

14

ORRICK
LEGALNINJA
SERIES



GROWTH UND HURDLE SHARES IN DEUTSCHEN START-UPS

STRUKTUREN / PRAKTISCHE UMSETZUNG /
EMPIRISCHE DATEN

AUSWERTUNG
VON
60+
GROWTH SHARE-
PROGRAMMEN
deutscher
Start-ups



VC & TECH BRIEFINGS GERMANY

Herausgeber:

Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP,
Heinrich-Heine-Allee 12, 40213 Düsseldorf, Deutschland,
Tel.: +49 (0)211/367870, Internet: www.orrick.de

Vertretungsberechtigt in Deutschland und verantwortlich für redaktionelle Inhalte i.S.d. § 55 Abs. 3 des Staatsvertrages für Rundfunk und Telemedien sind Dr. Stefan Schultes-Schnitzlein und Dr. Christoph Brenner (Co-Leiter der deutschen Büros), Heinrich-Heine-Allee 12, 40213 Düsseldorf und Lenbachplatz 6, 80333 München, Deutschland, Tel.: +49 (0)211/367870, E-Mail: duesseldorf@orrick.com

Copyright:

Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP, 2024. Alle Rechte vorbehalten. Das Orrick-Logo und "Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP" sind eingetragene Marken der Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP.

Version: März 2025

Haftungsausschluss:

Diese Publikation dient allein der allgemeinen Information und berücksichtigt nicht die individuellen Umstände des Einzelfalls. Diese Publikation erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Sie dient nicht dazu und kann keine einzelfallbezogene Beratung durch kompetente Rechts-, Steuer- und andere Berater ersetzen und darf nicht entsprechend verwandt werden. Diese Publikation stellt weder ausdrücklich noch stillschweigend ein Angebot oder die Annahme eines Angebots auf Abschluss eines Auskunfts- oder Beratungsvertrages dar. Die in dieser Publikation enthaltenen Meinungen, Auslegungen und Vorhersagen geben allein die Ansichten der Autoren wieder, welche nicht notwendigerweise der Ansicht der Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP entsprechen. Auch wenn sich die Autoren um eine korrekte Darstellung in dieser Publikation bemüht haben, übernehmen weder sie, noch die Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP noch sonst jemand in Verbindung mit den Vorgenannten Gewähr, Estandspflicht oder Haftung hierfür.

Anwaltswerbung.

ORRICK
LEGALNINJA
SERIES



Inhaltsverzeichnis

A. Growth und Hurdle Shares in deutschen Start-ups	6
I. Einleitung	6
II. Was sind Growth Shares?.....	9
1. Probleme bei der Ausgabe echter Anteile, insbesondere die Besteuerung von Dry Income	9
2. Zwei Ansatzpunkte.....	10
2.1 Growth Shares – Reduktion des Verkehrswertes	10
2.2 § 19a EStG-Anteile – wenigstens aufgeschoben	13
2.3 Beispielsrechnung für die Steuerfolgen	16
III. Die praktische Umsetzung von Growth Shares	18
1. Wo kommen Growth Shares her?	18
2. Hurdle und Ausgabepreis.....	18
2.1 Festlegung der Hurdle	18
2.2 Festlegung des "richtigen" Ausgabepreises	19
2.3 Was sollte im Gesellschaftsvertrag und im Shareholders' Agreement geregelt werden?	20
2.4 Abklärung mit dem Finanzamt.....	20
2.5 DAC-6	20
3. Vesting- und Leaver-Bestimmungen	21
4. Und was ist mit den Governance-Problemen?	24
4.1 Direkte Anteilsausgabe.....	24
4.2 ManCos – Höherer Aufwand aber einfachere Governance	25
5. Die Veräußerung von Growth Shares und die Behandlung im IPO.....	25
5.1 Growth Shares im Exit – wem steht die Hurdle zu?.....	25
5.2 Veräußerung von Growth Shares außerhalb eines Exits.....	27
5.3 Growth Shares im IPO.....	27
IV. Empirische Daten zu Growth Shares	28
1. Der untersuchte Datensatz, Annahmen und Einschränkungen	28
2. Erkenntnisse.....	29
2.1 Gesamtanzahl und Terminologie.....	29
2.2 Welche Unternehmen geben Growth Shares aus?	29
2.3 In welcher Stage werden Growth Shares ausgegeben?	30
2.4 Wie viele Growth Shares werden ausgegeben?	30
2.5 Wer bekommt Growth Shares?	31
2.6 Erkenntnisse zur Höhe der Hurdle	34
B. Unsere internationale Plattform für Technologieunternehmen	35
C. Über die Autoren.....	39

ORRICK LEGAL NINJA SERIES



Die Orrick Legal Ninja Series – OLNS

Mit unseren auf Technologietransaktionen spezialisierten Teams in allen wichtigen globalen Märkten begleiten wir zahlreiche deutsche Technologieunternehmen auf ihrem Wachstumspfad. Als eine der führenden Tech-Kanzleien weltweit ist es unser Ziel, gerade die Gründerszenen in den USA und Deutschland noch stärker zu vernetzen.

Deshalb haben wir 2019 die Orrick Legal Ninja Series ("OLNS") ins Leben gerufen. Mit dieser Serie geben wir Überblicke zu aktuellen rechtlichen Entwicklungen, greifen aber auch vertieft Themen auf, die für deutsche Start-ups und ihre Investoren besonders wichtig sind.

Hinter OLNS steht ein multidisziplinäres Team aus unseren weltweiten Büros. Dieses hat es sich zur Aufgabe gemacht, unseren internationalen Erfahrungsschatz in den Bereichen Venture Capital, Corporate Venture Capital und Technologietransaktionen für diejenigen nutzbar zu machen, die in Deutschland Innovationen unternehmerisch voranbringen wollen.

Und warum ausgerechnet "Ninja"? Vielleicht weil einige von uns in den neunziger Jahren einfach sehr viel Fernsehen geschaut haben... Im Ernst, ein "Ninja" ist gerade im angelsächsischen Sprachraum zum Synonym geworden für "jemand(en), der sich in einer bestimmten Fähigkeit oder Aktivität hervortut". Das ist unser Anspruch, wenn wir junge Technologieunternehmen und ihre Investoren maßgeschneidert beraten. Wir hoffen, dass OLNS Ihnen dabei hilft, "Ninja Entrepreneurs" zu sein.

Wenn Sie Anregungen haben, nehmen Sie bitte Kontakt mit uns auf, Ihre Erfahrungen interessieren uns sehr. Wir wollen uns kontinuierlich weiterentwickeln, um unsere Mandanten bestmöglich begleiten zu können.

Wir hoffen, dass Ihnen die vorliegende vierzehnte Ausgabe von OLNS gefällt.

Im Namen des Orrick-Teams

Sven Greulich

Orrick – Technology Companies Group Deutschland

A. Growth und Hurdle Shares in deutschen Start-ups

I. Einleitung

In OLNS#8 "ESOP, VSOP & Co"¹ haben wir die Bedeutung von Beteiligungsprogrammen für die Incentivierung von Key Employees als kritischen Erfolgsfaktor für ein Start-up erläutert. In der vorliegenden OLNS-Ausgabe beschäftigen wir uns eingehend mit einer besonderen Untergruppe der Beteiligungsmodelle, den sogenannten "Growth Shares", synonym in der Regel auch als "Hurdle Shares" bezeichnet². Bisweilen findet man auch die Bezeichnungen "Zero Shares", "NLP Shares" (NLP steht für "negative liquidation preference"), "MIP Shares" (MIP steht für "management incentive program") oder "Value Shares" oder – sehr bildlich aber bislang den Autoren erst wenige Male begegnet – "Flowering Shares".

Growth Shares sind bei Private Equity-Transaktionen für die Incentivierung von Managern und bei Start-ups für die Incentivierung von Key Employees oder später hinzukommenden Mitgliedern des Gründerteams (sog. Late Co-Founder) interessant, wenn das Unternehmen bereits einen relativ hohen Eigenkapitalwert erreicht hat und damit für Founder und Manager eine – weitere – Beteiligung am Unternehmen schwer finanzierbar ist oder mit einer hohen Steuerlast einhergeht. Hintergrund ist, dass aus – so versichern uns unsere Kollegen aus dem Steuerrechtsteam immer wieder – faszinierenden Gründen Unternehmen echte Anteile in der Regel zu ihrem Verkehrswert ausgeben sollten. Tun sie dies nicht, unterliegt das Delta zwischen dem Verkehrswert der Anteile und dem vom Begünstigten gezahlten Erwerbspreis zum Zeitpunkt der Ausgabe der Lohnsteuer (siehe § 19 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 i.V.m. § 8 Abs. 1 S. 1 EStG sowie § 2 LStDV). Die Steuerrechtskollegen bezeichnen dieses Delta als "geldwerten Vorteil" und auch wir werden von einem oder dem **geldwerten Vorteil** sprechen, wenn wir den Betrag der Begünstigung von Managern, Key Employees oder Late Co-Foundern bei Ausgabe von Anteilen meinen. Der Anfall der Lohnsteuer auf den geldwerten Vorteil lässt sich dann zwar, wie wir sehen werden, unter den Voraussetzungen des § 19a EStG bis zur Veräußerung der erhaltenen Anteile aufschieben. Eine steuerlich (noch) bessere Behandlung kann dagegen oft mit Growth Shares erreicht werden.



