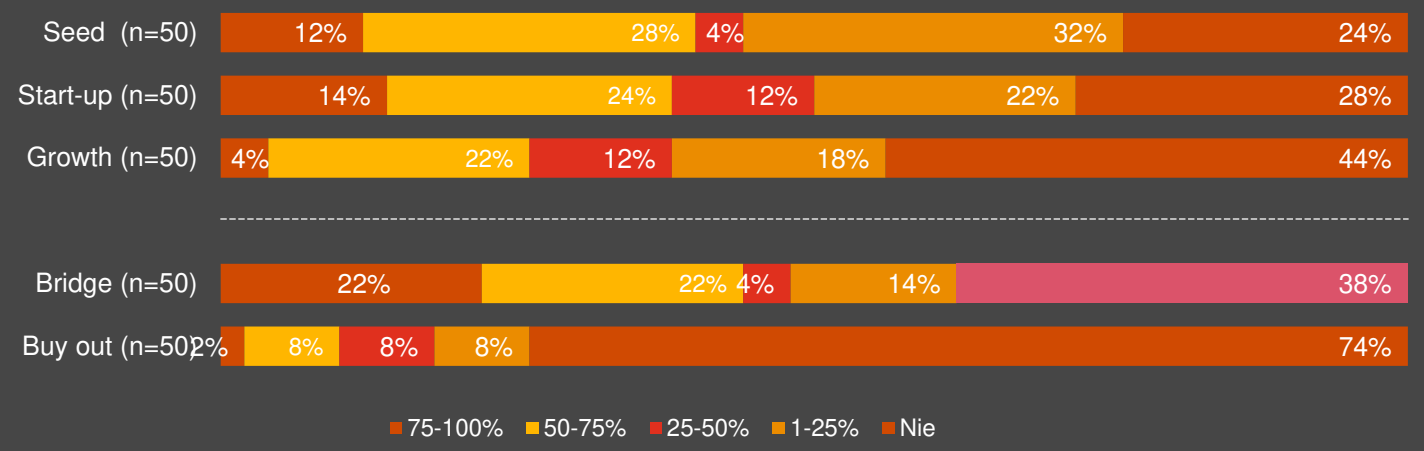
*Weitere Informationen zu Meilensteinen siehe S.73f.

Weitere Thesen – Finanzierungs-runden und deren vertragliche Ausgestaltung

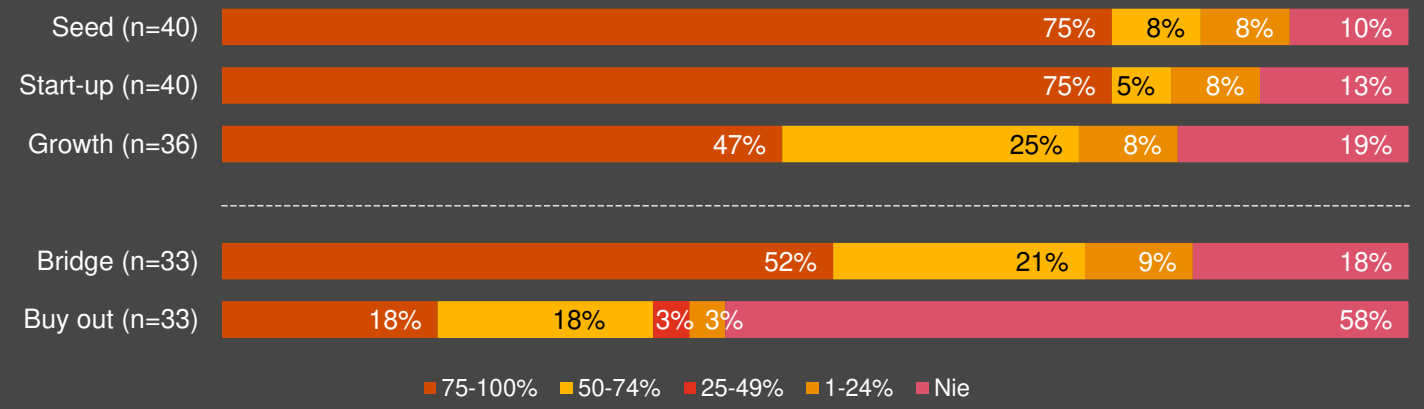
2.5

Wandeldarlehen werden in mehr als 50% der Fälle eher selten vereinbart. Sofern doch, finden sich überwiegend Discounts in Höhe von 20% wieder sowie speziell in frühen Phasen individuell vereinbarte Caps auf die Folgebewertung.*

In welchen Phasen investieren Sie über Wandeldarlehen in Unternehmen? (Häufigkeit in %)



Wie viel % Ihrer Wandeldarlehen enthalten Discounts für Wandlungszwecke auf die Bewertung der folgenden Finanzierungsrunde?



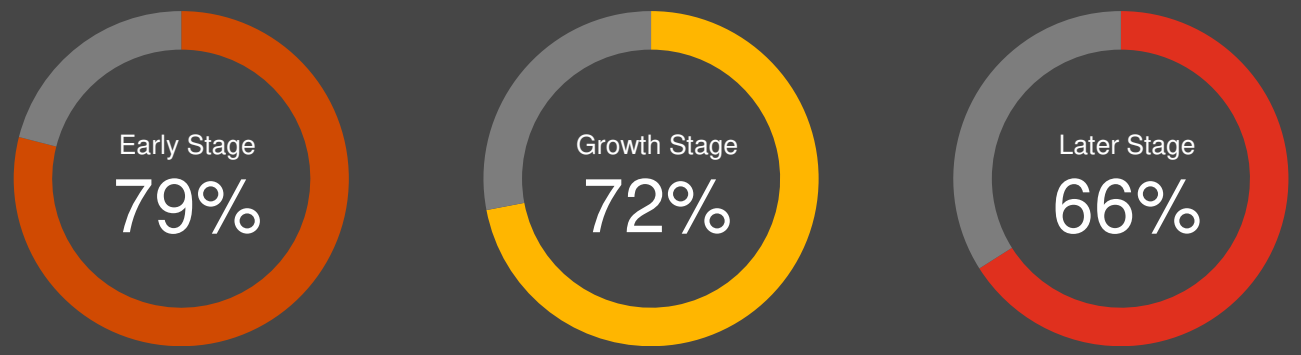
*Weiterführende Auswertungen zu Wandeldarlehen siehe S.75f.

Weitere Thesen – Finanzierungs-runden und deren vertragliche Ausgestaltung

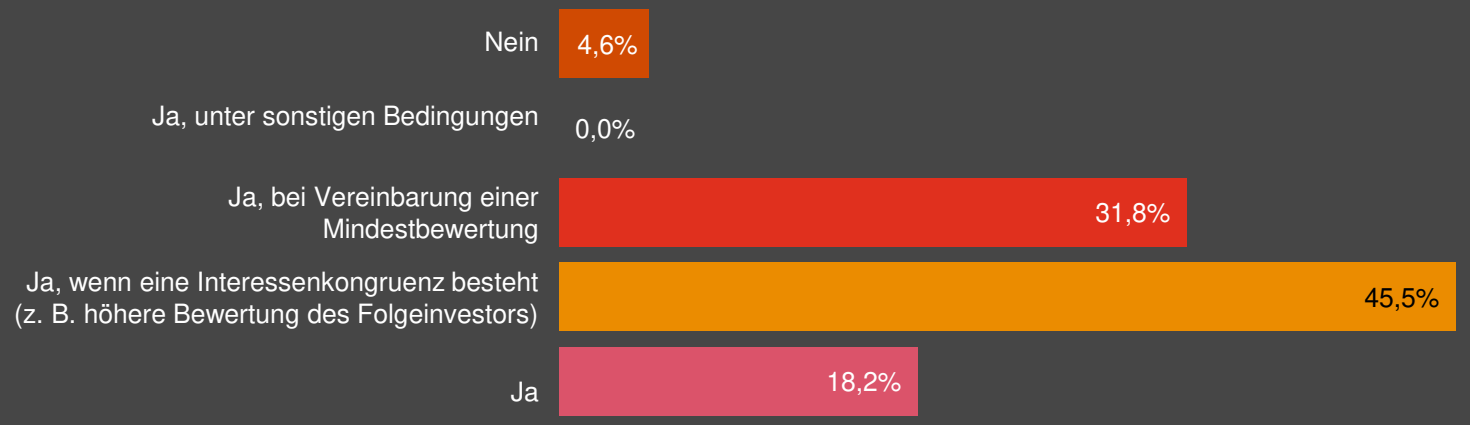
2.6

Ein Drag Along ist Standard im Early Stage-Bereich mit leicht abnehmender Tendenz über die Lebensdauer des Portfoliounter-nehmens. Fast die Hälfte der Investoren akzeptieren sogar in Folgerunden ein Drag durch Folgeinvestoren; knapp 1/3 jedoch nur bei Vereinbarung einer Mindestbewertung.

Bei wieviel % Ihrer Beteiligungen vereinbaren Sie Drag Along Rechte? (Mittelwert, n=48)



Akzeptieren Sie Drag Along Rechte von Folgeinvestoren gegen Sie? (n=44) (Häufigkeit in %)

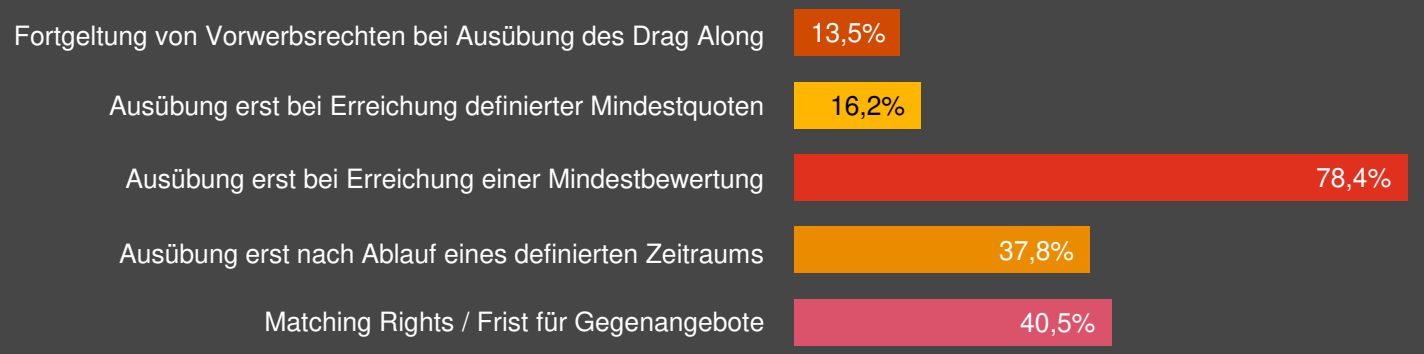


Weitere Thesen – Finanzierungs-runden und deren vertragliche Ausgestaltung

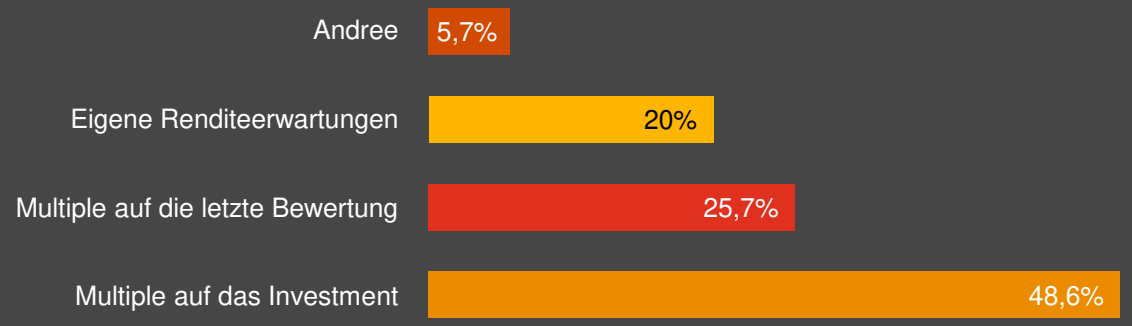
2.7

Überwiegend wird für ein Drag Along eine Mindestbewertung gefordert, welche jeweils aus einem bestimmten Multiple auf das Investment der jeweiligen Runde errechnet wird. Weit überwiegend wird das Vorerwerbsrecht im Falle eines Drags ausgeschlossen.

Welche dieser Gestaltungsmöglichkeiten vereinbaren Sie bei Drag Along Klauseln? (n=37) (Häufigkeit in %)



Wie errechnet sich die Mindestbewertung bei der Drag Klausel? (n=35) (Häufigkeit in %)

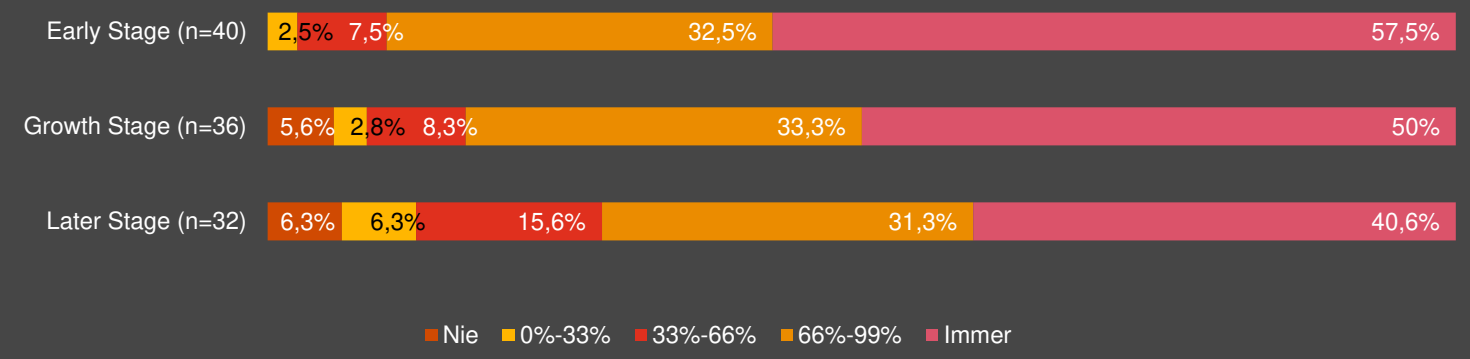


Weitere Thesen – Finanzierungs-runden und deren vertragliche Ausgestaltung

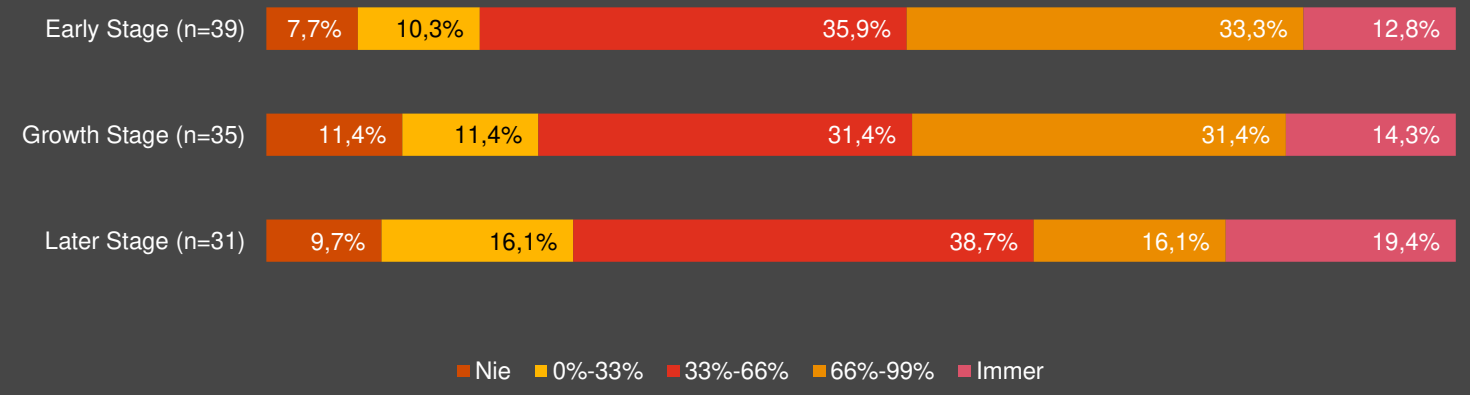
2.8

Tag Along Rechte werden investorenseitig fast immer vereinbart. Auf der anderen Seite werden Gründern diese in bis zu 25% der Fälle gar nicht oder nur selten eingeräumt.

Bei wieviel % Ihrer Beteiligungen vereinbaren Sie Tag Along Klauseln?



In wieviel % Ihrer Fälle erhalten Gründer ebenfalls Tag Along Rechte?

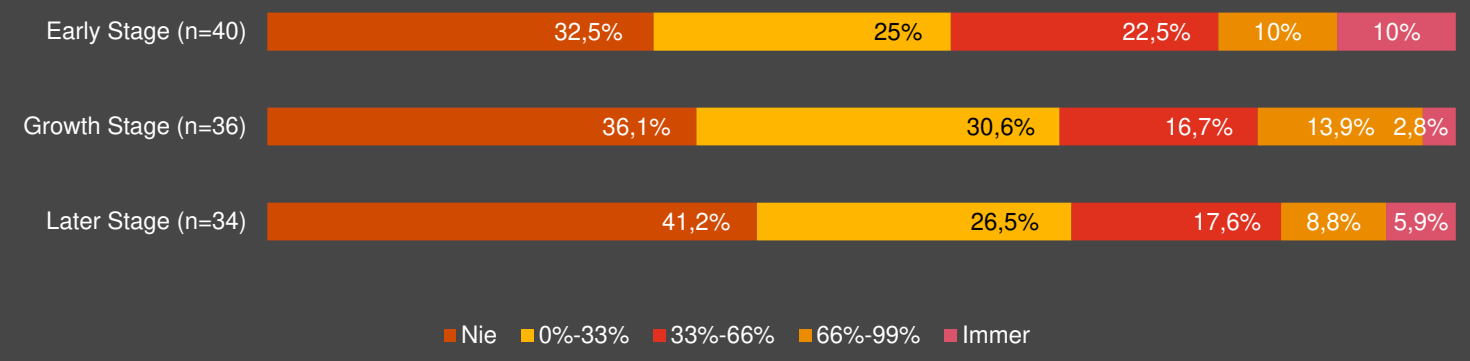


Weitere Thesen – Finanzierungs-runden und deren vertragliche Ausgestaltung

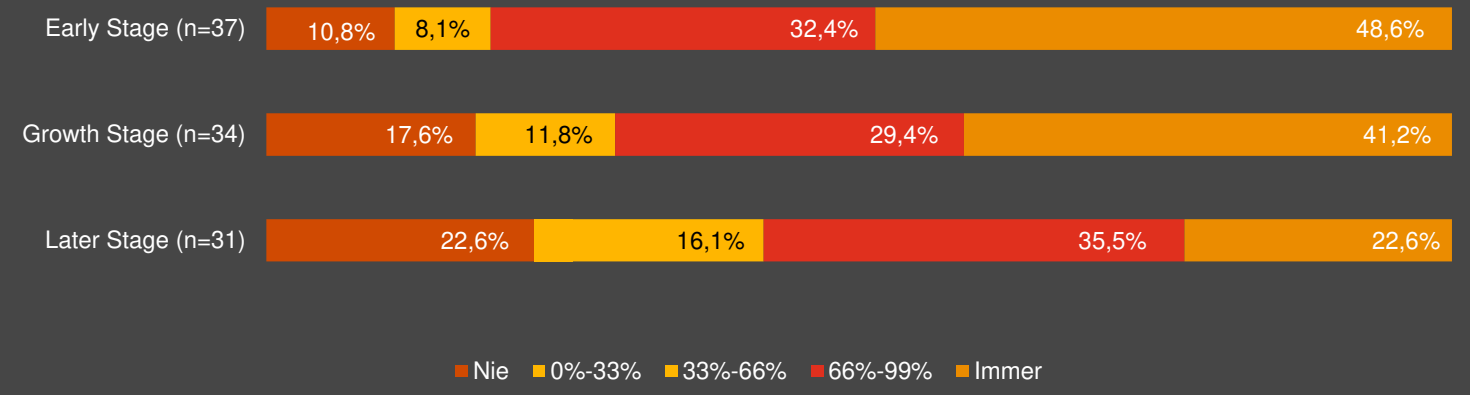
2.8

Ein Redemption Right (Einziehungsrecht) ist ein eher wenig eingesetztes Instrument; in der Early Stage gibt 1/3 an, dies grundsätzlich nicht zu vereinbaren, in der Later Stage sogar etwas mehr als 40%. Ganz im Gegenteil dazu steht das „Right of First Refusal“ (Vorerwerbsrecht). Ca. 50% der Teilnehmer gaben an, in der Early Stage ein Vorerwerbsrecht immer in den Verträgen zu verankern, in späteren Phasen nimmt die Relevanz ab, sodass in der Later Stage nur noch 1/4 der Investoren darauf bestehen. Dies könnte sich damit erklären lassen, dass der Verkauf einzelner Anteile in späteren Phasen immer unwahrscheinlicher wird; sondern eher ein gemeinsamer Exit im Raum steht.

Bei wieviel % Ihrer Beteiligungen vereinbaren Sie Redemption Rights?



Bei wieviel % Ihrer Beteiligungen vereinbaren Sie Rights of First Refusal?



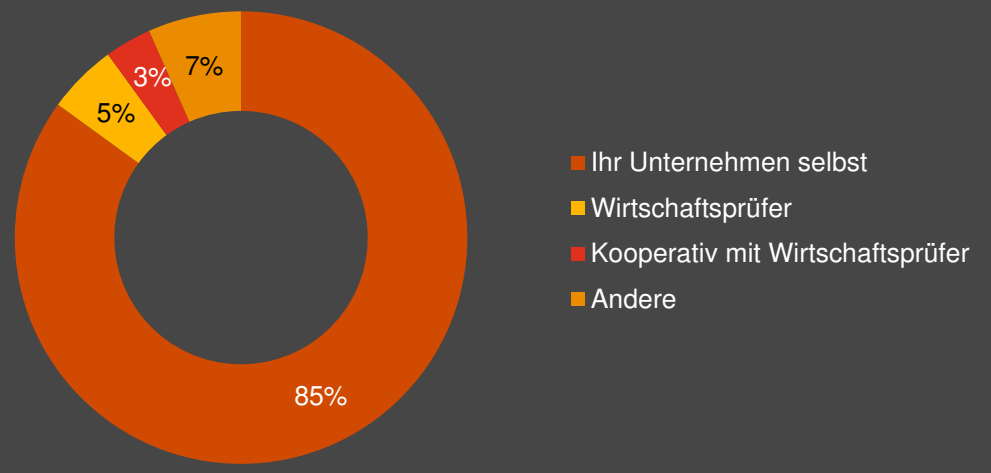
C 3.0 Weitere Thesen

Weitere Thesen – Bewertung von Startups

3.1

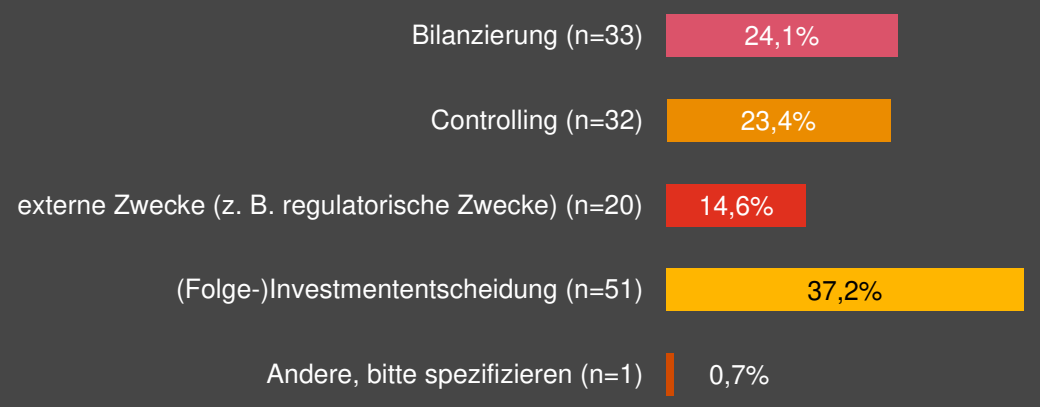
Die Bewertungen der Portfoliounternehmen werden meistens Inhouse für die (Folge-) Investmententscheidungen vorgenommen.

Wer übernimmt die (Folge-) / Bewertung von Portfolio Unternehmen? (n=60)



Für welche Zwecke erfolgt die (Folge-) / Bewertung von Portfolio Unternehmen?

Häufigkeit in % (bezogen auf Anzahl der Teilnehmer 61)

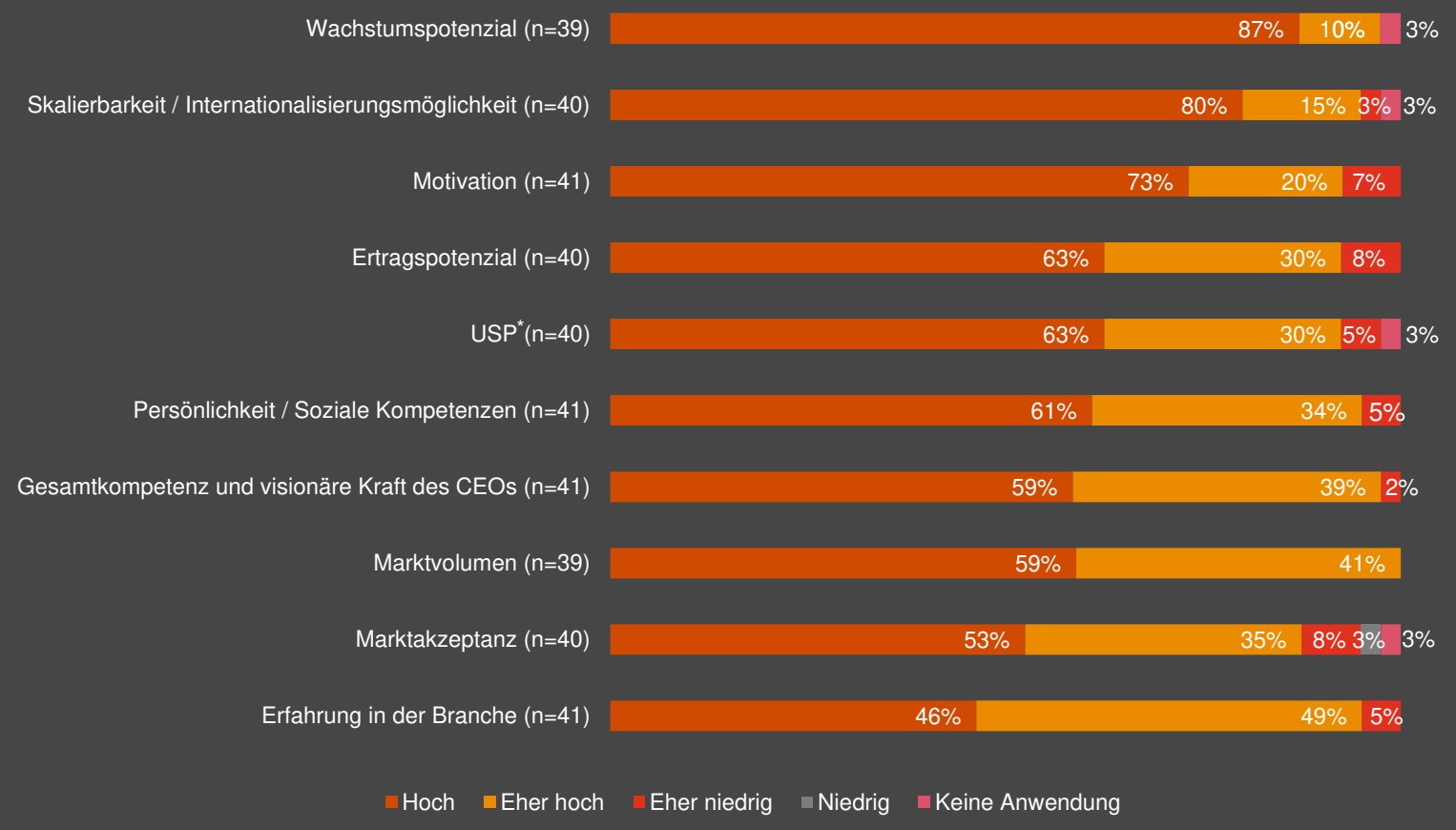


Weitere Thesen – Bewertung von Startups

3.2

Bei der Bewertung von Startups spielen vor allem marktspezifische Kriterien, aber auch der USP* sowie persönliche Komponenten eine große Rolle.**

Rangfolge der wichtigsten qualitativen Bewertungskriterien



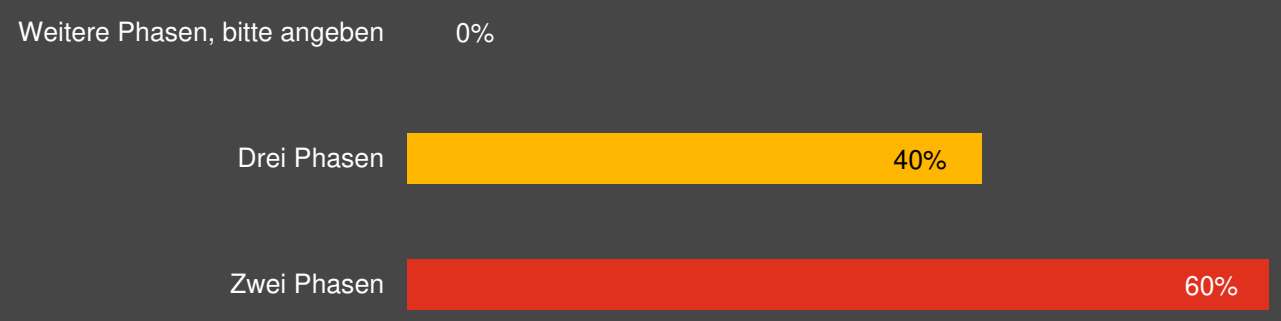
*Unique Selling Point; **Weitere Informationen zu den qualitativen Bewertungskriterien siehe S.79ff.

Weitere Thesen – Bewertung von Startups

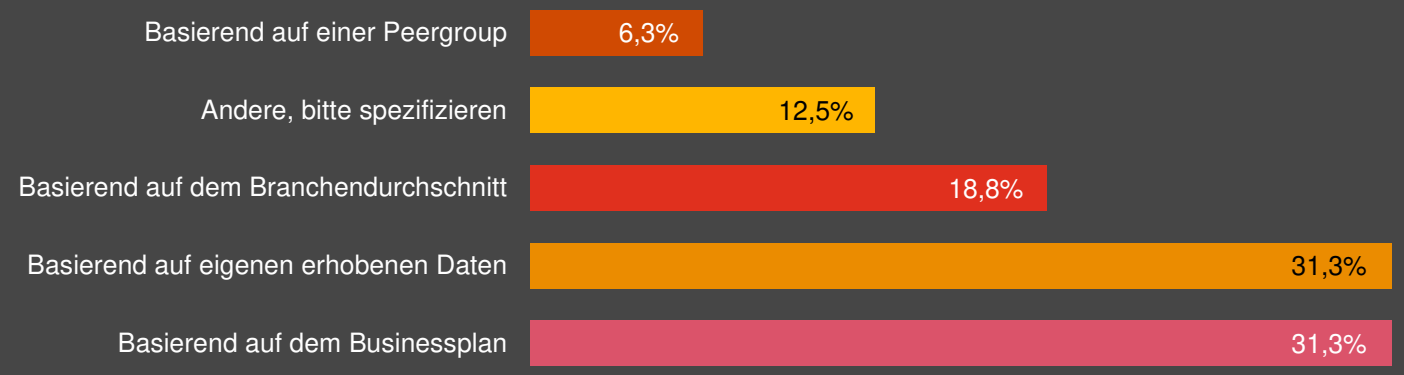
3.3

Die meisten Geldgeber ermitteln die Wachstumsrate entweder auf Basis des Businessplans oder eigenen Daten. Peergroups oder Branchendurchschnitte werden seltener genutzt.

Wie viele Phasen nehmen Sie bei dem DCF Modell an? (n=15)
(Häufigkeit in %)



Wie wird die Wachstumsrate in der Detailplanungsphase ermittelt? (n=16)



*Weitere Informationen zu dem DCF Modell siehe S.83.