1. Die bislang erschienenen Ausgaben der OLNS können hier heruntergeladen werden: <https://www.orrick.com/OLNS>.
2. Da für uns als Anwälte "kleinkariert" ja eine modische Farbe ist, wollen wir nicht verschweigen, dass in England (dem Mutterland der Growth Shares) die Beratungspraxis bei der Terminologie bisweilen danach unterscheidet, ob die Hurdle (wir erklären diesen Begriff weiter unten) entsprechend dem aktuellen Unternehmenswert bei Anteilsausgabe festgelegt wird (dann wird von Growth Shares gesprochen) oder sogar noch höher angesetzt wird (dann wird von Hurdle Shares gesprochen). In England ist die Unterscheidung zwischen "Flowering Shares" (diese werden in der Regel als eine spezielle Anteilsklasse definiert, die es den Inhabern ermöglicht, nur dann oder in größerem Maße am Unternehmenswert teilzuhaben, wenn eine bestimmte Leistungsbedingung erfüllt ist) und "Growth Shares" zwar in der Praxis vielfach verschwommen, sie kann aber dennoch wichtig sein, da die englischen Steuerbehörden "Flowering Shares" als sog. Convertible Securities einordnen und entsprechend besteuern können. Okay, genug der kleinen Karos...

Technisch handelt es sich bei Growth Shares um echte Anteile am Unternehmen, die aber mit einer negativen Liquidations- und Erlöspräferenz³ belastet sind. Die negative Präferenz beschwert die Anteile mit einem Malus, indem diese bei der Verteilung von Erlösen unter anderem aus dem Verkauf der Anteile aber auch bei Ausschüttungen (z.B. nach einem Asset Deal) oder bei der Liquidation des Unternehmens erst dann partizipieren, wenn ein bestimmter Wert – das ist die sog. Hurdle – überschritten wird. Die Hurdle entspricht dabei häufig dem anteiligen Wert des Unternehmens im Zeitpunkt der Ausgabe der Growth Shares (sie muss das aber nicht). Damit müssen bildlich gesprochen diese Anteile erst über eine Hürde springen, ehe sie "im Geld sind" und an Erlösen, Ausschüttungen beziehungsweise Liquidationserlösen des Unternehmens teilnehmen.

Ein Beispiel: Wenn man den Wert des Start-ups mit EUR 50 Millionen annimmt und der Begünstigte 5 % der insgesamt ausstehenden Anteile des Start-ups in Form von Growth Shares erhält und die Hurdle dem angenommenen heutigen Wert der Gesellschaft entspricht, dann würde er bei einem Verkauf des Start-ups für EUR 110 Millionen für seine Growth Shares einen Bruttobetrag in Höhe von $0,05 \times \text{EUR } 60 \text{ Millionen}$ (EUR 110 Millionen – EUR 50 Millionen) = EUR 3 Millionen erhalten. Wir lassen hier der Einfachheit halber etwaige positive Liquidationspräferenzen der Inhaber von Vorzugsanteilen, Transaktionskosten usw. außer Acht.

Die negative Liquidationspräferenz reduziert den Verkehrswert der Growth Shares bei Ausgabe und kann deren Erwerb so für die Manager und Founder finanzierbar machen. Sobald die Hurdle überschritten wird und auf die Growth Shares damit Verkaufs- oder Liquidationserlöse entfallen, sollten diese nicht der Lohnbesteuerung unterliegen, sondern als Kapitaleinkünfte behandelt werden. Damit sind diese Modelle steuerlich attraktiver als reine virtuelle Beteiligungsmodelle und – wie wir noch sehen werden – auch als echte Anteile, die unter Ausnutzung des Besteuerungsaufschubs nach § 19a EStG ausgegeben werden.

In Deutschland sind Beteiligungsprogramme, die dem Begünstigten "virtuelle" Optionen oder virtuelle Anteile gewähren, sehr viel verbreiteter als Programme, die "echte" Anteile oder Optionen auf "echte" Anteile ausgeben. Vor dem Hintergrund der steuerlichen und Corporate Governance-Schwächen vieler eigenkapitalbasierter Programme (wir kommen auf diese noch zurück) versuchen virtuelle Mitarbeiterbeteiligungsprogramme ("VSOP") lediglich, die eigenkapitalbasierten Programme wirtschaftlich zu simulieren. Einfach ausgedrückt, erhält der Begünstigte im Exit eine Barzahlung vom Start-up, wobei die Höhe dieser Zahlung unter anderem davon abhängt, wie

viel der Inhaber eines Stammanteils des Start-ups im betreffenden Exit erhält. Obwohl sachkundige Berater oft mehr als 20 Seiten für solche Programme benötigen, ist ein VSOP im Grunde nichts anderes als eine recht komplexe exitgetriebene variable Vergütung. Die wenigen verfügbaren Umfragen (und diese stammen aus einer Zeit, als § 19a EStG-Instrumente noch nicht verfügbar waren) deuten darauf hin, dass mehr als 70 % der Tech-Start-ups, die in Deutschland irgendeine Form von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen implementiert haben, auf ein VSOP setzen. Mit der zunehmenden Marktdurchdringung von eigenkapitalbasierten Programmen, welche auf den Besteuerungsaufschub nach § 19a EStG setzen (insbesondere in Form von Genussrechten), wird sich diese Situation in den kommenden Jahren ändern. Denn: VSOPs sind zwar einfach aufzusetzen und zu administrieren, sie haben nur einen klitzekleinen Nachteil (auch wenn das unser Finanzminister anders sehen mag). Sie sind steuerlich die schlechteste Option, da sie voll der Lohnsteuer unterliegen. Instrumente nach § 19a EStG (in der Form echter Anteile oder von Genussrechten) können schon zu einer deutlich niedrigeren Steuerlast führen. Da Growth Shares jedoch durch persönliche Holdinggesellschaften gehalten werden können – eine Option, die für Instrumente nach § 19a EStG nicht verfügbar ist – bieten Growth Shares nach wie vor die potenziell attraktivste Steuergestaltungsmöglichkeit. Keine Sorge, wir werden das noch im Einzelnen erklären.

Auch wenn das Konzept der Growth Shares relativ einfach erscheint, ist ihre Umsetzung und Administration in der Praxis jedoch mit einigem Aufwand verbunden. Zudem gibt es eine Reihe verbleibender Unsicherheiten, insbesondere was die Bestimmung des "richtigen" Verkehrswerts (Anschaffungspreises) für die Growth Shares bei Ausgabe betrifft. Letztlich ist die steuerliche Behandlung von Erlösen aus Growth Shares als Kapitaleinkünfte höchststrichterlich noch nicht abschließend geklärt und die Praxis der Finanzbehörden ist bundesweit auch nicht immer einheitlich.

Zudem gilt zu beachten, dass Growth Shares echte Anteile mit bestimmten unentziehbaren Rechten etc. sind (anders als Genussrechte, die weitgehend ohne diese Rechte ausgestaltet werden können): Sollen Growth Shares an eine größere Gruppe von Begünstigten ausgegeben werden, kann es geboten erscheinen, die Begünstigten durch eine Pooling-Vereinbarung und die Zwischenschaltung einer Pooling Gesellschaft (das ist die unten definierte "ManCo") zu bündeln, um die Corporate Governance handhabbar zu halten, Entscheidungsprozesse zu vereinfachen und zukünftige Finanzierungsrunden zu straffen (man könnte auch eine Treuhandstruktur als Alternative in Betracht ziehen).

3. Um genau zu sein, die negative Liquidationspräferenz gilt nicht nur für Liquidationserlöse, sondern für Gewinnausschüttungen und die Verteilung von (Verkaufs-) Erlösen.