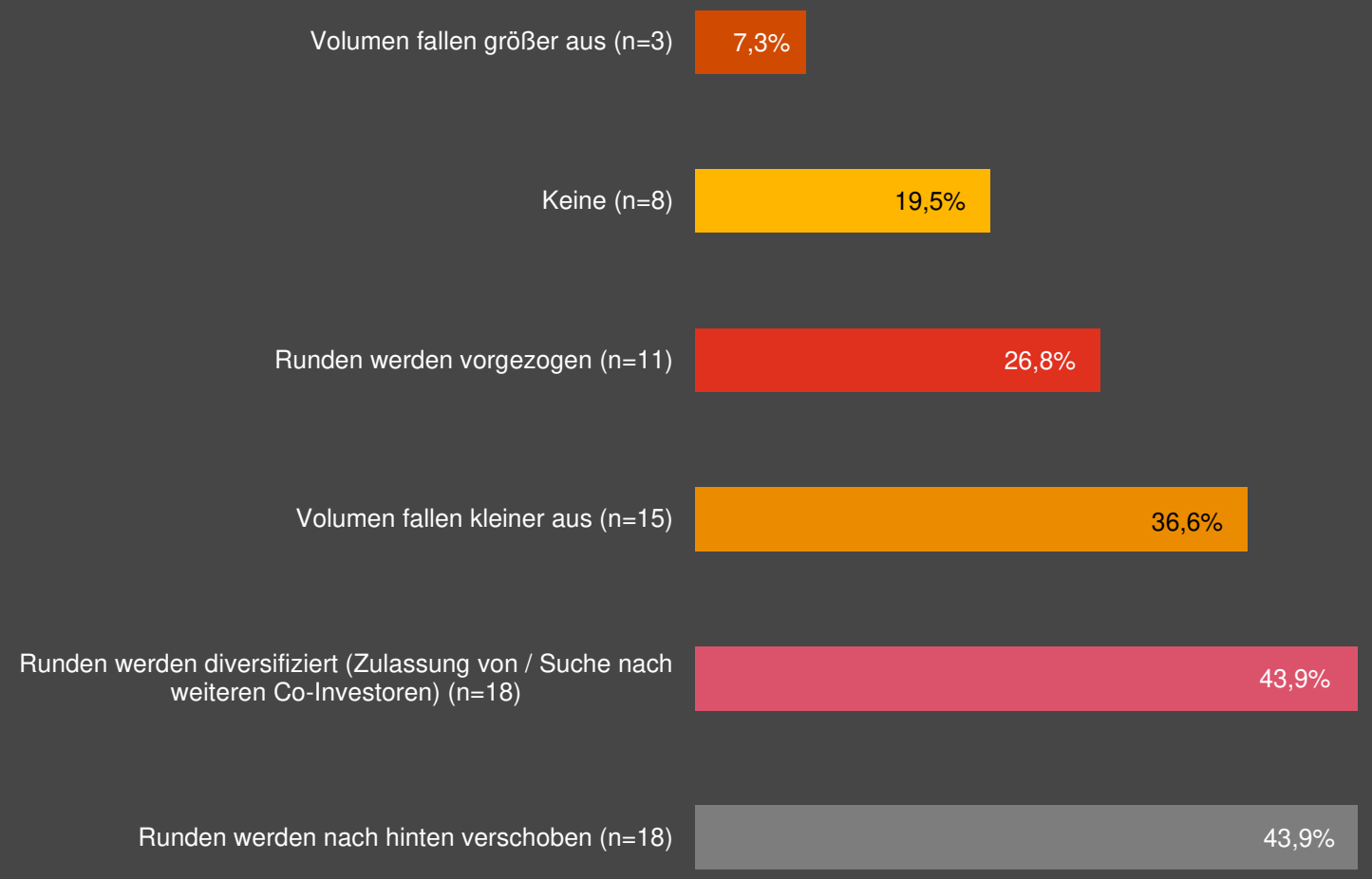
C 4.0 Weitere Thesen

Weitere Thesen – Sonderfragen zu COVID-19

4.1

Aufgrund der COVID-19 Krise werden Runden tendenziell nach hinten verschoben, bzw. stärker diversifiziert. Es zeigt sich ebenfalls ein Trend zu kleineren Runden.

Welche Auswirkungen hat die COVID-19-Krise auf den Abschluss weiterer Finanzierungsrunden im bestehenden Portfolio? (n=41) (Häufigkeit in %)

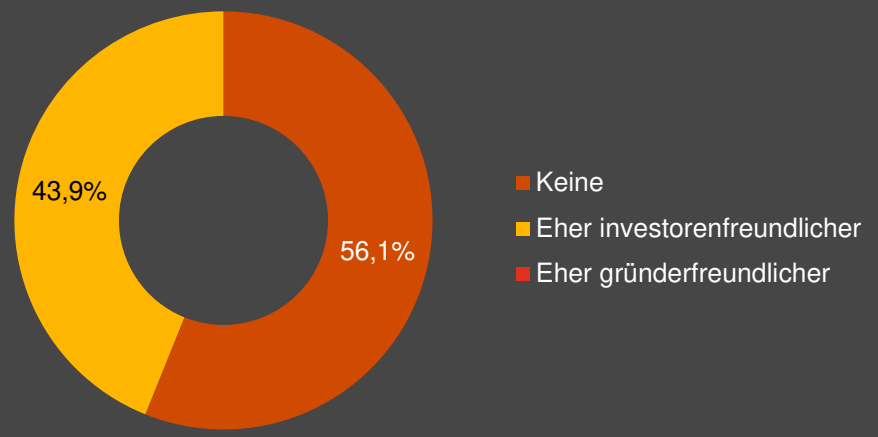


Weitere Thesen – Sonderfragen zu COVID-19

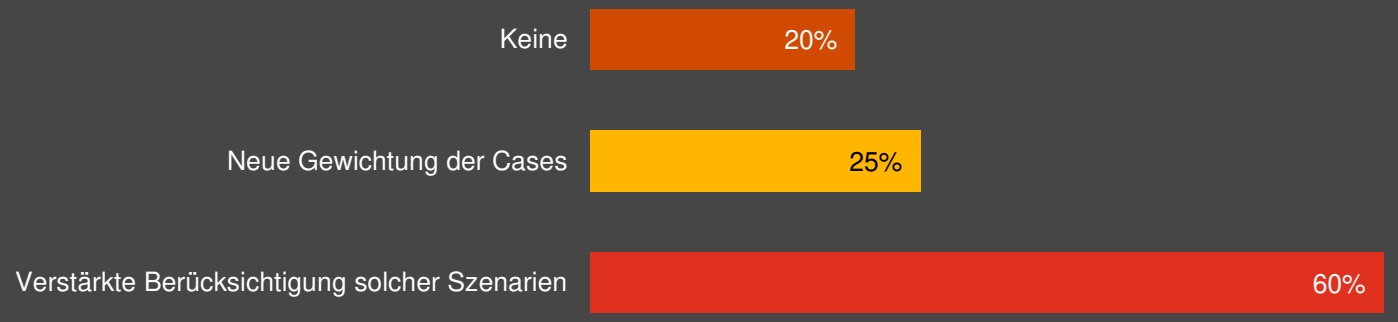
4.2

Entsprechend werden in 44% investorenfreundlichere Liquidationspräferenzen gewählt. Für die Bewertung werden besondere Szenarien gerechnet.

Welche Veränderungen in den Liquidationspräferenzen gibt es aufgrund der COVID-19 Krise? (n=41)



Welche Auswirkungen hat die COVID-19 Krise auf die Rechnung von Szenarien? (Anpassung der Best-, Worst, Normal Cases) (n=40) (Häufigkeit in %)



Das wurde erkannt

Weitere Thesen – Sonderfragen zu´COVID-19

Mehrheitlich wurden nach Signing und vor Closing Bewertungen oder Terms verändert. 92% der Investoren wollen vereinbarte Anti-Dilution Rechte im Falle einer Down Round aufgrund der COVID-19 Krise zu Lasten der Gründer durchsetzen.

Darum ist es Wichtig

- COVID-19-bedingt kann es zu Belastungen in der gerade erfolgten Finanzierungsrunde und in der Folgerunde kommen.
- Durch Anti-Dilution Rechte bei Down Rounds kann die Beteiligung der Gründer stark über die normale Verwässerung hinaus reduziert werden, was die Motivation der Gründer konterkarieren kann.
- Die Start-Up-Unternehmen brauchten und brauchen weiterhin staatliche Unterstützung in der COVID-19-Krise, um das Start-Up-Ökosystem in der Krise zu stärken: Eine zeitnahe Umsetzung des Zukunftsfonds kann helfen.

D

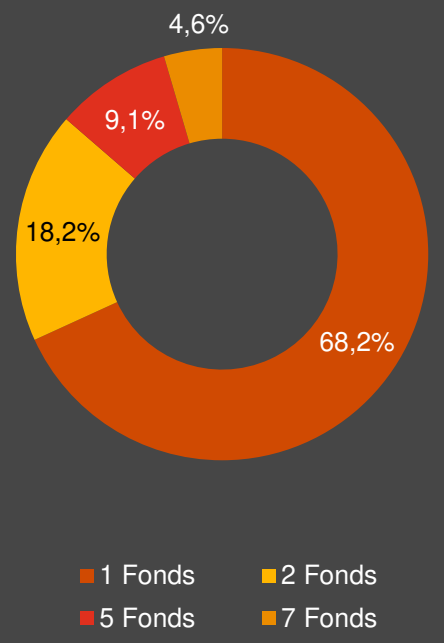
Anhang: Weiterführende Fragestellungen

Anhang – Daten zu den Teilnehmern

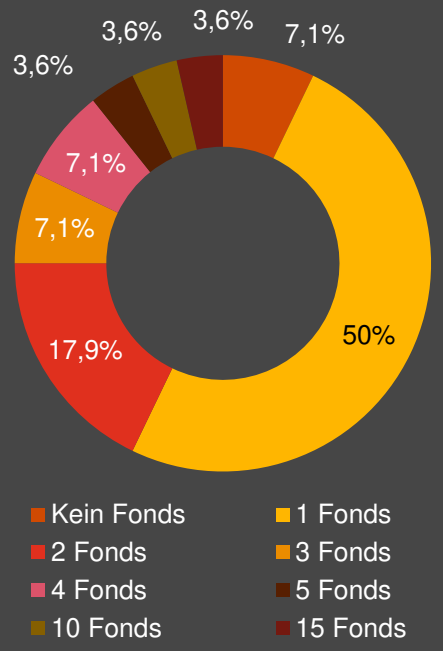
1.1

Überwiegend halten die Teilnehmer nur einen Fonds je Größenkategorie. Bei Größen über 200 Mio. Euro ist die Verteilung heterogener, und es besteht eine Tendenz zu mehr Fonds unter den Teilnehmern. Generell lässt sich jedoch sagen, dass die Teilnehmer meist mehr als einen Fonds in unterschiedlichen Größenkategorien verwalten.

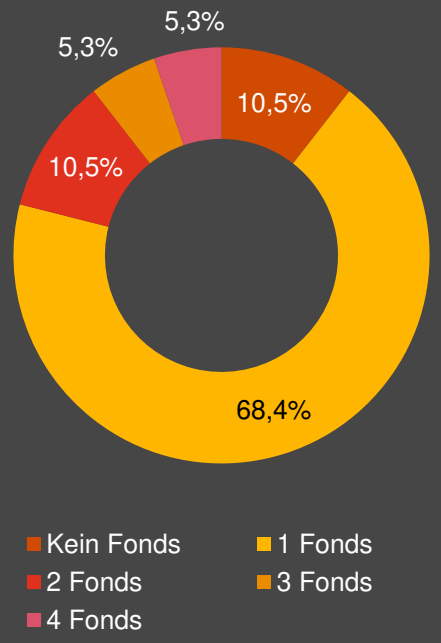
< 30 Mio. Euro (n=22)



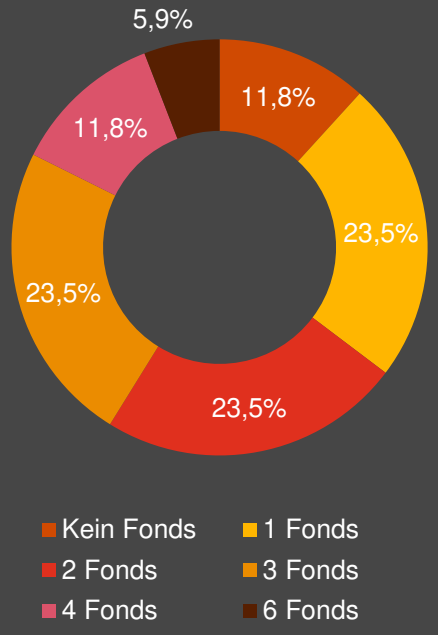
30 – 100 Mio. Euro (n=28)



100 – 200 Mio. Euro (n=19)



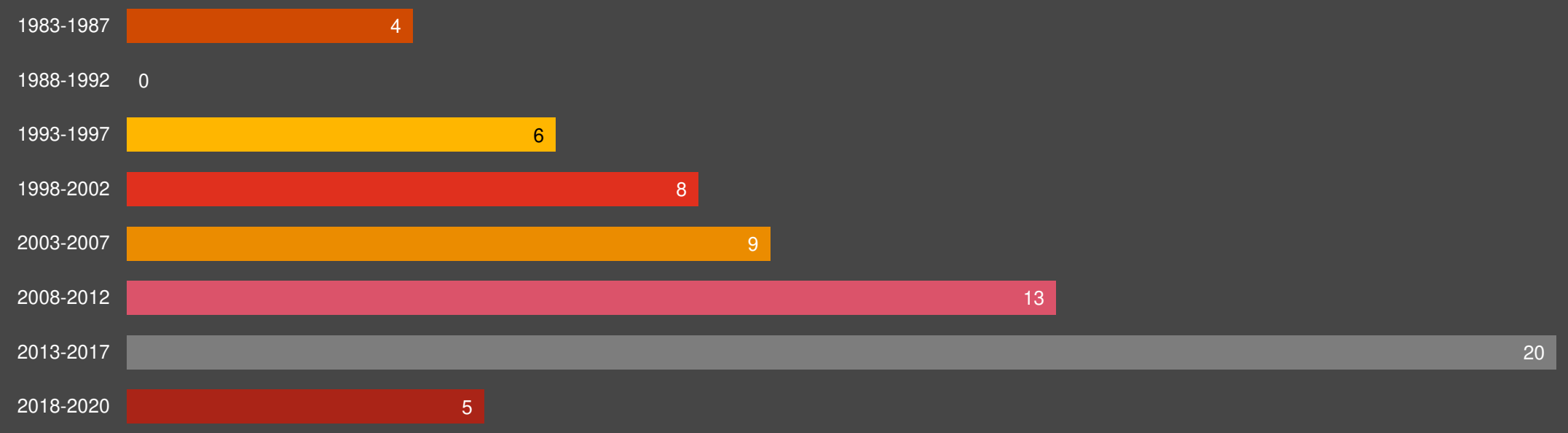
> 200 Mio. Euro (n=17)



Anhang – Daten zu den Teilnehmern

1.2 Die meisten Gesellschaften der Teilnehmer wurden zwischen 2013 und 2017 gegründet.

Wann wurde Ihre Venture Capital Gesellschaft gegründet?
(n=65)

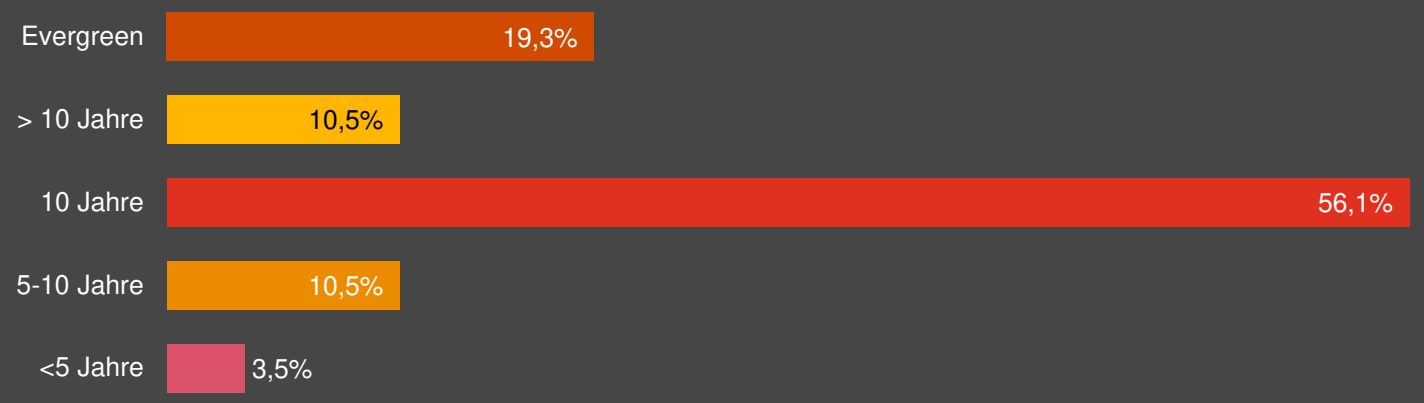


Anhang – Daten zu den Teilnehmern

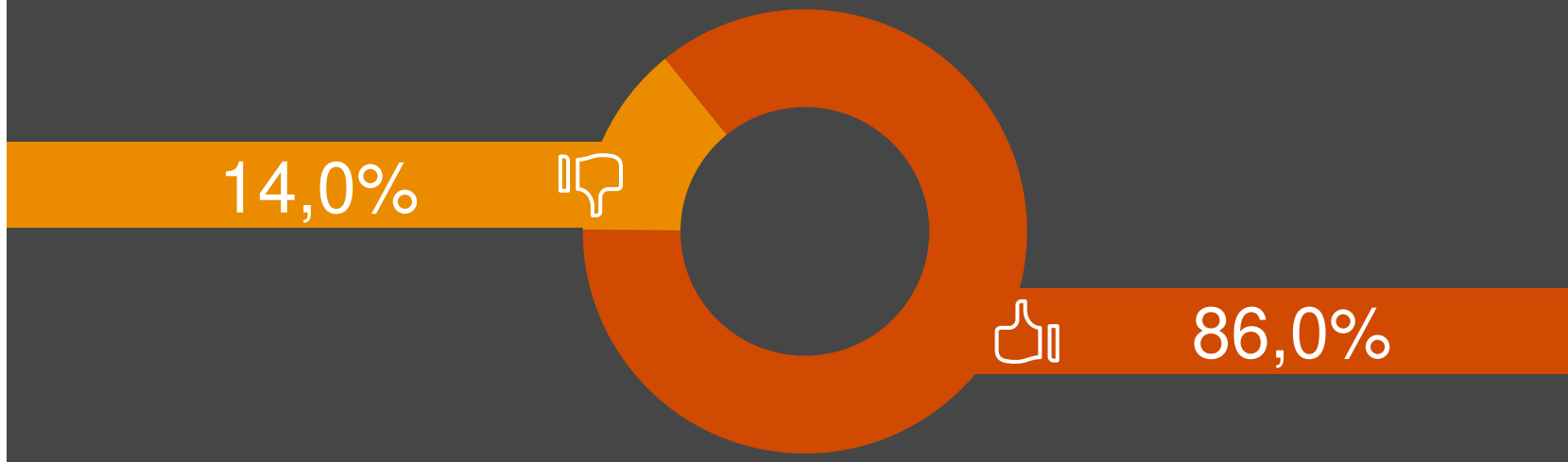
1.3

Die durchschnittliche Laufzeit beträgt mehrheitlich 10 Jahre mit Verlängerungs-optionen, bei einer Anlagedauer von 5-8 Jahren. Fast 1/5 der Teilnehmer verwaltet Evergreen Fonds.

Was ist die durchschnittliche Laufzeit Ihrer Fonds? (n=57) (Häufigkeit in %)



Gibt es Verlängerungsoptionen für die Dauer Ihrer Fonds? (n=57)



Anhang – Daten zu den Teilnehmern

1.4

Die Mehrheit der Fonds der Teilnehmer fokussieren sich auf europäische und weltweite Investments.

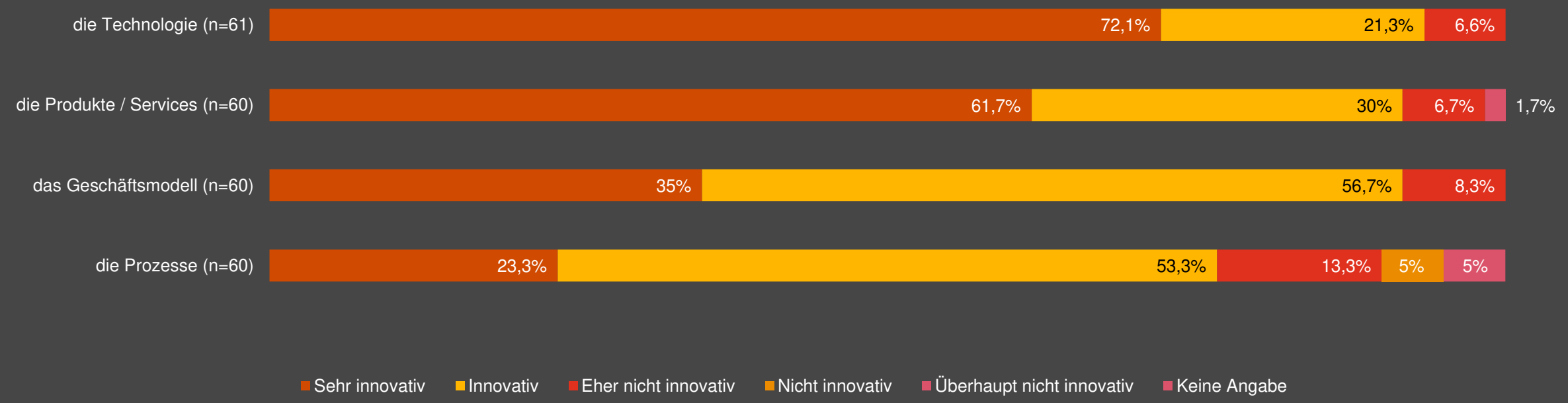
In welche Regionen investieren Ihre Fonds?
(n=62) (Anzahl an Fonds)

Anhang – Daten zu den Teilnehmern

1.5

Die Portfoliounternehmen sind überwiegend sehr innovativ, bezogen auf die Technologie sowie die angebotenen Produkte / Services. Geschäftsmodelle und Prozesse tragen weniger zur Innovationskraft bei.

Wie innovativ sind die Portfoliounternehmen in Bezug auf…
(Häufigkeit in %)

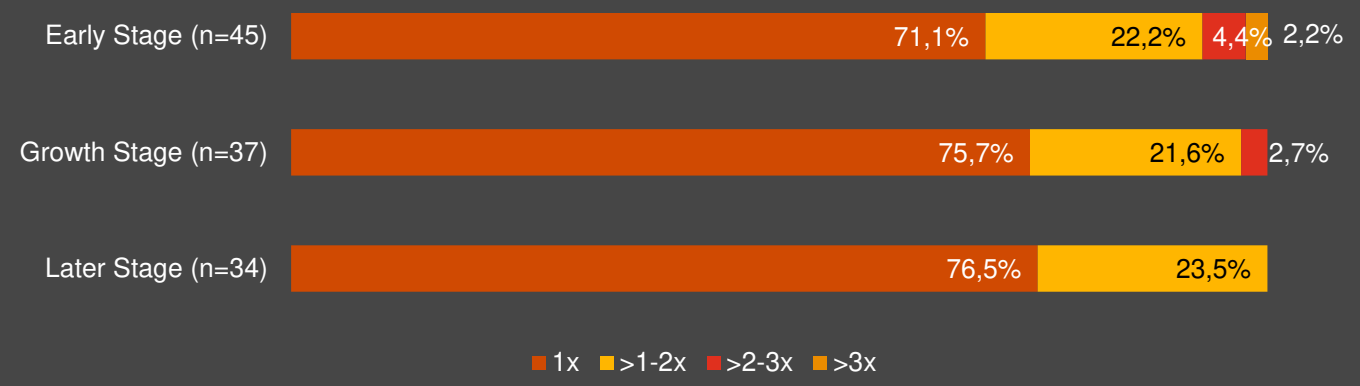


Anhang – Daten zu Liquidations-präferenzen

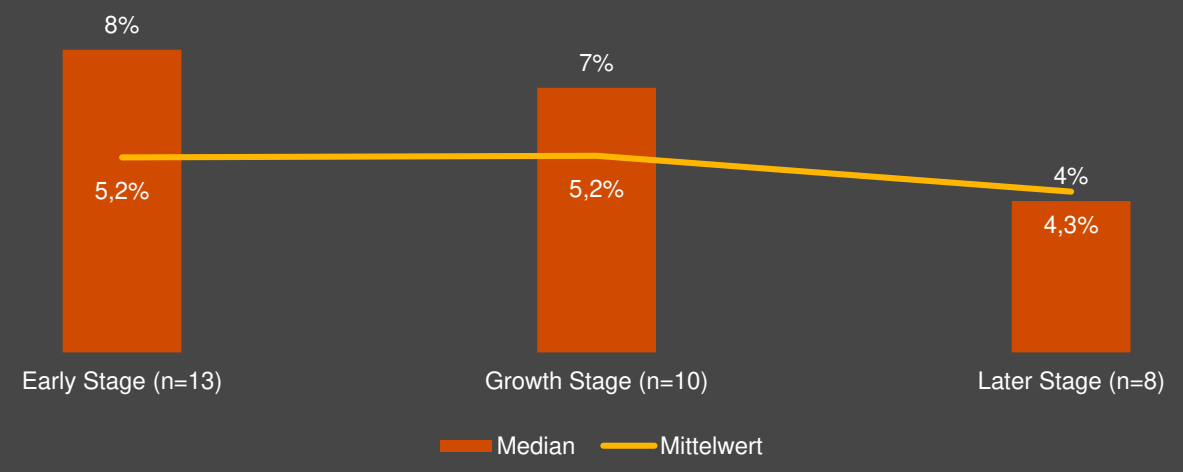
2.1

Überwiegend vereinbaren die Teilnehmer keinen Multiplikator auf das Investment bei den Liquidationspräferenzen.

Welchen Multiplikator setzen Sie bei Liquidationspräferenzen für gewöhnlich an? (Häufigkeit in %)



Welchen Zinssatz setzen Sie bei Liquidationspräferenzen für gewöhnlich an?



Anhang – Daten zu Liquidations-präferenzen

2.2

Caps auf die Partizipation treten mit 1/3 der Fälle eher selten auf. Dividenden-präferenzen werden eher selten vereinbart.

Bei wie viel % der Liquidationspräferenzen vereinbaren Sie einen Cap auf die Partizipation? (Mittelwert in %)

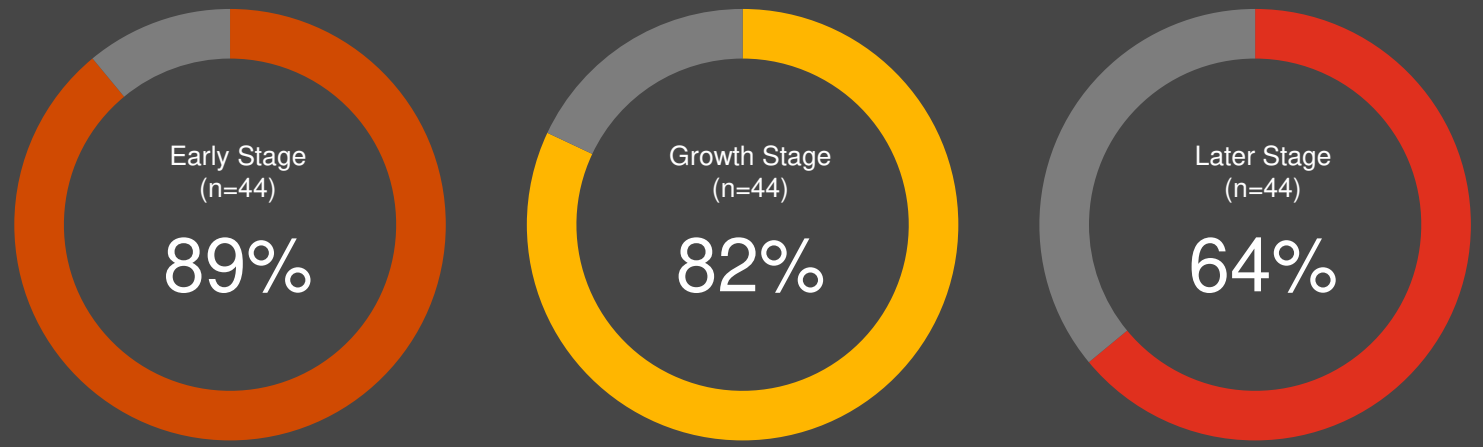
Wie oft vereinbaren Sie Dividendenpräferenzen? (Mittelwert in %)

Anhang – Daten zu Liquidations-präferenzen

2.3

Fast ausschließlich werden in der Early Stage Liquidationspräferenzen nach dem LIFO (Last-In First-Out) Prinzip vereinbart. Speziell in der Later Stage nimmt diese Vereinbarung etwas ab.

In wie viel % der Fälle sind die vereinbarten Liquidationspräferenzen Senior zu vorherigen Präferenzen (= die zuletzt vereinbarte Liquidationspräferenz wird vorrangig bedient)?

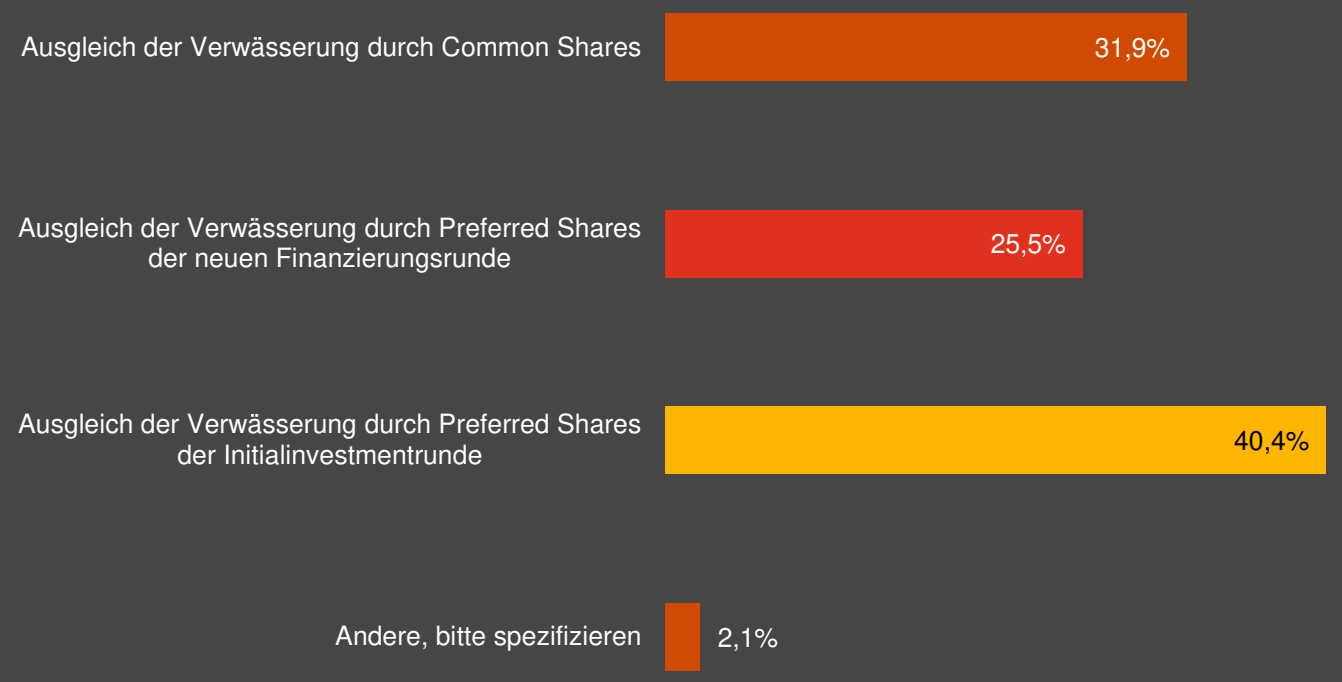


Anhang – Daten zu Anti-Dilution

3.1

Werden Anti-Dilution Klauseln durchgesetzt, erhalten die Investoren bei der Kapitalerhöhung Ausgleichsanteile, um ihrer Verwässerung entgegenzuwirken. Es zeigt sich unter den Teilnehmern eine Tendenz, dass die Anteilsklasse ausgegeben wird, die auch in der Initialinvestmentrunde ausgegeben wurde. Es ist aber kein eindeutiger Marktstandard zu erkennen.