Der vorliegende Guide erläutert das Konzept hinter den Growth Shares im Detail und stellt Einsatzmöglichkeiten vor. Er gibt weiterhin zu einigen zentralen Aspekten der Umsetzung von Growth Share-Programmen praktische Hilfestellungen und zeigt auf, wie sich rechtliche und steuerliche Fallstricke vermeiden lassen, aber auch wo Unsicherheiten bleiben. Abschließend stellen wir die empirischen Ergebnisse einer Auswertung von mehr als 60 Growth Share-Programmen deutscher Start-ups vor und beantworten u.a., in welcher Unternehmensphase Start-ups solche Programme auflegen, an wen Growth Shares ausgegeben werden und wie umfangreich diese Programme gemessen am gesamten Cap Table ausfallen.

Im Start-up Land ist Englisch ja die Lingua Franca. Zur besseren Lesbarkeit behalten wir in der Regel auch im deutschen Text die englische Terminologie wie "Growth Shares", "Hurdle (Shares)" etc. bei, auch wenn wir die Germanisten unter unseren Lesern jetzt verlieren mögen (wenn Sie einer sind, melden Sie sich bitte bei uns, wir würden Sie wirklich gerne kennenlernen).

Um uns das Leben etwas zu vereinfachen, werden wir folgende Begrifflichkeiten verwenden:

- **"Begünstigter"** bezeichnet den Erwerber von Growth Shares. Dies können Key Executives des Start-ups sein oder nach der Gründung des Start-ups noch hinzutretende *de facto* Founder und bisweilen auch die ursprünglichen Founder, z.B. wenn man später den Fehler einer zu starken initialen Verwässerung korrigieren will. Auch wenn wir aus Gründen der besseren Lesbarkeit vom Begünstigten als Inhaber der Growth Shares schreiben, ist zu beachten, dass aus steuerlichen Gründen die Begünstigten oftmals die Growth Shares nicht selbst halten werden, sondern über von ihnen kontrollierte persönliche Holdinggesellschaften (meist in der Rechtsform einer UG (haftungsbeschränkt)). Bisweilen werden zur Vereinfachung der Corporate Governance des Start-ups die Growth Shares auch in einer ManCo (wie unten definiert) gehalten. An dieser sind dann die Begünstigten (indirekt über ihre persönlichen Holdinggesellschaften) als Kommanditisten beteiligt. Wir werden auf diese Varianten zurückkommen.
- **"Growth Shares"** Auch wenn es im Markt mit Hurdle Shares, NLP Shares, Zero Shares, MIP Shares und Value Shares viele weitgehend synonym verwandte Begriffe gibt, verwenden wir einheitlich die Bezeichnung Growth Shares. Damit gemeint ist eine Klasse echter Anteile, die mit einer negativen Liquidationspräferenz in Höhe der nachfolgend beschriebenen Hurdle belastet sind.
- **"Hurdle"** bezeichnet die Höhe der negativen Liquidationspräferenz, wobei je nach Kontext der Begriff entweder die Höhe der gesamten negativen Liquidationspräferenzen oder die Höhe der negativen Liquidationspräferenz pro Growth Share meint. Vereinfachtes Beispiel: Ein Start-up hat bislang Stamm- und Vorzugsanteile ausgegeben (insgesamt 50.000 Anteile). Die Gesellschafter wollen nunmehr Growth Shares ausgeben. Diese Growth Shares sollen nicht am von den Gesellschaftern aktuell mit EUR 50 Millionen angenommenen Unternehmenswert partizipieren, sondern nur an dem noch zu schaffenden Unternehmenswert über dieser Schwelle. Die Growth Shares müssen daher mit einer negativen Liquidationspräferenz von EUR 1.000 (EUR 50 Millionen / 50.000 Anteile) belastet werden. EUR 1.000 sind damit die Hurdle pro Growth Shares, während die gesamte Hurdle-Summe EUR 50 Millionen beträgt.
- **"ManCo"** bezeichnet eine meist als deutsche GmbH & Co. KG organisierte Gesellschaft, in der die Growth Shares (oder § 19a EStG-Anteile) der Begünstigten gepoolt werden. Die ManCo wird für steuerliche Zwecke regelmäßig durch die Einschaltung eines geschäftsführenden Kommanditisten entprägt.

Wie immer gilt, dass, sofern der Kontext nicht klar etwas anderes verlangt, Bezugnahmen auf ein Geschlecht inklusiv zu verstehen sind und alle Geschlechter in Bezug nehmen.

"Bitte tun Sie nichts Dummes und bringen Sie sich nicht um, das würde uns beide ziemlich unglücklich machen. Ziehen Sie einen Arzt, einen Anwalt und einen Spezialisten für gesunden Menschenverstand zu Rate, bevor Sie etwas aus diesem Buch umsetzen."

Tim Ferriss, Tools of Titans – Anm.: Übersetzung des englischen Originaltextes durch die Autoren

II. Was sind Growth Shares?

Die Beteiligung an einem Start-up mit der Möglichkeit einer theoretisch unbegrenzten Wertsteigerung kann starke Anreize für Begünstigte bieten und die berühmte "Ownership Culture" fördern. Mit der Aussicht auf eine echte Beteiligung am Start-up, lässt sich um Top Talente werben oder lassen sich diese im Unternehmen halten, insbesondere in Start-ups, in denen die Barvergütung oft engen Grenzen unterworfen ist, oder wie Mark Twain es ausdrückte: "The lack of money is the root of all evil." Für unsere neuen Leser: In jeder Ausgabe der OLNS gibt es ein mehr oder weniger passendes Zitat unseres Lieblingsautors, da wir hartnäckig glauben, dass es uns smarter erscheinen lässt, als wir tatsächlich sind.

1. PROBLEME BEI DER AUSGABE ECHTER ANTEILE, INSBESONDERE DIE BESTEUERUNG VON DRY INCOME

Kurz zur Erinnerung: Die Hauptprobleme bei der Gewährung von echten Anteilen an Begünstigte eines deutschen Start-ups, das als GmbH oder UG (haftungsbeschränkt) organisiert ist, sowie einige der potenziellen Abhilfemaßnahmen sind die folgenden:

PROBLEME MIT ECHTEN ANTEILEN

Aspekt	(Mögliche) Probleme	Ansatzpunkte für Abhilfemaßnahmen
Formvorschriften	Die Ausgabe und Rückübertragung von Anteilen im Falle eines Leavers erfordert die Mitwirkung von Notaren.	Keine Abhilfe für die Ausgabe und Übertragung von echten Anteilen verfügbar. Genussrechte (als Alternative zu echten Anteilen) können privatschriftlich und damit ohne die Einbindung von Notaren gewährt und beendet werden.
Governance	Echte Anteile sind mit bestimmten unveräußerlichen Rechten verbunden (z.B. Informationsrechten, Recht zur Teilnahme an Gesellschafterversammlungen und zur Anfechtung von Gesellschafterbeschlüssen).	Echte Anteile können in einer ManCo gebündelt werden, und die ManCo kann so aufgesetzt werden, dass sie von den Foundern (und Investoren) des Start-ups kontrolliert wird. Genussrechte können ohne die Rechte, die mit echten Anteilen verbunden sind, ausgegeben werden.
Auswirkungen auf zukünftige Finanzierungsrunden	Es ist aus praktischen Gründen vielfach erforderlich, dass alle Gesellschafter bei einer Finanzierungsrunde Parteien der Finanzierungsdocumentation werden (insbesondere des Investment Agreement und des Shareholders' Agreement). Dies macht die Ausgabe von echten Anteilen schwer skalierbar über eine geringe Anzahl von Gesellschaftern hinaus.	Ähnliche Abhilfestrategien wie die unter "Governance" beschriebenen, insbesondere die Nutzung einer ManCo.
Steuerrisiken	Der Erwerb von echten Anteilen zu einem Preis unter ihrem Verkehrswert ist ein steuerpflichtiges Ereignis zu diesem Zeitpunkt.	Reduzierung der anfallenden Steuer durch Growth Shares oder Nutzung des Besteuerungsaufschubs nach § 19a EStG.

Schauen wir uns das Thema "Dry Income" zunächst genauer an, während wir in den nächsten beiden Kapiteln dann zwei mögliche Ansatzpunkte betrachten, mit "Dry Income" umzugehen.