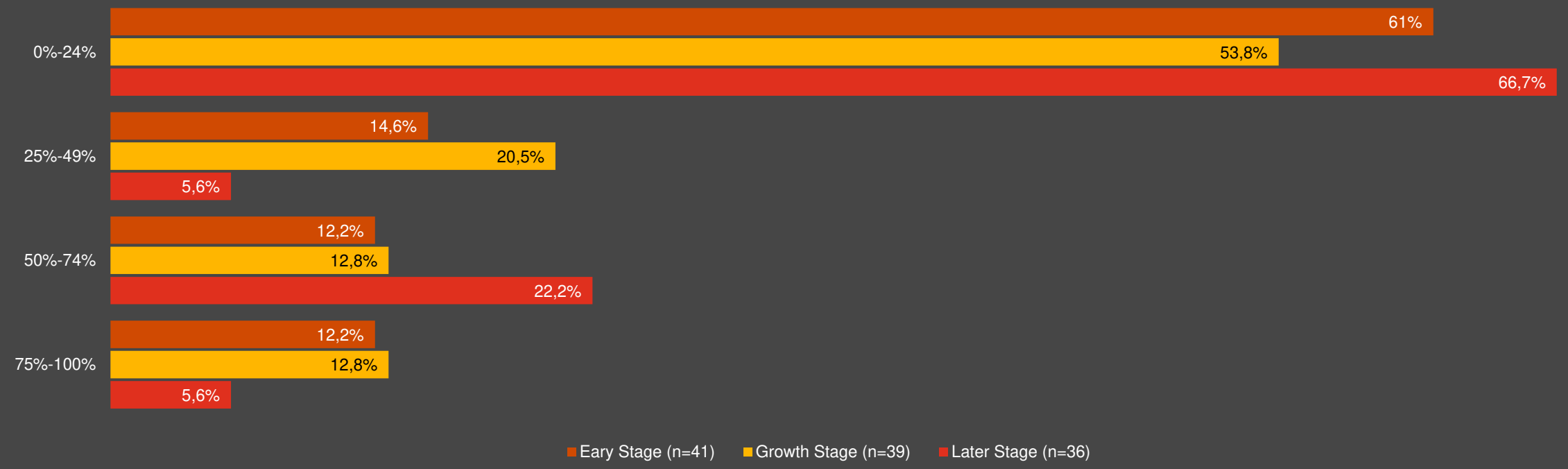
Welche Anteilsklasse wird üblicherweise bei der Kapitalerhöhungen durch Anti-Dilution ausgegeben? (n=47) (Häufigkeit in %)



Anhang – Daten zu Pay-to-Play

4.1 Pay-to-Play Klauseln werden selten vereinbart.

Wie oft vereinbaren Sie Pay-to-Play Klauseln? (Häufigkeit in %)

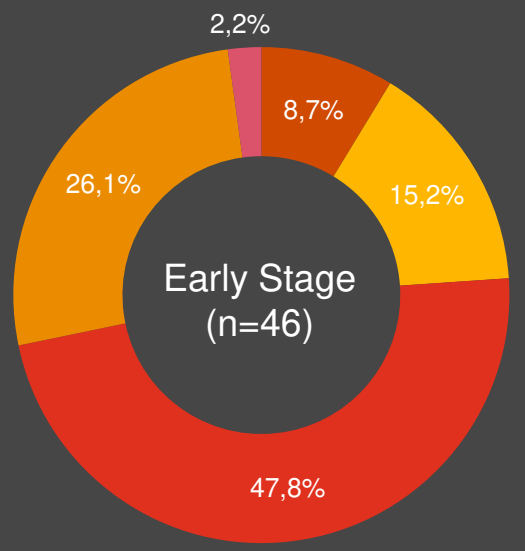


Anhang – Daten zu Vesting

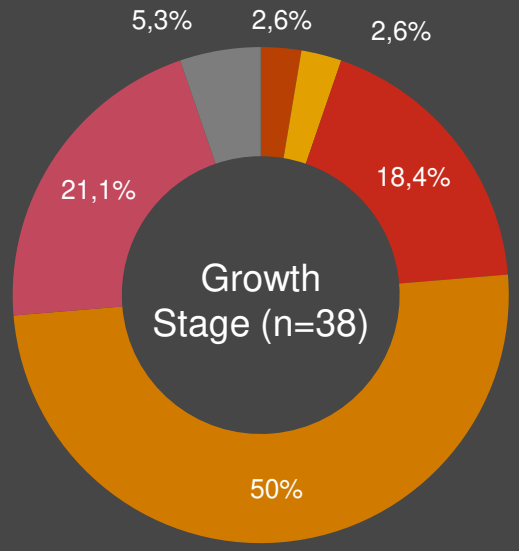
5.1

Üblich sind Vestingzeiträume von 3-5 Jahren für Early Stage Startups. In der Growth Stage nimmt der Zeitraum erwartungsgemäß etwas ab auf nur noch 2-4 Jahre, während in der Later Stage nur noch 2-3 Jahre üblich sind.

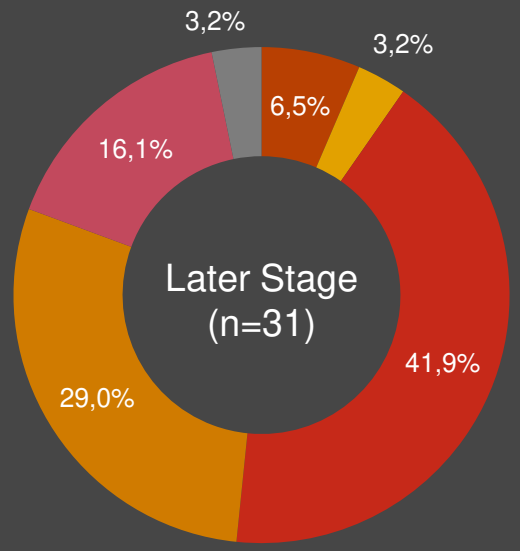
Über welchen Zeitraum werden Vestingvereinbarungen geschlossen? (Bitte die durchschnittlichen Jahre angeben)



2 Jahre 3 Jahre 4 Jahre 5 Jahre 6 Jahre



0 Jahre 1 Jahr 2 Jahre 3 Jahre 4 Jahre 5 Jahre



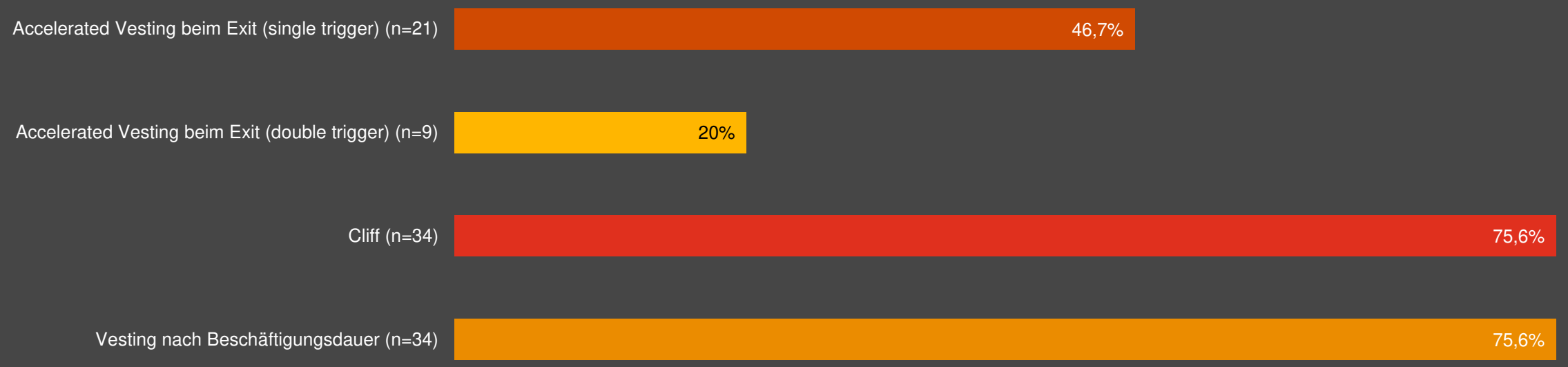
0 Jahre 1 Jahr 2 Jahre 3 Jahre 4 Jahre 5 Jahre

Anhang – Daten zu Vesting

5.2

20% der Teilnehmer nutzen eine double trigger Ausgestaltung des Accelerated Vesting und 46,67% einen single trigger. Beliebt ist es, ein Cliff und Vesting an die Beschäftigungsdauer zu knüpfen. Dies gaben jeweils 75,56% der Befragten an.

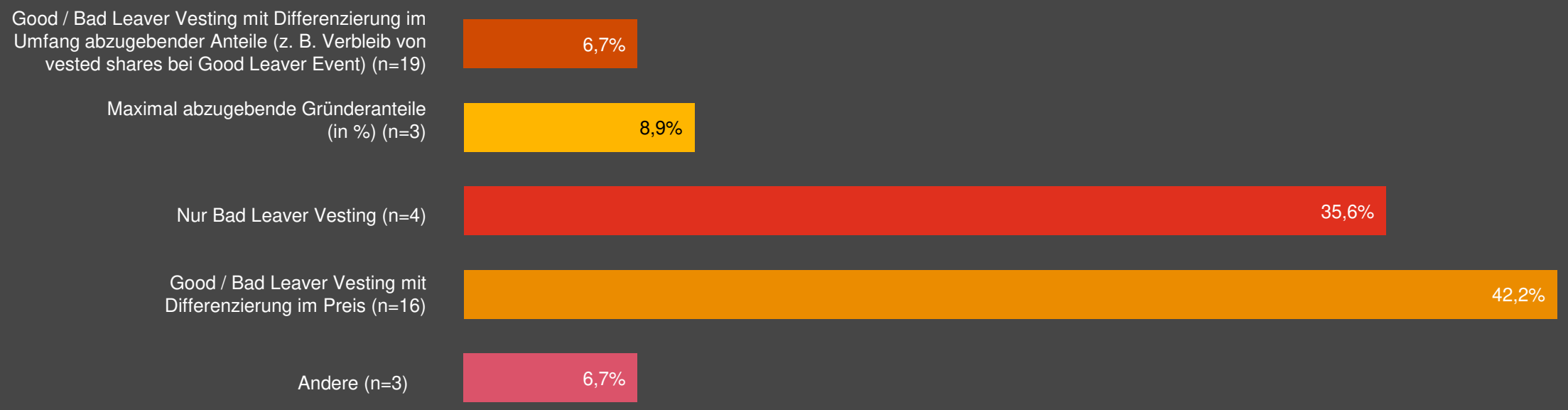
Welche Ausgestaltungsoptionen setzten Sie beim Gründer-Vesting ein? (n=45) (Häufigkeit in %)



Anhang – Daten zu Vesting

5.3 In der Regel werden individuelle Good/Bad Leaver Regelungen getroffen.

Welchen Ausgestaltungen des Vesting vereinbaren Sie im Hinblick auf Umfang und Preis abzugebender Anteile ausscheidender Gründer? (n=45) (Häufigkeit in %)

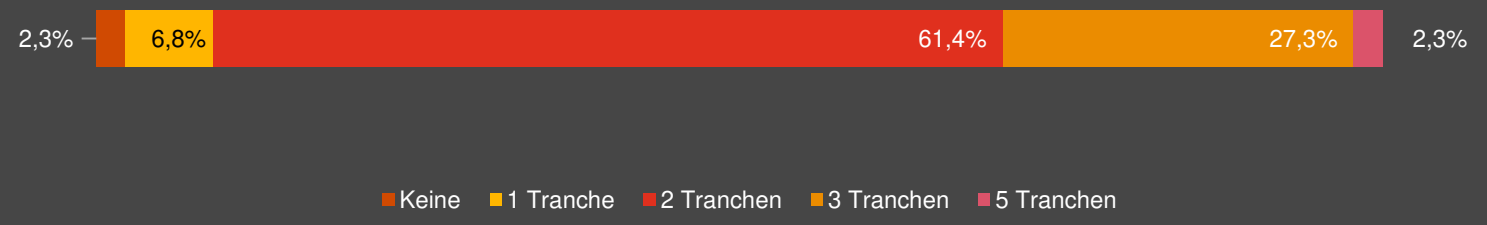


Anhang – Daten zu Meilensteinen

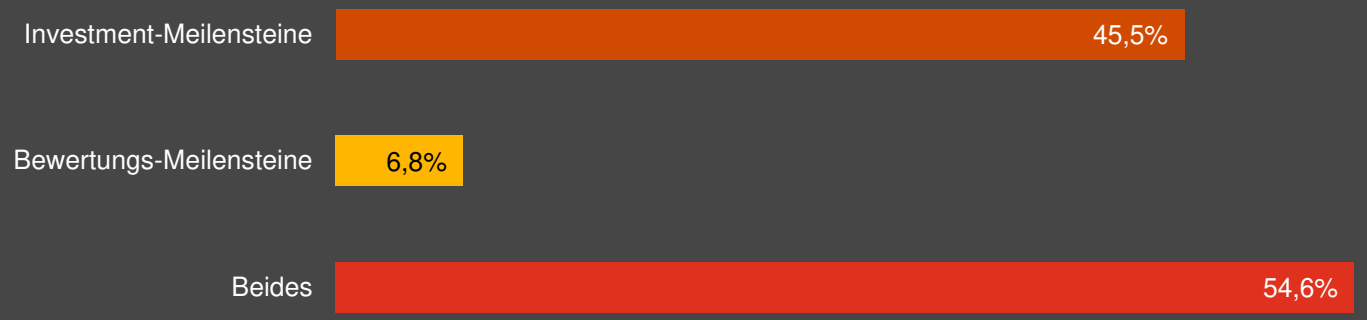
6.1

Überwiegend vereinbaren die Teilnehmer zwei Tranchenzahlungen bei dem Einsatz von Meilensteinen. Dabei werden sowohl Bewertungs-, als auch Investmentmeilensteine verwendet.

Wie viele Tranchen vereinbaren Sie überwiegend beim Einsatz von Meilensteinen? (n=44)



Welche Art von Meilensteinen verwenden Sie? (n=44) (Häufigkeit in %)

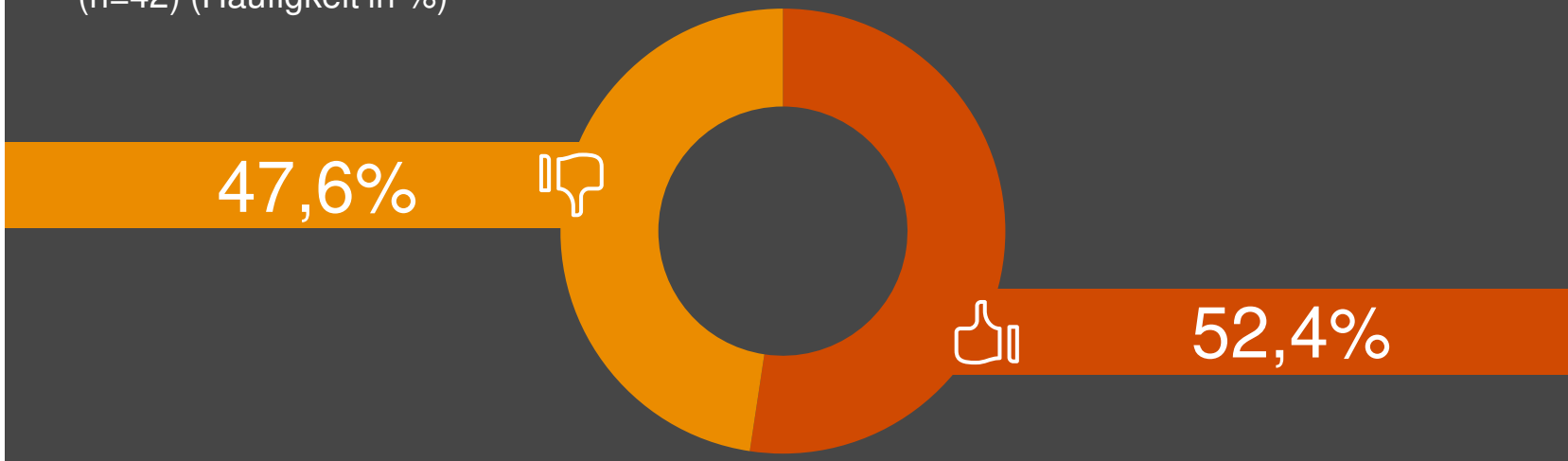


Anhang – Daten zu Meilensteinen

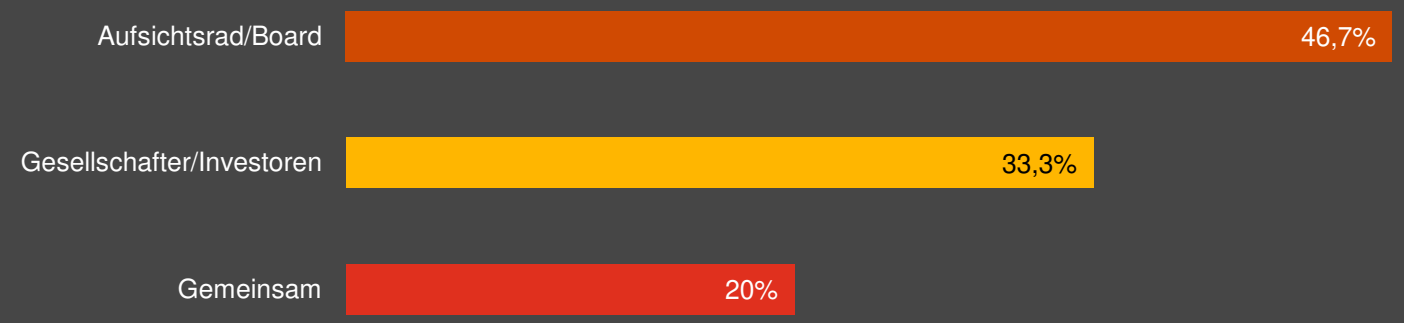
6.2

Egal ob objektive oder subjektive Meilensteine, letztendlich kontrollieren auch viele nicht neutrale Gremien die Erreichung dieser. Als subjektive Meilensteine wurden genannt: Personalentwicklung, Einstellung Key Personal, Teamentwicklung, technische Roadmap.

Wenn objektiv: Gewährleisten Sie die Feststellbarkeit durch neutrale Gremien? (n=42) (Häufigkeit in %)



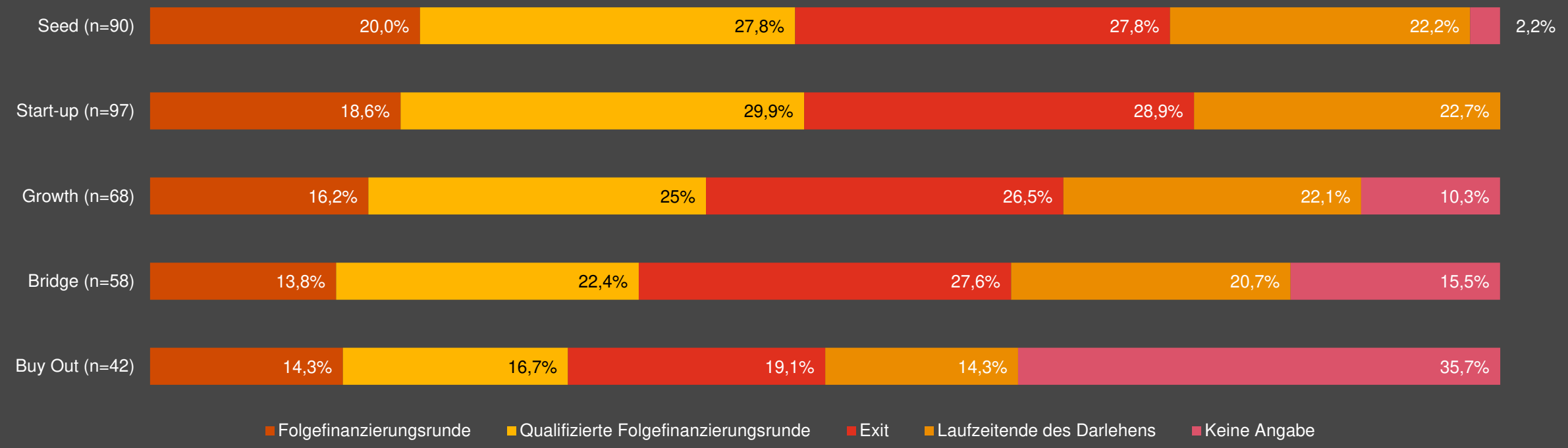
Wenn subjektiv: Wer überprüft die Erreichung der Meilensteine? (n=15) (Häufigkeit in %)



Anhang – Daten zu Wandeldarlehen

7.1 Als überwiegendes Ereignis zur Ausübung des Wandlungsrechts wird eine (qualifizierte) Folgefinanzierungsrunde vereinbart.

Welche Ereignisse für die Ausübung von Wandlungsrechten vereinbaren Sie überwiegend? (Häufigkeit in %)



Anhang – Daten zu Wandeldarlehen

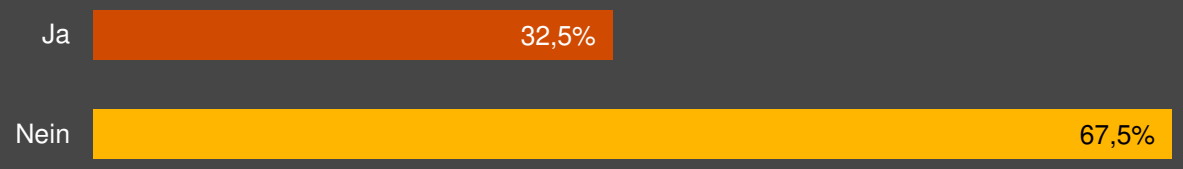
7.2

Etwas mehr als die Hälfte der Befragten sieht keine Notwendigkeit der notariellen Beurkundung eines Wandeldarlehens.

Erwarten Sie die Beurkundung von Wandeldarlehen? (n=42) (Häufigkeit in %)

Akzeptieren Sie eine Wandlungspflicht (statt eines Wandlungsrechts des Darlehensgebers)? (n=41) (Häufigkeit in %)

Kombinieren Sie offene Beteiligungen mit Wandeldarlehen (siehe auch HTGF – Standardmodell)? (n=40) (Häufigkeit in %)

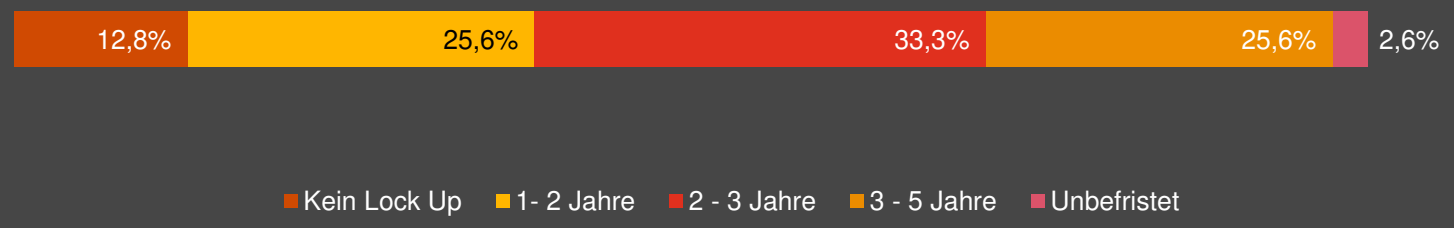


Anhang – Daten zu Founder Lock up

8.1

Founder Lock ups sind sehr gängig, jedoch zeigt sich eine Heterogenität bei der Dauer. Mehr als die Hälfte der Teilnehmer vereinbaren Laufzeiten von > 2 Jahren.

Erwarten Sie Lock Ups (Veräußerungsverbote) von Gründern und wenn ja, mit welcher Dauer? (n=39) (Häufigkeit in %)



Geht das Tag Along Recht von Gründern einem Lock Up vor? (n=35) (Häufigkeit in %)

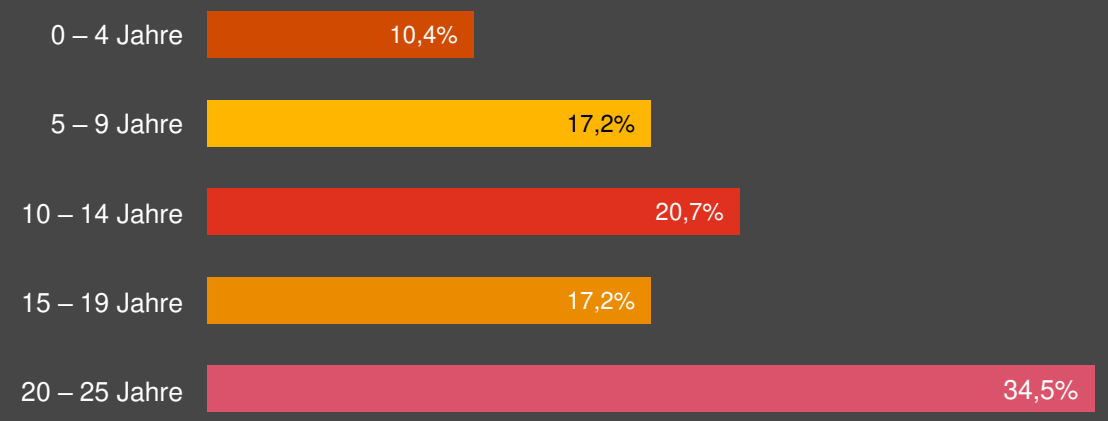
Anhang – Daten zur Unternehmens-bewertung

9.1

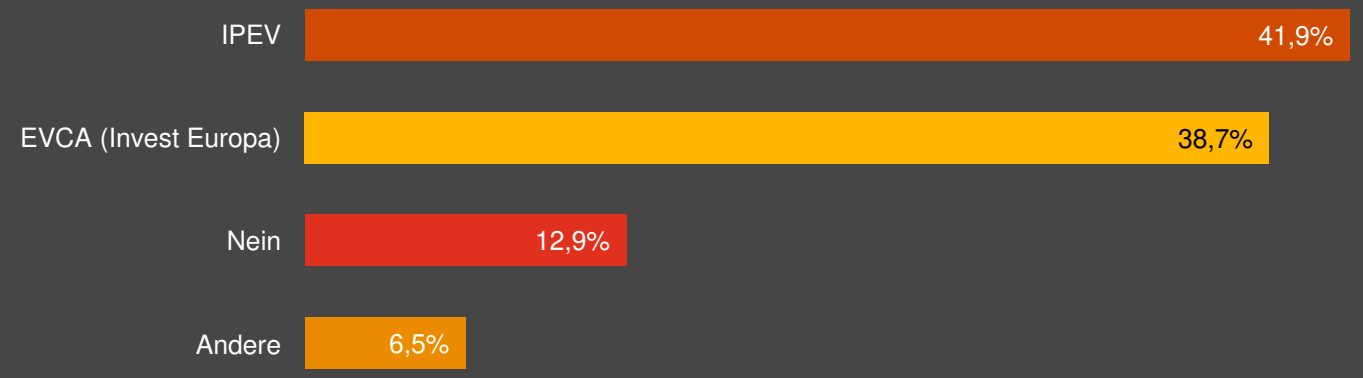
Insgesamt liegt ein sehr hoher Erfahrungsschatz vor. 72% der Befragten haben mehr als 10 Jahre Erfahrung bei der Bewertung von Startups. 34% haben sogar mehr als 20 Jahre Erfahrung.

Dabei folgen die meisten gleichzeitig auch den Bewertungsrichtlinien der IPEV und EVCA.

Über wie viele Jahre Erfahrung verfügen Sie bei der Bewertung von Start-Ups? (n=29) (Häufigkeit in %)



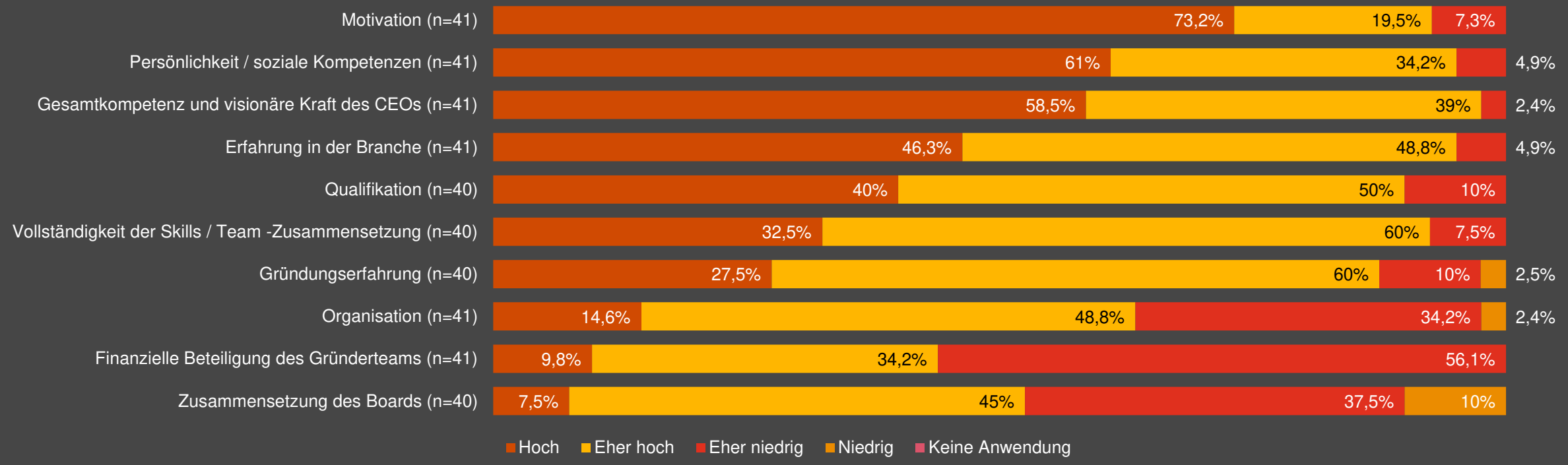
Folgen Sie einer der Guidelines zur Bewertung? (n=32) (Häufigkeit in %)



Anhang – Daten zur Unternehmensbewertung

9.2 Die Motivation und die Persönlichkeit der Gründer*innen sind wichtige Kriterien für die Bewertung.

Wie wichtig sind die folgenden Kategorien für die Bewertung eines Portfoliounternehmens?

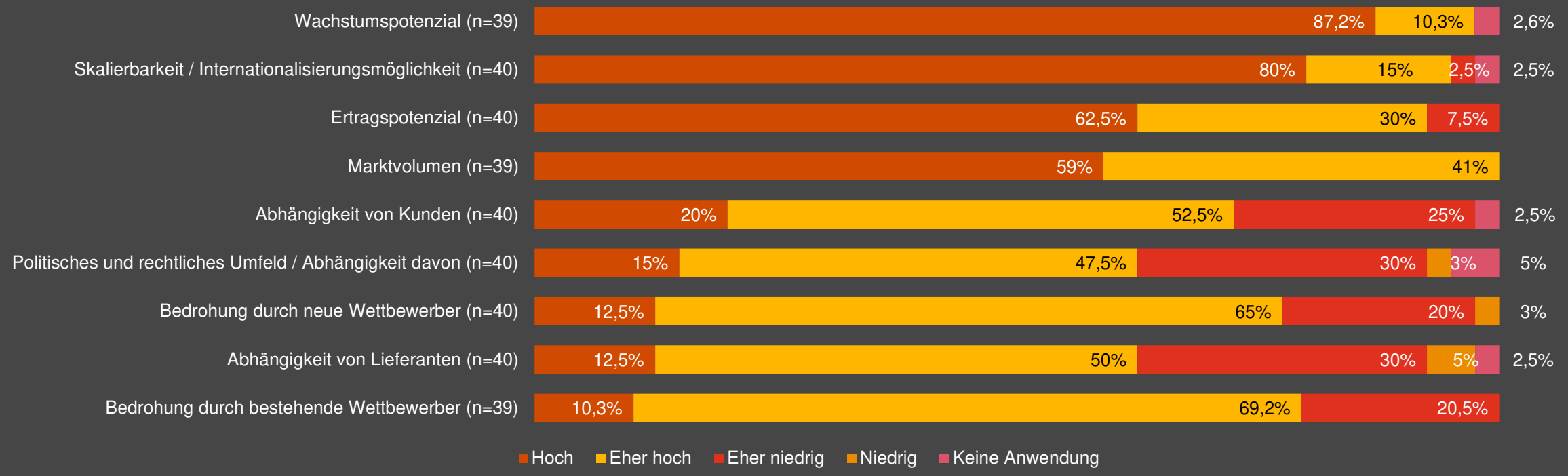


Anhang – Daten zur Unternehmensbewertung

9.3

Weitere wichtige Bewertungskriterien sind das Wachstumspotenzial, die Skalierbarkeit/Internationalisierungsmöglichkeit sowie das Ertragspotenzial und das Marktvolumen.