Dry Income – Basics: Kurz gesagt, wenn Begünstigten echte Anteile verbilligt, also unter ihrem Verkehrswert, gewährt werden (was die Parteien ja regelmäßig wollen, da der Begünstigte in der Regel nicht in der Lage oder bereit ist, vorweg ein erhebliches Investment für die Anteilsgewährung zu tätigen), fällt im Allgemeinen Lohnsteuer auf den durch den verbilligten Erwerb gewährten geldwerten Vorteil an (§ 19 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 i.V.m. § 8 Abs. 1 EStG sowie § 2 LStDV). Zur Erinnerung:

Geldwerter Vorteil ist die Differenz zwischen dem vom Begünstigten gezahlten Anschaffungspreis und dem Verkehrswert der Anteile im Zeitpunkt der Gewährung. Der Begünstigte würde zu einem Zeitpunkt besteuert, an dem er keine Liquidität erhält. Aus Sicht des Begünstigten sollte dieser aber erst und nur besteuert werden, wenn "Geld verdient wurde". Wenn eine Steuer vor diesem Zeitpunkt entsteht, die der Begünstigte finanzieren muss, entsteht sogenanntes "Dry Income". Steuern auf Dry Income müssen aus anderen (privaten) Mitteln des Begünstigten, aus Krediten der Gesellschaft oder (aufgeschobenem) Einkommen finanziert werden.

"Infiziert" eine initiale Dry Income-Besteuerung spätere Veräußerungsgewinne? Die Antwort ist glücklicherweise regelmäßig "nein". Der Bundesfinanzhof ("BFH") (Urteile vom 14. Dezember 2023, VI R 1/21 und VI R 2/21) hat vor kurzem klargestellt, dass auch wenn die ursprüngliche Beteiligung verbilligt gewährt wurde (und dieser geldwerte Vorteil der Lohnsteuer unterlag), spätere Gewinne aus der marktüblichen Veräußerung dieser Beteiligung keine Lohneinkünfte sondern Einkünfte aus Kapitalerträgen darstellen, die einer regelmäßigen günstigeren Besteuerung unterliegen. Damit ist eine in der Praxis lange umstrittene Frage geklärt worden.

2. ZWEI ANSATZPUNKTE

Hat das Start-up schon einen gewissen Wert und soll der Begünstigte echte Anteile erhalten, um zukünftig in eine günstigere Besteuerung als mit VSOP zu gelangen, so kann man mit dem oben beschriebenen Problem des Dry Income auf zwei Arten umgehen.

- Man kann über die Strukturierung von Growth Shares als echte Anteile mit einer negativen Liquidationspräferenz den Verkehrswert der Growth Shares auf ein Maß senken, das für den Begünstigten finanziell darstellbar ist. Erwirbt der Begünstigte Growth Shares zu deren Verkehrswert, entsteht schon gar kein Dry Income.
- Unter den Voraussetzungen des § 19a EStG wird die auf die Höhe des Dry Income im Zeitpunkt der Anteilsgewährung anfallende Lohnsteuer zunächst nicht erhoben und erst später fällig (insbesondere im Falle der Veräußerung der betreffenden Anteile). Die Dry Income-Besteuerung wird damit hingenommen; sie wird aber erst fällig zu einem Zeitpunkt, an dem der Begünstigte auch Liquidität zur Begleichung der Steuerlast zur Verfügung hat. Hier gilt es allerdings zu beachten, dass unter bestimmten Umständen eine (ggf. reduzierte) Steuerlast auch dann ausgelöst werden kann, wenn dem Begünstigten in dem Augenblick keine Liquidität zufließt (insbesondere kann dies der Fall sein, wenn er das Unternehmen vor dem Exit verlässt und die Parteien für diesen Fall keine gesonderten Absprachen getroffen haben).

In den folgenden Kapiteln stellen wir zunächst die Growth Shares und die § 19a EStG-Anteile genauer vor, wobei wir uns auf die Growth Shares konzentrieren. Denkbar ist auch, die § 19a EStG-Anteile als Growth Shares auszugestalten (diese Variante bleibt einer der nächsten OLNS-Ausgaben vorbehalten, in der wir uns noch vertiefter mit § 19a EStG-Anteilen befassen werden).

Abschließend zeigen wir an einem Beispiel, wann welche Anteilsform sich für den Begünstigten im Exit-Fall günstiger darstellt.

2.1 Growth Shares – Reduktion des Verkehrswertes

2.1.1 Wie sind Growth Shares ausgestaltet?

Die Ausgabe von Eigenkapitalinstrumenten / echten Anteilen an Begünstigte verursacht steuerliche Probleme, wenn der Begünstigte nicht den Verkehrswert für diese Anteile zahlt, der in der Regel (deutlich) über deren Nominalwert liegt. Daher stellt sich die Frage, ob es Möglichkeiten gibt, den Verkehrswert der an einen Begünstigten auszugebenden Anteile zu senken, sodass der anfängliche Investitionsbetrag überschaubar bleibt, der Begünstigte zukünftig aber dennoch Einkünfte aus Kapitalerträgen erzielt, die von der günstigen Besteuerung von Kapitalerträgen profitieren. Die Antwort lautet "ja" oder um es genauer zu sagen – wie es sich für einen Anwalt gehört – "ja, aber...".

Auf den Punkt gebracht: Das Ziel von Growth Shares besteht darin, den Verkehrswert der von den Begünstigten zu erwerbenden echten Anteile zu reduzieren.

Der BFH hat mit Urteil vom 16. November 2022 (X R 17/20) den Weg dafür geebnet, dass Liquidationspräferenzen bei der Bewertung von Geschäftsanteilen unter bestimmten Voraussetzungen zu berücksichtigen sind. In dem Urteil ging es um positive Liquidationspräferenzen, die Beratungspraxis entnimmt dem Urteil aber, dass auch negative Liquidationspräferenzen geeignet sind, den Verkehrswert von Growth Shares zu mindern. Da die Begünstigten bei Growth Shares nur am weiteren Wertzuwachs des Start-ups, nicht jedoch an dem bisher geschaffenen Wert – dieser wird im Hurdle-Betrag reflektiert – teilnehmen, ist den Growth Shares regelmäßig ein niedrigerer Verkehrswert zuzumessen als den Stamm- oder sogar Vorzugsanteilen des Start-ups.

Abgesehen von der negativen Liquidationspräferenz entsprechen Growth Shares regelmäßig den vom Start-up ausgegebenen Stammanteilen. Aus steuerlichen Gründen sollten nach unserer Auffassung die Growth Shares grundsätzlich die gleichen Rechte wie Stammanteile haben, also insbesondere auch Stimmrechte vermitteln (in ungefähr 15 % der Fälle, in denen wir Growth Shares in Gesellschaftsverträgen deutscher Start-ups im Rahmen unserer weiter unten dargestellten Erhebung identifiziert haben, waren Growth Shares als stimmrechtslose Anteile ausgestaltet). Hintergrund ist, vereinfacht gesprochen, dass die steuerliche Anerkennung echter Mitarbeiterbeteiligungsprogramme darauf basiert, dass der Begünstigte rechtlich wie wirtschaftlich (vorbehaltlich der negativen Liquidationspräferenz) wie der Inhaber eines Stammanteils anzusehen ist, er also steuerlich betrachtet auch das sogenannte wirtschaftliche Eigentum an den Anteilen erwirbt (siehe § 39 Abs. 1 Abgabenordnung ("AO") bzw. § 39 Abs. 2 Nr. 2 AO beim Erwerb über eine ManCo). Dies ist umso eher in Frage zu stellen, je mehr die vertraglichen Regelungen für die Growth Shares vom gesetzlichen Leitbild eines Geschäftsanteils abweichen.

Die entscheidende Frage zur Vermeidung von Dry Income ist dann, wie hoch der Verkehrswert der Growth Shares ist, wenn man deren negative Liquidationspräferenz berücksichtigt. Je niedriger der Verkehrswert, desto geringer ist der vom Begünstigten zu zahlende Preis, um Dry Income zu vermeiden, beziehungsweise desto geringer fällt die Lohnsteuer auf den geldwerten Vorteil beim verbilligten Erwerb dieser Anteile aus. Nach deutschem Steuerrecht ist diese Frage auf Grundlage des Bewertungsgesetzes (BewG) und der darin festgelegten Bewertungsverfahren zu beantworten. Wenn es keine festen Referenzpreise gibt, ist die Bewertung oft mit Unsicherheiten behaftet und anfällig für Streitigkeiten. Wir werden auf diesen wichtigen Punkt später noch zurückkommen (siehe Kapitel A.III.2.2.).

Diejenigen unserer Leser, die das Glück hatten, nicht Jura zu studieren, sondern zu lernen, wie man richtig Geld verdient, werden bemerkt haben, dass Growth Shares wirtschaftlich einer (echten) Anteilsoption mit einem Ausübungspreis (Strike Price) in Höhe des Marktwerts oder einer virtuellen Anteilsoption mit einem Basispreis in Höhe des Werts eines Stammanteils ähneln. Es gibt jedoch ein paar Unterschiede:

- Steuern... Erlöse aus virtuellen Anteilsoptionen unterliegen der Lohnsteuer. Um eine echte Anteilsoption auszuüben, muss der Inhaber den Verkehrswert der Anteile zum Zeitpunkt der Ausübung der Option zahlen (oder es fällt auf die Differenz zwischen dem Ausübungspreis und dem Verkehrswert der Anteile Lohnsteuer an)⁴.
- Eine echte oder virtuelle Anteilsoption ist risikofrei: Der Inhaber geht keine finanzielle Verpflichtung ein, bis die Option ausgeübt wird (im Fall einer echten Anteilsoption, was der Inhaber nur tun wird, wenn die Option "im Geld" ist). Bei einer virtuellen Anteilsoption ist der "Ausübungspreis" nur ein Abzugsposten (und das VSOP wird immer festlegen, dass der sich aus dem VSOP ergebende Zahlungsanspruch nie weniger als null sein wird, der Inhaber also keine Zahlung leisten muss). Im Gegensatz dazu tätigt der Begünstigte eine – in der Regel kleine (siehe unten) – Vorabinvestition per Growth Share und wird einen Verlust erleiden, wenn ihr Wert fällt.

4. Ist das der richtige Moment für unseren Lieblingssteuer(rechtler)witz? "Menschen, die sich über die Steuer (Anwälte) beschweren, kann man in zwei Gruppen einteilen: Männer und Frauen."

2.1.2 Wie werden Growth Shares besteuert?

Bei der Besteuerung der Growth Shares sind zwei Zeitpunkte relevant:

- der Erwerb der Growth Shares, und
- die Veräußerung der Growth Shares.

Während der Haltedauer werden in Ermangelung von Ausschüttungen durch das Start-up regelmäßig keine Einkünfte realisiert.

Growth Shares vermeiden eine Besteuerung zum Zeitpunkt der Ausgabe an den Begünstigten (vorausgesetzt, sie werden zum Verkehrswert ausgegeben). Die Besteuerung zum Zeitpunkt des Verkaufs der Growth Shares durch den Begünstigten (oder eines vergleichbaren auslösenden Ereignisses), vorausgesetzt, auch das wirtschaftliche Eigentum an den Growth Shares wurde ursprünglich übertragen, hängt davon ab, ob der Begünstigte die Growth Shares über eine persönliche Holdinggesellschaft in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft hält oder nicht:

- Wenn der Begünstigte die Growth Shares direkt hält: Besteuerung der Differenz zwischen dem auf die Growth Shares entfallenden Erlös oberhalb der Hurdle und den Anschaffungskosten des Begünstigten für die Growth Shares als Einkünfte aus Kapitalerträgen mit insgesamt maximal (i) 28,485 % (Einkommensteuer inklusive Solidaritätszuschlag zuzüglich Kirchensteuer, falls einschlägig), wenn der Begünstigte innerhalb der letzten fünf Jahre mindestens 1 % des Kapitals des Start-up (direkt oder indirekt) hält / gehalten hat; oder (ii) 26,375 % (Einkommensteuer inklusive Solidaritätszuschlag zuzüglich Kirchensteuer, falls einschlägig) in allen anderen Fällen, vorausgesetzt der Begünstigte hält die Growth Shares nicht in einem Betriebsvermögen.
- Wenn der Begünstigte die Growth Shares indirekt über eine persönliche Holdinggesellschaft hält: Besteuerung der Differenz zwischen dem auf die Growth Shares entfallenden Erlös oberhalb der Hurdle und den Anschaffungskosten der persönlichen Holdinggesellschaft für die Growth Shares, wobei Steuerbefreiungen eingreifen können, die die anfallende Steuerbelastung auf insgesamt ca. 1,5 % (Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer und Solidaritätszuschlag) reduzieren. (Es ist zu beachten, dass Dividenden möglicherweise zu relevanten höheren Sätzen besteuert werden und dass ein Erwerb der Growth Shares über eine persönliche Holdinggesellschaft möglicherweise kein geeignetes Instrument ist, wenn das Start-up eher ein "Dividendenfall" als ein "Exit-Fall" ist.)

Offensichtlich werden Einkünfte aus Growth Shares damit wesentlich günstiger besteuert als Erlöse aus einem VSOP, die vollständig zum persönlichen Steuersatz der Lohnsteuer unterliegen (d.h. unter bestimmten Umständen bis zu 47,475 % inklusive Solidaritätszuschlag zuzüglich Kirchensteuer, falls einschlägig). Wenn Growth Shares über persönliche Holdinggesellschaften gehalten werden, ist der auf den Verkaufserlös anwendbare Steuersatz ebenfalls deutlich niedriger als der für § 19a EStG-Anteile, die nur direkt gehalten werden können. Denn Einkünfte aus Kapitalerträgen der § 19a EStG-Anteile (das ist das Einkommen aus dem Wertzuwachs über dem Verkehrswert der § 19a EStG-Anteile bei Ausgabe) werden auf die gleiche Weise besteuert wie bei entsprechende Einkünfte aus Kapitalerträgen der Growth Shares, die der Begünstigte direkt hält. Zusätzlich ist die aufgeschobene Lohnsteuer auf den bei Erwerb der § 19a EStG-Anteile erhaltenen geldwerten Vorteil (also die Differenz zwischen dem Erwerbspreis und dem damaligen Verkehrswert) im Zeitpunkt des Exits zu entrichten.

2.1.3 Was sind die Nachteile von Growth Shares?

Die Ausgabe von Growth Shares erfordert in der Regel einen erheblich höheren Strukturierungsaufwand. Die verschiedenen Interessengruppen müssen mit dem Instrument vertraut sein, spezielle Regelungen müssen in die Gesellschaftervereinbarung (Shareholders' Agreement) und den Gesellschaftsvertrag des Start-ups aufgenommen werden. Die Bewertung dieser speziellen Anteile ist ebenfalls regelmäßig komplexer und zeitaufwändiger (bezüglich der Frage, ob und wann eine externe Bewertung von Growth Shares ratsam ist, siehe Kapitel A.III.2.2.). Schließlich sind spezielle Anteilklassen anfälliger für Prüfungen und es können zusätzliche Kosten bei externen Prüfungen entstehen. Darüber hinaus, sofern Growth Shares nicht in einer ManCo gebündelt werden (siehe dazu im Detail im Kapitel A.III.4.2.), werden die Begünstigten zu Gesellschaftern des Start-ups, sodass Growth Share-Konzepte nicht wirklich über einige wenige Begünstigte hinaus skalierbar sind (zu den Problemen der Ausgabe echter Anteile siehe bereits im Kapitel A.II.1.).

2.2 § 19a EStG-Anteile – wenigstens aufgeschoben

Um dem oben beschriebenen Dry Income-Problem zu begegnen, führte der Gesetzgeber im Sommer 2021 einen grundlegend überarbeiteten § 19a EStG ein (der seitdem bereits zweimal geändert wurde). Werden Anteile unter § 19a EStG ausgegeben, kann dadurch die Dry Income-Besteuerung nicht vermieden, aber zumindest aufgeschoben werden.

Das bedeutet, dass die Lohnsteuer auf den geldwerten Vorteil aus dem Erwerb der Anteile erst zu entrichten ist, wenn der Begünstigte sie überträgt oder das Unternehmen aufgelöst wird (oder das Arbeitsverhältnis endet bzw. spätestens nach Ablauf von fünfzehn Jahren). Die Idee dahinter ist, dass die Steuer erst erhoben wird, wenn der Begünstigte tatsächlich liquide Mittel erhalten hat. Zu diesem Zeitpunkt wird auch die Lohnsteuer auf den geldwerten Vorteil (die Differenz zwischen dem Wert der Anteile im Zeitpunkt der Ausgabe und dem von dem Begünstigten gezahlten Erwerbspreis) fällig. Der Wertzuwachs seit dem Erwerb unterliegt der günstigeren Besteuerung von Einkünften aus Kapitalerträgen. Die auf den geldwerten Vorteil anfallenden Sozialversicherungsbeiträge sind vom Start-up aber sofort bei Ausgabe der Anteile zu entrichten.