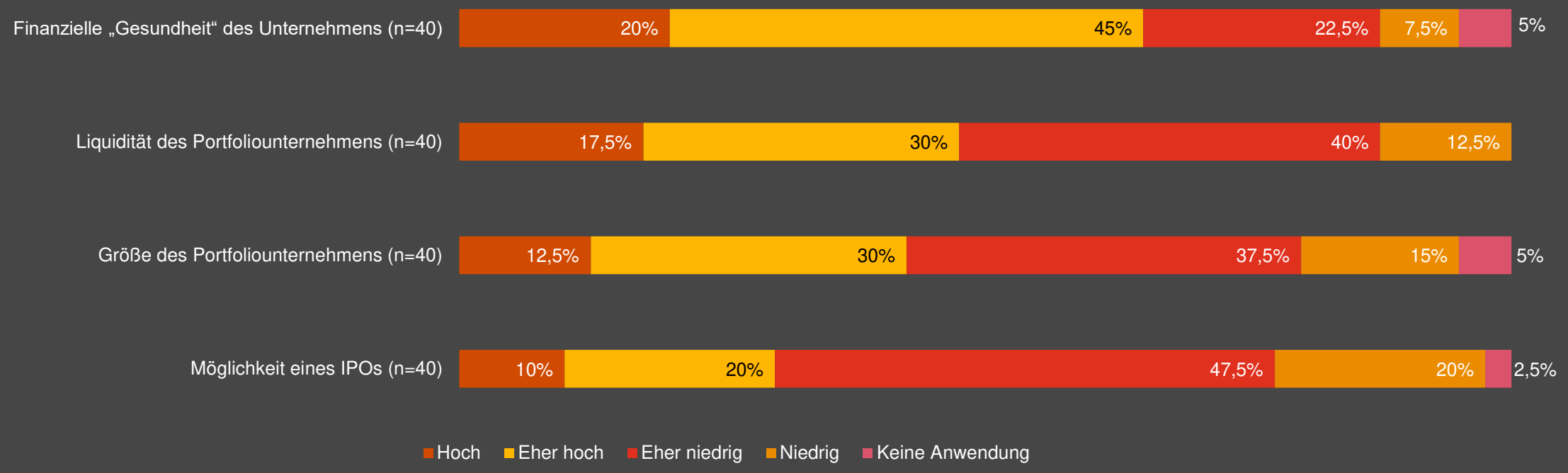
Wie wichtig sind die folgenden Kategorien für die Bewertung eines Portfoliounternehmens? (Häufigkeit in %)



Anhang – Daten zur Unternehmensbewertung

9.4 Finanzielle „Gesundheit“ und Liquidität stellen weitere wichtige Bewertungskriterien dar.

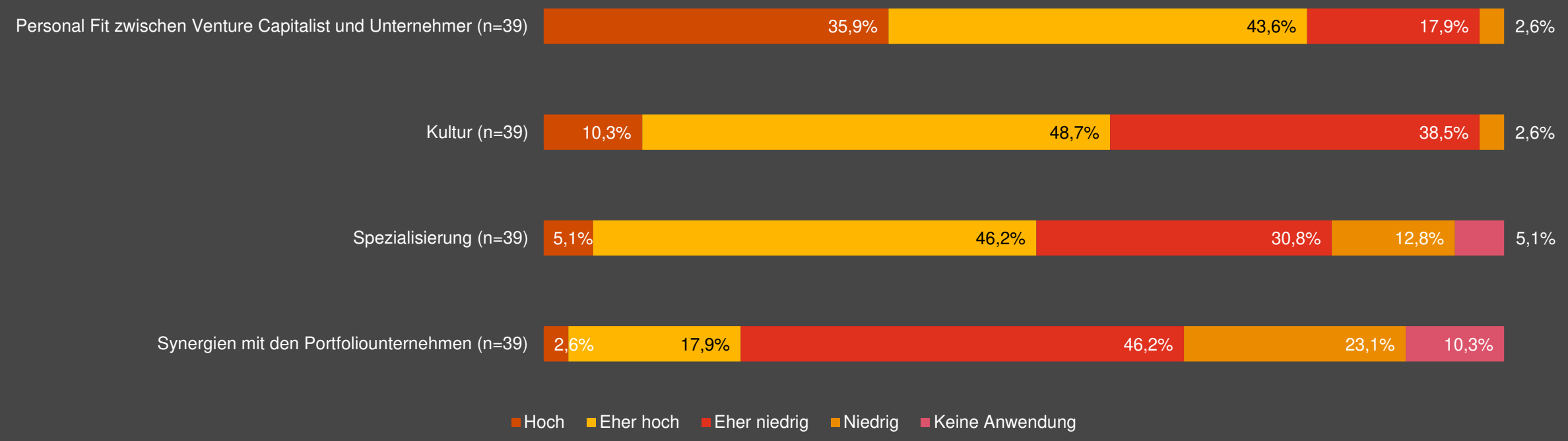
Wie wichtig sind die folgenden Kategorien für die Bewertung eines Portfoliounternehmens?



Anhang – Daten zur Unternehmensbewertung

9.5 Der Personal Fit zwischen VCs und dem Unternehmer spielt ebenfalls eine wichtige Rolle.

Wie wichtig sind die folgenden Kategorien für die Bewertung eines Portfoliounternehmens?

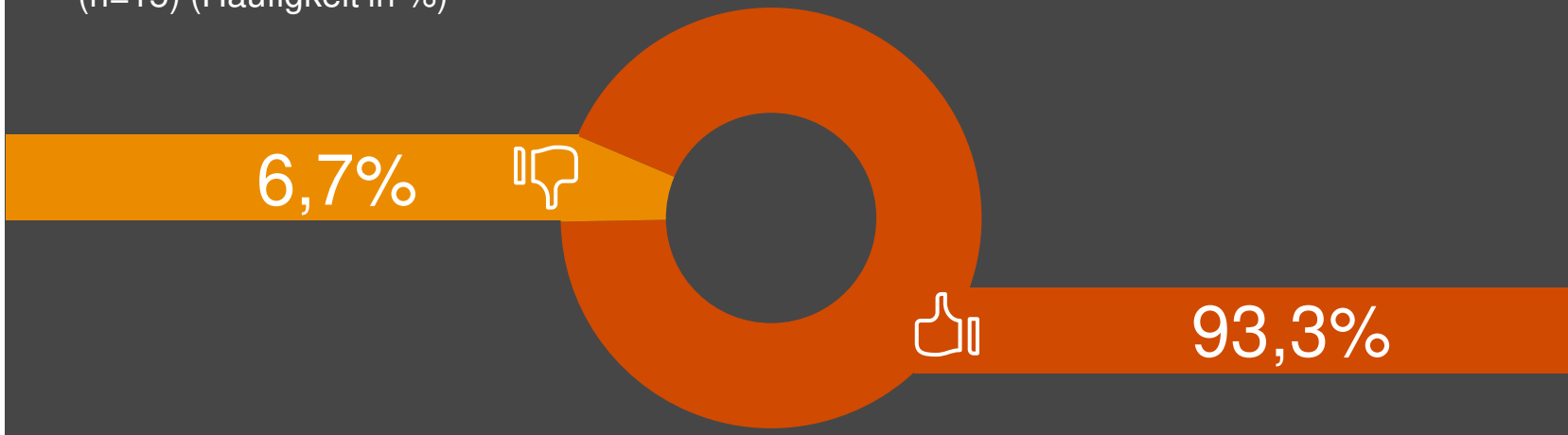


Anhang – Daten zur Unternehmens-bewertung

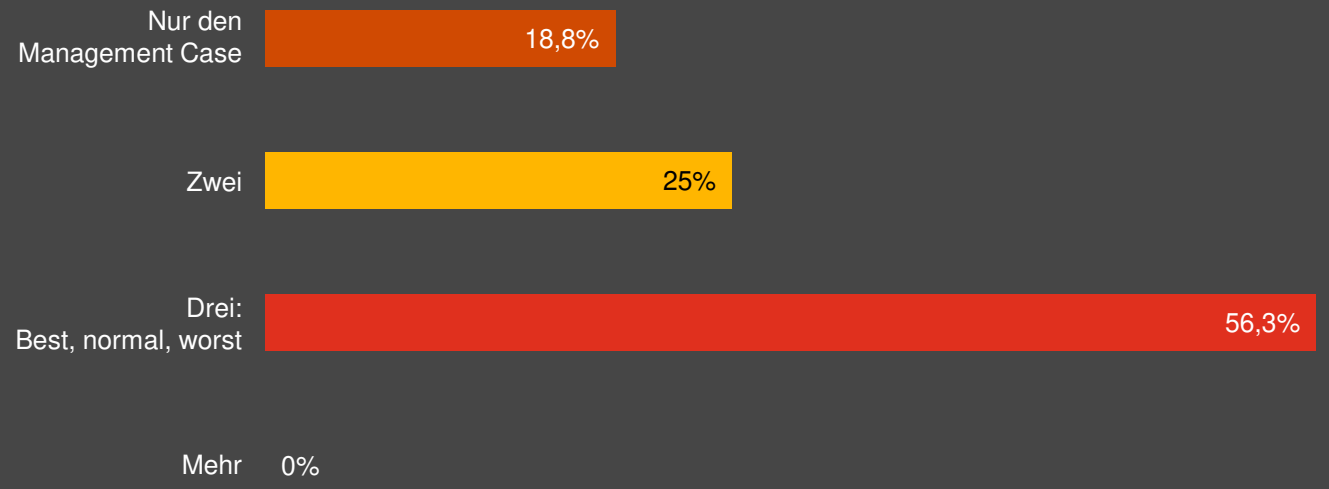
9.6

Die Wachstumsrate im Terminal Value übersteigt die Inflationsrate, und es werden zumeist drei Szenarien gerechnet.

Übersteigt die Wachstumsrate für den Terminal Value in der Regel die Inflationsrate? (n=15) (Häufigkeit in %)



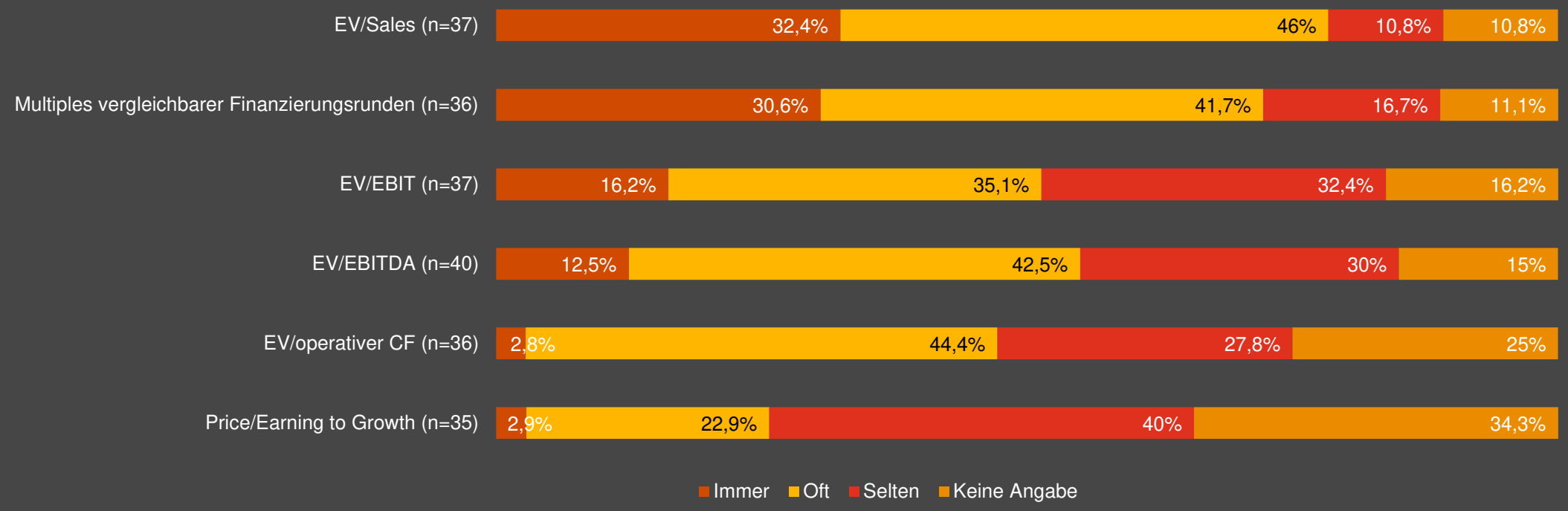
Wie viele Cash-Flow Szenarien verwenden Sie? (n=16) (Häufigkeit in %)



Anhang – Daten zur Unternehmensbewertung

9.7 Die Multiples aus vergleichbaren Finanzierungsrunden sowie Umsatzmultiples werden von den Teilnehmern am häufigsten verwendet.

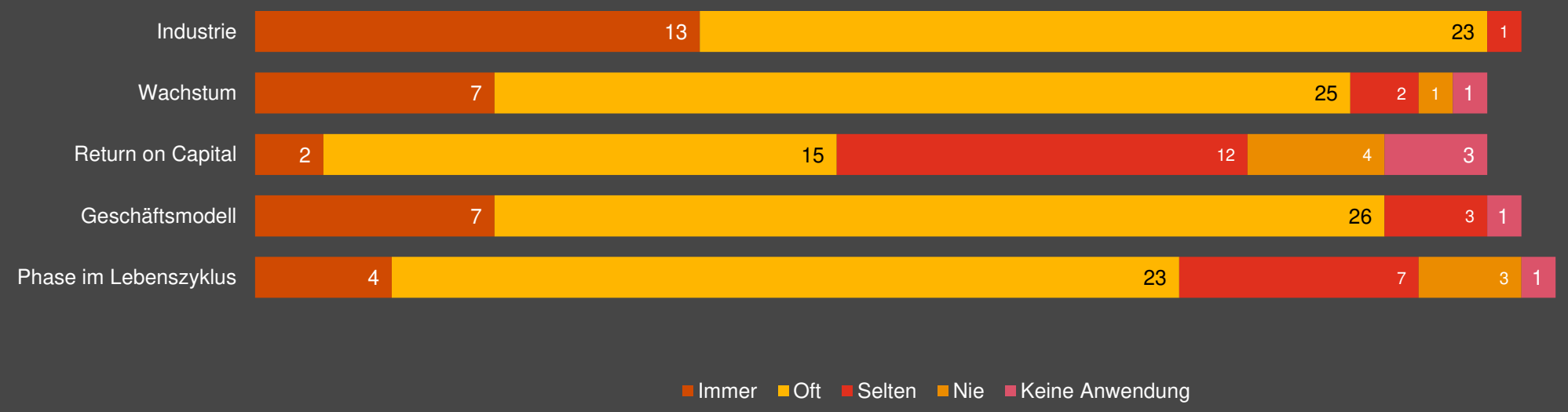
Mit welcher Häufigkeit verwenden Sie die folgenden Multiples? (Häufigkeit in %)