Die Beendigung des Besteuerungsaufschubs wenn das Arbeitsverhältnis mit dem bisherigen Arbeitgeber endet, wurde kritisiert, da ein Arbeitgeberwechsel, der die Besteuerung auslöst, keine liquiden Mittel mit sich bringt und damit Kündigungen erschweren könnte. Aus dem gleichen Grund (Fehlen liquider Mittel) wurde der Wegfall des Besteuerungsaufschubs nach Ablauf von 15 Zeitjahren bemängelt. Der Gesetzgeber reagierte damit, dass er nunmehr einen weiteren Besteuerungsaufschub bis zu einer Veräußerung der Anteile ermöglicht, wenn der Arbeitgeber für die dann anfallende Lohnsteuer die Haftung übernimmt.

Wir werden in einer der nächsten Ausgaben der OLNS uns intensiver mit den Vor- und Nachteilen von § 19a EStG-Instrumenten und deren praktischer Umsetzung befassen, wollen es an dieser Stelle aber bei der nachfolgenden knappen Darstellung und einer Übersicht der wesentlichen Unterschiede zwischen Growth Shares und § 19a EStG-Instrumenten belassen.

Unternehmen, die § 19a EStG-Instrumente nutzen möchten (das können echte Anteile sein oder die jüngst intensiver diskutierten Genussrechte), müssen die folgenden Kriterien erfüllen (dies gilt auch für die Übertragung bestehender Anteile von einem der Gesellschafter des Start-ups, wenn der Erwerber von der Steuerstundung gemäß § 19a EStG profitieren soll):

- Bei der Ausgabe der § 19a EStG-Instrumente darf das Unternehmen nicht älter als zwanzig Jahre sein (zuvor zwölf Jahre).
- Bei der Ausgabe der § 19a EStG-Instrumente muss das Start-up ein kleines oder mittleres Unternehmen ("KMU") sein, d.h.
 - <1.000 Mitarbeiter (zuvor 250) und ≤ 100 Millionen Euro Jahresumsatz (zuvor 50 Millionen Euro); oder
 - <1.000 Mitarbeiter (zuvor 250) und ≤ 86 Millionen Euro Bilanzsumme (zuvor 43 Millionen Euro).

Diese Schwellenwerte müssen entweder im aktuellen oder in einem der vorangegangenen sechs Jahren erfüllt worden sein (zuvor im aktuellen oder letzten Jahr).

- Die § 19a EStG-Instrumente müssen zusätzlich zu der dem Mitarbeiter geschuldeten Vergütung gewährt werden.
- Der Erwerber der § 19a EStG-Instrumente muss ein Mitarbeiter des Unternehmens sein, das die § 19a EStG-Instrumente ausgibt, oder dessen Tochtergesellschaft.

GROWTH SHARES UND § 19A EStG-INSTRUMENTE

	Growth Shares	§ 19a EStG-Instrumente	VSOP
Kreis der Begünstigten	Keine Einschränkungen.	Nur für Arbeitnehmer der Gesellschaft oder ihrer Tochtergesellschaften und nur, wenn die ausgebende Gesellschaft die Voraussetzungen des § 19a EStG erfüllt. Genussrechte: Die Ausgabe an ausländische Arbeitnehmer sollte vor der Ausgabe mit einem lokalen Anwalt geprüft werden.	Keine Einschränkungen.
Skalierbarkeit	Eingeschränkt. Wenn es mehr als ein paar Begünstigte gibt, wird oft eine ManCo erforderlich sein. Die Ausgabe von Growth Shares sollte jedoch immer in engem zeitlichen Zusammenhang mit einer externen Unternehmensbewertung des Emittenten erfolgen.	Echte Anteile: Eingeschränkt. Wenn es mehr als ein paar Begünstigte gibt, wird oft eine ManCo erforderlich sein. Genussrechte: Bessere Skalierbarkeit, da Begünstigte keine Gesellschafterrechte erhalten (keine Stimm-, Kontroll-, Widerspruchs- oder Informationsrechte). Die Ausgabe von Genussrechten sollte jedoch immer in engem zeitlichen Zusammenhang mit einer externen Unternehmensbewertung des Emittenten erfolgen.	Da es im Zusammenhang mit Genussrechten noch eine Reihe offener praktischer Fragen gibt, die ihre Umsetzung erschweren und verteuern, erscheinen derzeit in der Praxis VSOPs immer noch das am „einfachsten“ zu implementierende Instrument zur Skalierung zu sein (allerdings mit den unten beschriebenen steuerlichen Nachteilen).
Externe Bewertung ratsam?	Ja.	Ja.	Nein.
Investment erforderlich?	Um Lohnsteuerrisiken zu vermeiden, sollten die Growth Shares zu ihrem (vor dem Hintergrund der Hurdle wahrscheinlich niedrigen) Verkehrswert erworben werden.	Echte Anteile: Kein Investment erforderlich. Auf die Differenz zwischen dem Erwerbspreis und dem Verkehrswert der echten Anteile im Zeitpunkt der Ausgabe fällt Lohnsteuer an, deren Fälligkeit bis zum Eintritt eines Liquiditätsereignisses aufgeschoben werden kann. Genussrechte: Entsprechend der Beteiligung eines Stammgesellschafters (in der Regel die Gründer), ist bei Ausgabe des Genussrechtes durch die Gesellschaft eine Einlage zu erbringen, die grundsätzlich dem Nennwert eines Stammgeschäftsanteils des Emittenten mit entsprechenden anteiligen wirtschaftlichen Rechten nachgebildet werden kann (d.h. in der Regel EUR 1,00 pro Genussrecht mit denselben wirtschaftlichen Berechtigungen wie ein Stammgeschäftsanteil mit einem Nennwert von EUR 1,00). Hinweis: Die Auffassung der Finanzverwaltung ist noch uneinheitlich und es kann nicht ausgeschlossen werden, dass einzelne Finanzämter einen höheren Investmentbetrag verlangen, damit die Genussrechte für die Zwecke des § 19a EStG in Betracht kommen.	Nicht erforderlich.

	Growth Shares	§ 19a EStG-Instrumente	VSOP
Formerfordernisse	Für die Ausgabe und (Rück-) Übertragung von GmbH Geschäftsanteilen ist die Mitwirkung von Notaren (Beurkundung) erforderlich.	Echte Anteile: Wie bei den Growth Shares. Genussrechte: Keine speziellen Formvorschriften einschlägig, es genügt die Textform (pdf, elektronische Unterschrift etc.); d.h. um eine ordnungsgemäße Dokumentation sicherzustellen, sollte das Programm zumindest in Textform umgesetzt werden.	Keine speziellen Formvorschriften einschlägig, es genügt die Textform (pdf, elektronische Unterschrift etc.). Um eine ordnungsgemäße Dokumentation zu sicherzustellen, sollte das Programm in Textform umgesetzt werden.
Corporate Governance	Die Inhaber von Growth Shares haben bestimmte unabdingbare Gesellschafterrechte und sollten in der Praxis Investitions- und Gesellschaftervereinbarungen abschließen.	Echte Anteile: Wie bei den Growth Shares. Genussrechte: Keine (weniger) Governance-Probleme: • Genussrechte müssen mit bestimmten Rechten / Pflichten verbunden sein, die üblichen Gesellschafterrechte sind jedoch ausgeschlossen (keine Stimm-, Kontroll-, Widerspruchs- oder Informationsrechte). • Das Genussrecht nimmt während seiner Laufzeit anteilig (auf gleicher Ebene wie Stammgeschäftsanteile) an etwaigen Dividendenausschüttungen teil (wenn und soweit anwendbar).	• Keine Governance-Probleme, da VSOP den Begünstigten nur Zahlungsansprüche gegen das ausgebende Unternehmen gewährt (keine Gesellschafterrechte). • VSOP sind in der Regel nicht an Dividendenausschüttungen beteiligt.
Dry Income-Risiken	Gering, wenn sie zum Verkehrswert ausgegeben werden, aber es könnte Unsicherheit darüber bestehen, wie der Verkehrswert zu bestimmen ist.	Grundsätzlich keines, weil die Besteuerung des geldwerten Vorteils aufgeschoben wird, aber es kann Unsicherheit darüber bestehen, wie der geldwerte Vorteil zu bestimmen ist.	Keine.
Steuervorteile	Keine Lohnsteuer auf den Erwerb der Growth Shares und wenn sie über eine persönliche Holdinggesellschaft gehalten werden, kann der auf die späteren Erträge anwendbare Steuersatz auf ca. 1,5 % gesenkt werden.	Aufgeschobene Lohnbesteuerung (bis zu ca. 47,5 %) des bei Erwerb des § 19a EStG-Instruments eingeräumten geldwerten Vorteils bis zum Eintritt eines Liquiditätsereignisses; Besteuerung des Wertzuwachses als Einkunft aus Kapitalerträgen. Allerdings kann der anwendbare Steuersatz nicht unter ca. 28,5 % oder ca. 26,4 % fallen (abhängig von der Größe der aktuellen oder früheren Beteiligung der Begünstigten, zuzüglich Kirchensteuer, falls einschlägig) gesenkt werden, da Instrumente gemäß § 19a EStG nicht über eine persönliche Holdinggesellschaft gehalten werden können.	Keine bevorzugte Besteuerung; alle Erträge unterliegen der Lohn- / Einkommensteuer (bis zu ca. 47,5 %).
Beteiligung der Steuerbehörden bei der Ausgabe	Empfehlenswert.	Empfehlenswert.	Nicht erforderlich.
Gesamteinschätzung betreffend Komplexität und Kosten	Mittel.	Wohl gering(er), aber derzeit gibt es noch einige offene praktische Fragen, die eine enge Abstimmung mit den zuständigen Steuerbehörden erfordern, um eine nachteilige steuerliche Behandlung zu vermeiden. Der Markt und die Steuerbehörden befinden sich insoweit noch in der Einführungs- und Lernphase.	Gering.

2.3 Beispielsrechnung für die Steuerfolgen

Die nachfolgende Darstellung veranschaulicht an einem vereinfachten Beispiel die unterschiedlichen Steuerfolgen von Growth Shares und § 19a EStG-Instrumenten in verschiedenen Szenarien.

Szenario:

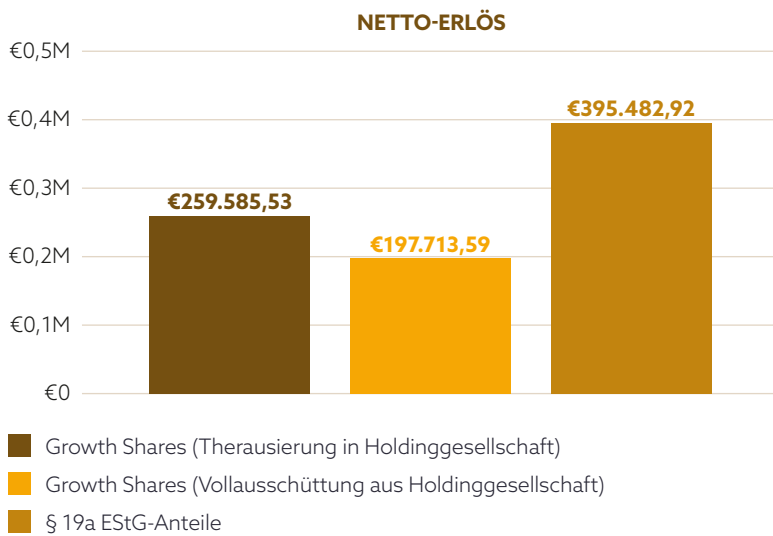
- Ein Start-Up wird von zwei Gründern in der Rechtsform einer GmbH gegründet. Die Gründer halten jeweils 12.500 Stammgeschäftsanteile (Geschäftsanteile ohne Liquidationspräferenz). Im Rahmen einer Finanzierungsrunde investieren Investoren EUR 10.000.000,00 in das Start-Up und erhalten im Gegenzug 12.500 Vorzugsgeschäftsanteile (Geschäftsanteile mit einer einfachen anrechenbaren Liquidationspräferenz) (Post-Money-Bewertung: EUR 30.000.000,00). Der Einfachheit halber lassen wir mal etwaige sonstige Mitarbeiterbeteiligungsprogramme außer Betracht.
- Kurze Zeit nach der Finanzierungsrunde wird ein neuer CEO eingestellt. Wir schauen uns zwei verschiedene Anreizprogramme an:
 - A.** 500 Growth Shares gegen Zahlung des gemeinen Werts der Growth Shares, die der CEO über eine persönliche Holdinggesellschaft hält, oder
 - B.** 500 § 19a EStG-Anteile, die er unentgeltlich erhält und die er persönlich hält (halten muss).
- Nach einiger Zeit kommt es zu einem Exit in dem alle Geschäftsanteile (Vorzugsgeschäftsanteile, Stammgeschäftsanteile und Growth Shares) an einen Käufer veräußert werden.

Die nachfolgenden Grafiken zeigen unter Berücksichtigung der unten getroffenen Annahmen den Vergleich der Netto-Erlöse von

- § 19a EStG-Anteilen auf Ebene des CEO,
- Growth Shares auf Ebene der Holdinggesellschaft (keine Ausschüttung); und
- Growth Shares auf Ebene des CEO (volle Ausschüttung),

im Fall von Gesamt-Exit-Erlösen in Höhe von EUR 50.000.000, EUR 100.000.000 und EUR 500.000.000 (man wird ja träumen dürfen...):

Gesamt-Exit-Erlös EUR 50.000.000

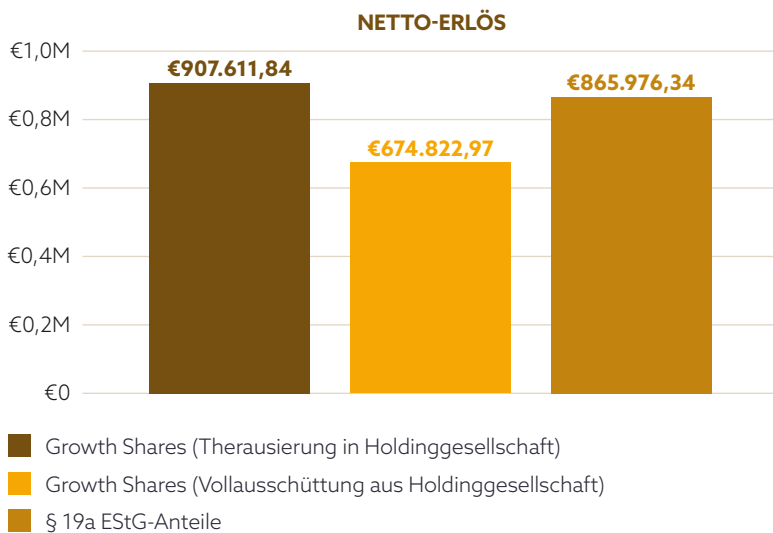


Annahmen:

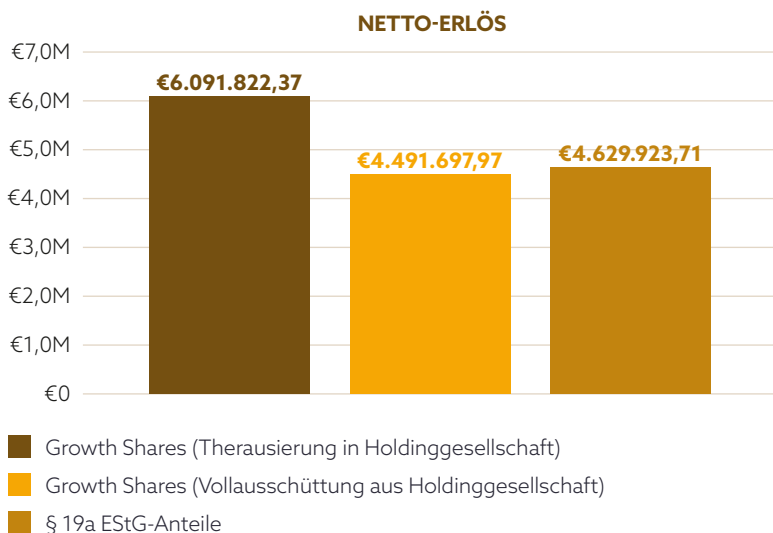
- Höhe der negativen Liquidationspräferenz der Growth Shares: EUR 30.000.000,00 (Höhe der Post-Money-Bewertung);
- Gemeiner Wert der Growth Shares im Zeitpunkt ihrer Ausgabe: EUR 50,00 pro Growth Share;
- Gemeiner Wert pro § 19a EStG-Anteil im Zeitpunkt ihrer Ausgabe: EUR 790,00;
- CEO ist nicht Mitglied einer Kirche;
- Einkommensteuer- / Lohnsteuersatz (inkl. SolZ; ohne KiSt): 47,475 %;
- Einkommensteuer auf Kapitalerträge im Teileinkünfteverfahren (inkl. SolZ; ohne KiSt) (Fälle der Beteiligung von 1 % oder mehr innerhalb der letzten fünf Jahre): 28,485 %;
- Abgeltungsteuer auf Kapitalerträge (inkl. SolZ; ohne KiSt): 26,375 %; und
- Effektiver Steuersatz Holdinggesellschaft auf Veräußerungsgewinne: ca. 1,5 %.