Anhang – Daten zur Unternehmensbewertung

9.8 Die Industrie ist das wichtigste Kriterium, dicht gefolgt vom Unternehmenswachstum und dem Geschäftsmodell.

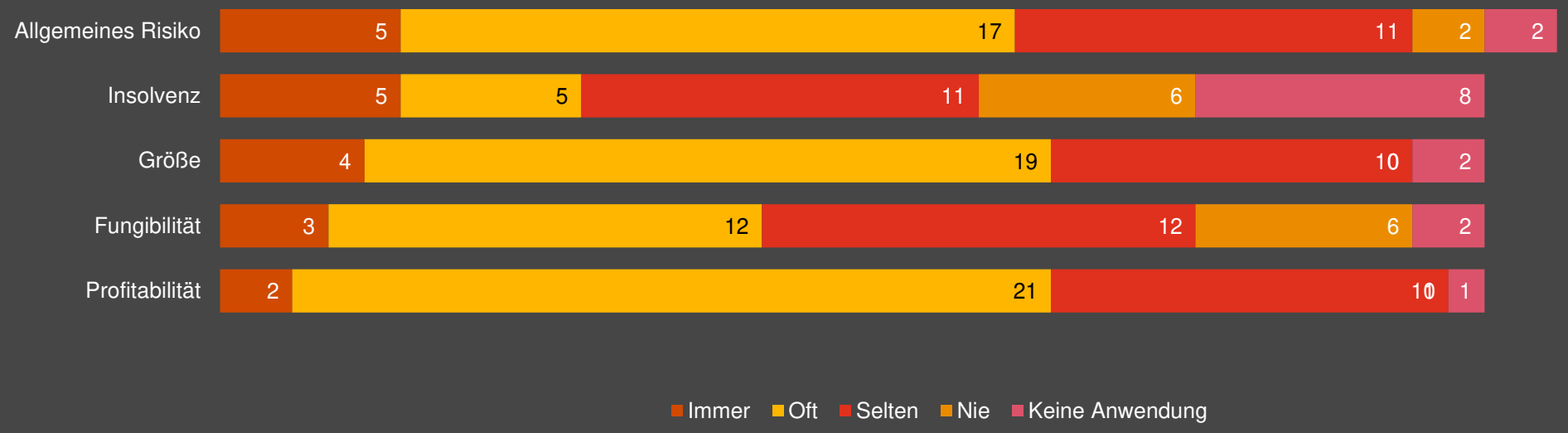
Mit welcher Häufigkeit werden die folgenden Kriterien zur Auswahl der Vergleichsgruppe verwendet? (Anzahl der Nennungen)



Anhang – Daten zur Unternehmensbewertung

9.9 Multiples werden häufig bzgl. des allgemeinen Risikos sowie der Profitabilität angepasst.

Wie oft passen Sie die von Ihnen ausgewählten Multiples durch folgende Faktoren an? (Anzahl der Nennungen)

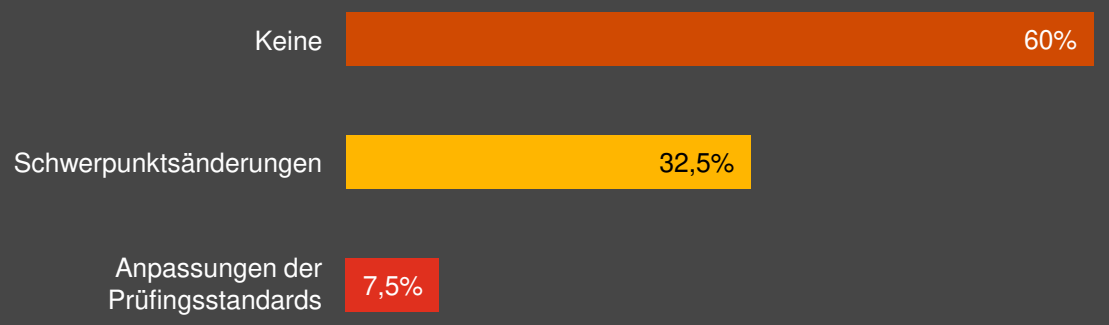


Anhang – Daten zu COVID-19

10.1

Die Due Diligence des Business Models der Portfoliounternehmen wird bei fast 1/3 in den Schwerpunkten angepasst, überwiegend werden jedoch keine Auswirkungen auf die Due Diligence Prozesse gesehen.

Welche Auswirkungen hat die COVID-19 Krise auf die Due Diligence des Business Models? (n=40) (Häufigkeit in %)

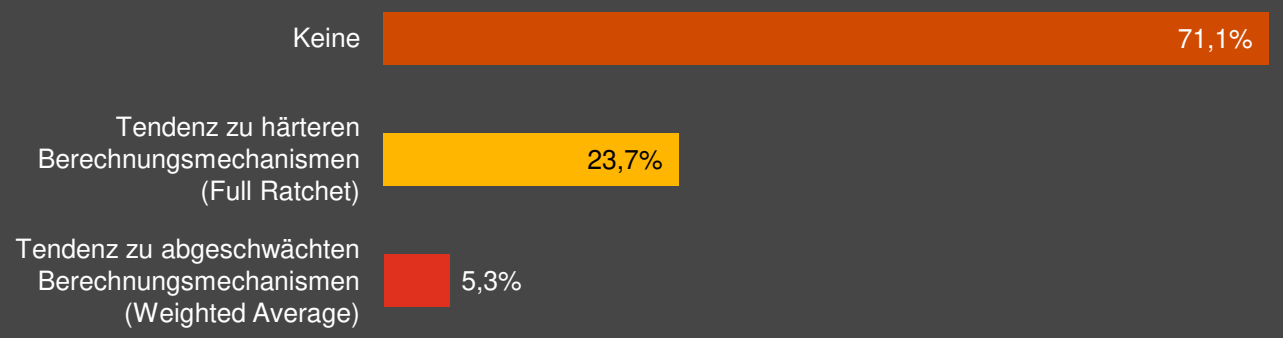


Anhang – Daten zu COVID-19

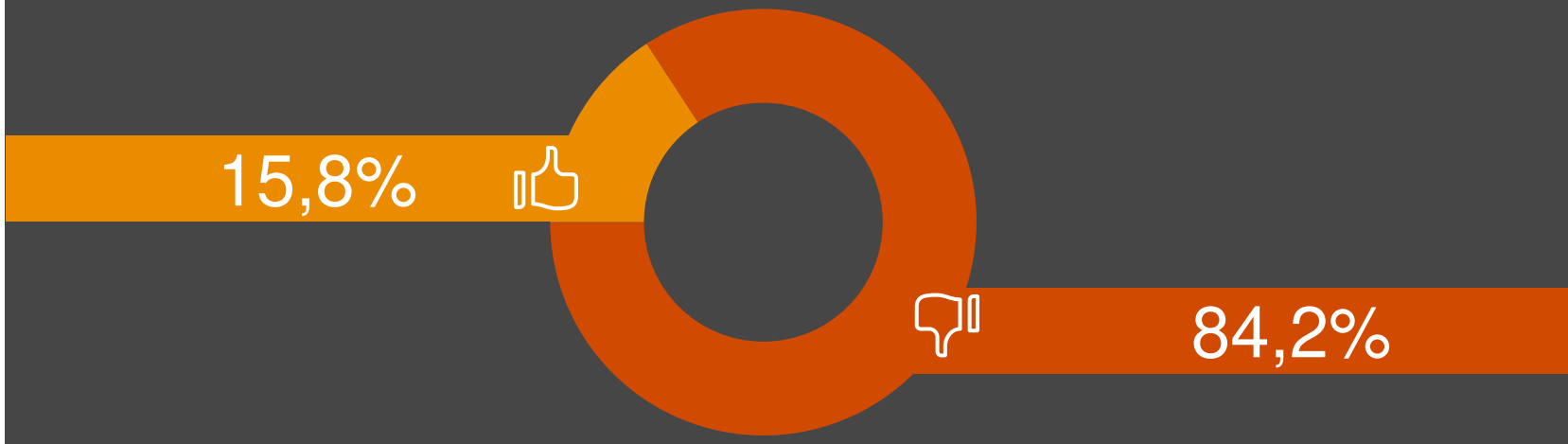
10.2

Zwar halten die Investoren daran fest, bestehende Anti-Dilution Regelungen trotz COVID-19 durchzusetzen, eine Tendenz zu strengeren Anti-Dilution Klauseln oder härteren Berechnungsmethoden wird jedoch überwiegend nicht angestrebt.

Welche Änderungen bei den Anti-Dilution Klauseln gibt es aufgrund der COVID-19 Krise? (n=38) (Häufigkeit in %)



Vereinbaren Sie strengere Anti-Dilution Klauseln (z. B. Full Ratchet)? (n=38) (Häufigkeit in %)

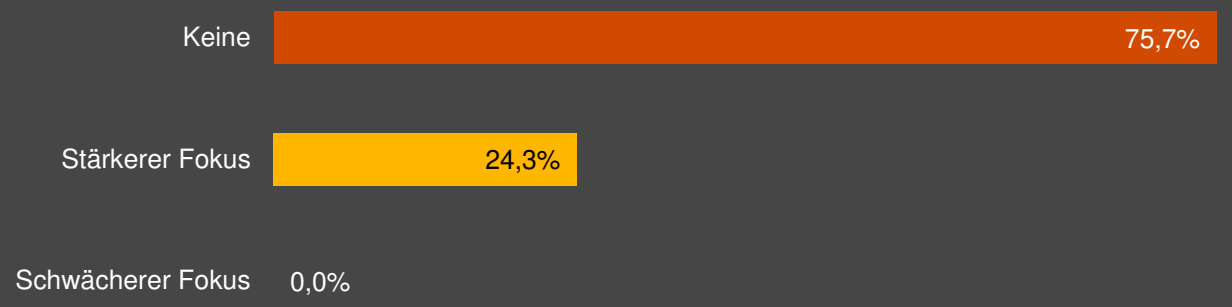


Anhang – Daten zu COVID-19

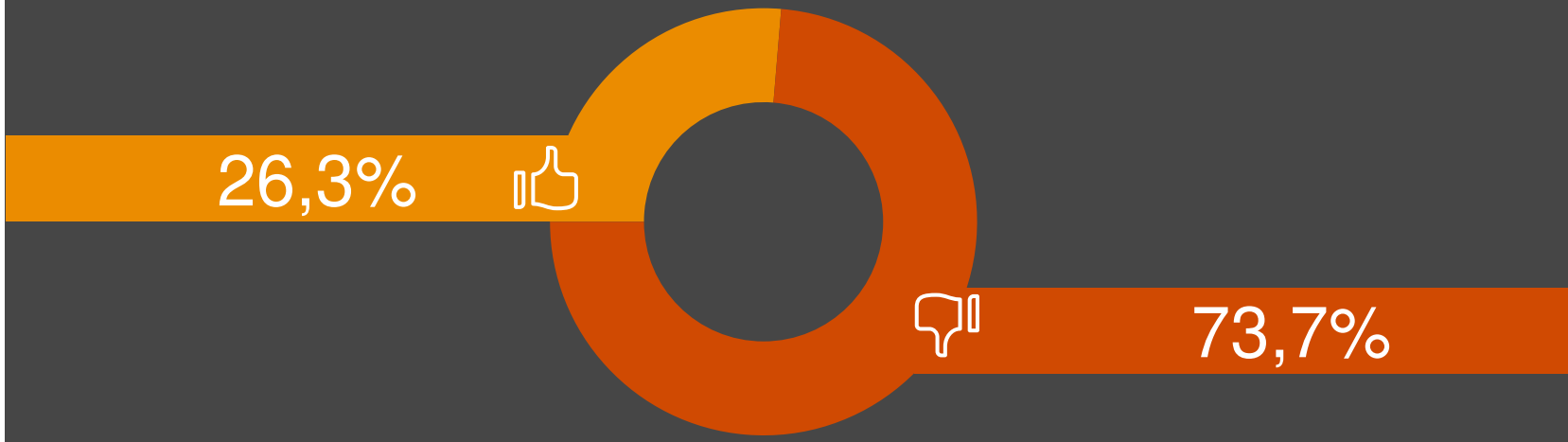
10.3

Ein veränderter Fokus auf Kontrollrechte sowie Nachbewertungsklauseln werden in der Regel durch COVID-19 nicht vereinbart.

Wie verändert sich der Fokus auf Kontrollrechte? (n=37) (Häufigkeit in %)



Vereinbaren Sie nun Nachbewertungsklauseln für zukünftige Meilensteine oder Tranchen-Zahlungen? (n=38) (Häufigkeit in %)

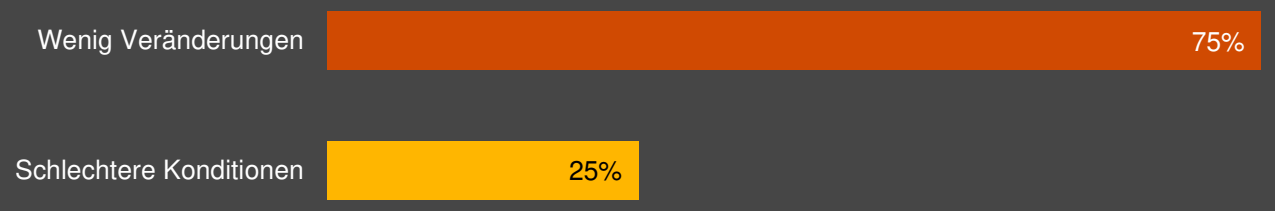


Anhang – Daten zu COVID-19

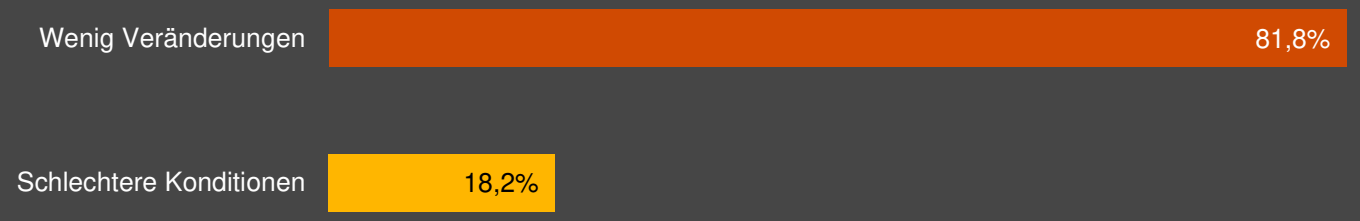
10.4

Sowohl bei der Finanzierung mit Eigenkapital, als auch mit Wandeldarlehen gibt es wenig Veränderungen bei den Konditionen, die zum Nachteil für die Gründer wären.

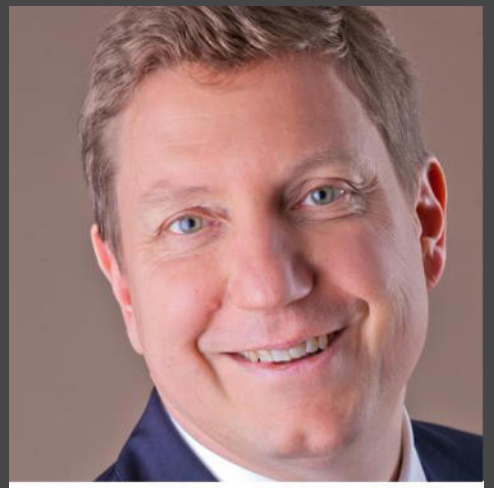
Setzen Sie Nachfinanzierungen im bestehenden Portfolio aktuell überwiegend mit **Eigenkapital** oder über **Wandeldarlehen** um und haben sich die Konditionen spürbar (zum Nachteil der Gründer) verändert? Eigenkapital (n=36) (Häufigkeit in %)



Setzen Sie Nachfinanzierungen im bestehenden Portfolio aktuell überwiegend mit Eigenkapital oder über Wandeldarlehen um und haben sich die Konditionen spürbar (zum Nachteil der Gründer) verändert? Wandeldarlehen (n=33) (Häufigkeit in %)



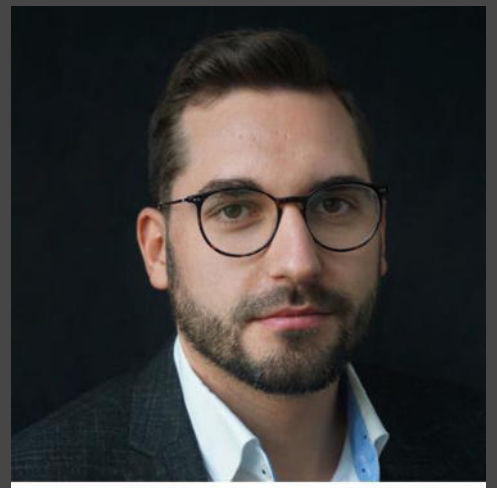
Ihre Autoren



Prof. Dr. Dirk **Honold**

TECHNISCHE HOCHSCHULE NÜRNBERG
GEORG SIMON OHM

Dirk.honold@th-nuernberg.de



Patrick **Hümmer**

VENTURY ANALYTICS

Patrick@ventury-analytics.de

Enrico **Reiche**

pwc

Enrico.reiche@pwc.com

Gerhard **Wacker**

pwc

Gerhard.wacker@pwc.com

© Dezember 2020 Honold, Ventury Analytics GmbH und PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft. Alle Rechte vorbehalten. "PwC" bezeichnet in diesem Dokument die PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, die eine Mitgliedsgesellschaft der PricewaterhouseCoopers International Limited (PwCIL) ist. Jede der Mitgliedsgesellschaften der PwCIL ist eine rechtlich selbstständige Gesellschaft.