Im Ergebnis zeigt sich, dass Growth Shares bei Exiterlösen deutlich über der Hurdle zunehmend steuerlich günstiger sind, wenn die Erlöse zunächst in der persönlichen Holdinggesellschaft verbleiben (und dort für weitere Investments zur Verfügung stehen).

Gesamt-Exit-Erlös EUR 100.000.000



Gesamt-Exit-Erlös EUR 500.000.000



III. Die praktische Umsetzung von Growth Shares

1. WO KOMMEN GROWTH SHARES HER?

Growth Shares können grundsätzlich aus zwei Quellen stammen:

Ausgabe neuer Anteile: Das Start-up kann durch eine Barkapitalerhöhung neue Anteile als Growth Shares ausgeben. Verfügt das Start-up über kein hierfür verfügbares genehmigtes Kapital, bedarf es einer Gesellschafterversammlung, um die Kapitalerhöhung zu beschließen. In diesem Fall werden die Growth Shares direkt als solche ausgegeben und die entsprechenden Regelungen im Gesellschaftsvertrag und im Shareholders' Agreement des Start-ups reflektiert. Der Begünstigte zahlt für die übernommenen Growth Shares deren Nominalwert an das Start-up. Liegt der Ausgabepreis über dem Nominalwert der Growth Shares (dazu auch unten), ist das Delta als Zuzahlung in die Kapitalrücklage der Gesellschaft nach § 272 Abs. 2 HGB zu leisten.

Übertragung bestehender Anteile: Der Begünstigte kann Growth Shares auch aus bestehenden Anteilen erhalten. In Betracht kommt ein Anteilsverkauf durch die Gesellschaft selbst, wenn diese über eigene Anteile verfügt (z.B. aus der Ausübung einer Call-Option bei einem Leaver eines der ursprünglichen Founder), oder durch einen der Bestandsgesellschafter. Die verkauften Anteile müssen dann durch eine entsprechende Änderung des Gesellschaftsvertrags und des Shareholders' Agreements in Growth Shares umqualifiziert werden. Der Verkaufspreis sollte in diesen Fällen den weiter unten beschriebenen Ausgabepreis (dem Verkehrswert der Growth Shares entsprechen).

2. HURDLE UND AUSGABEPREIS

Kommen wir zu zwei Fragen von erheblicher praktischer Relevanz:

- In welcher Höhe sollte die Hurdle festgelegt werden?
- Wie hoch sollte der Ausgabepreis für die Growth Shares sein, um eine Dry Income-Besteuerung zu vermeiden? Der Ausgabepreis bei einer Übernahme neu ausgegebener Growth Shares entspricht der Summe aus Nominalbetrag per Growth Share (in der Praxis regelmäßig EUR 1) und einer etwaigen Zuzahlung in die Kapitalrücklage der Gesellschaft und bei einem Erwerb bestehender Anteile von der Gesellschaft oder einem anderen Gesellschafter dem betreffenden Kaufpreis.

2.1 Festlegung der Hurdle

Hurdle regelmäßig gleich dem aktuellen

Eigenkapitalwert: In der Praxis wird die Hurdle in der Regel auf den Verkehrswert eines Stammanteils zum Zeitpunkt der Ausgabe des Growth Share festgelegt. Wenn Growth Shares im Zusammenhang mit oder relativ kurz nach einer Finanzierungsrunde ausgegeben werden, wird die Hurdle oft auf die anteilige Bewertung des Unternehmens in dieser Finanzierungsrunde festgelegt. Die Festlegung der Hurdle auf den anteiligen Unternehmenswert der Finanzierungsrunde trägt den Interessen der neuen Investoren und der Begünstigten Rechnung, indem sichergestellt wird, dass Growth Shares nur an der Wertschöpfung über die aktuelle von den Investoren gezahlte Bewertung hinaus teilnehmen. Die Hurdle kann jedoch auch höher sein, was wiederum Auswirkungen auf den Verkehrswert der Growth Share haben kann, den der Begünstigte aufbringen muss, um eine Dry Income-Steuerschuld zu vermeiden.

Dynamisierung der Hurdle? Um Unsicherheiten bei der Festlegung der Hurdle zu begegnen und um dem Umstand Rechnung zu tragen, dass eine in der Zukunft bei der Verteilung der Exiterlöse zu berücksichtigende Hurdle im Zeitpunkt der Ausgabe der Growth Shares einen niedrigeren Barwert hat, wird in der Praxis teilweise vorgeschlagen, die Hurdle zu "verzinsen". D.h. die Hurdle steigt jedes Jahr um einen bestimmten Prozentsatz (wird dynamisiert), wobei hier dann eine "Zinssatz" von (mindestens) 5,5 % angesetzt wird. Zur Klarstellung, "Verzinsung" meint nicht, dass der Begünstigte jährlich weitere Zahlungen an die Gesellschaft zu leisten hat, sondern, dass sich die (verbleibende) Hurdle jedes Jahr um den entsprechenden Prozentsatz erhöht. Ob und wie sich eine dynamisierte Hurdle auf den Verkehrswert von Growth Shares auswirkt, wird sich in der Zukunft zeigen, wenn die Finanzverwaltung und / oder die Rechtsprechung erstmalig die Gelegenheit haben werden, sich zu den bewertungsrechtlichen Implikationen einer dynamisierten Hurdle zu äußern.

In den von uns bei einer Analyse von Gesellschaftsverträgen deutscher Start-ups identifizierten über 60 Growth Share-Programmen wurden zwar in über 25 Fällen eine spezifische Hurdle im Gesellschaftsvertrag genannt, aber soweit ersichtlich nur in einem Fall diese mit 5,5 % p.a. dynamisiert (zu Einzelheiten siehe Kapitel A.IV.2.5.).

Wofür gilt die Hurdle? Wie bereits ausgeführt, ist die für den einzelnen Growth Share geltende Hurdle die auf diesem Growth Share lastende negative Liquidationspräferenz. Aus steuerlicher Sicht sollte der in der negativen Liquidationspräferenz liegende Verteilungsnachrang oder Verteilungsnachteil sowohl für die Erlösverteilung beim Anteilsverkauf als auch bei Ausschüttungen des Start-ups und für die Verteilung etwaiger Liquidationserlöse gelten (etwaige Abzüge bei den Ausschüttungen werden auf die negative Liquidationspräferenz der Growth Shares bei der Verteilung der Veräußerungs- oder Liquidationserlöse angerechnet).

BETEILIGUNG DES BEGÜNSTIGTEN AUCH AM BISHERIGEN UNTERNEHMENSWERT?



In manchen Fällen wollen die Beteiligten, dass der Begünstigte über den Erwerb von Growth Shares hinaus auch am in der Hurdle zum Ausdruck kommenden aktuellen Unternehmenswert beteiligt wird. Das kann z.B. dann der Fall sein, wenn man sich mit einem externen C-Suite Kandidaten darauf geeinigt hat, dieser solle "5 % am Start-up" erhalten. Jetzt kann man zwar wie in dieser Publikation gezeigt, eine steuerlich attraktive Beteiligung durch Ausgabe von Growth Shares im Umfang von (fully-diluted) 5 % am Start-up an eine von dem Begünstigten gehaltene Holdinggesellschaft (einen der deutschen Steuer unterfallenden Begünstigten einmal unterstellt) strukturieren und dem Begünstigten ggf. auch über ein Darlehen bei der Finanzierung eines etwaig über den Nominalwert der Growth Shares hinausgehenden Ausgabepreises der Growth Shares (sofern einschlägig) helfen. Aber auch in diesem Fall nimmt der Begünstigte nicht an der Hurdle teil, mithin meist am aktuell angenommenen Unternehmenswert. In der Praxis erhält der Begünstigte in diesem Fall bisweilen daher noch im gleichen Umfang (virtuelle) Anteilsoptionen, deren Auszahlungsbetrag aber auf die Höhe der Hurdle gedeckelt ist. Freilich unterliegen diese "Auffülloptionen" dann im Exit der höheren Lohnbesteuerung. Denkbar ist zudem, dass dem Begünstigten neben den Growth Shares anstelle von (virtuellen) Anteilsoptionen § 19a EStG-Instrumente eingeräumt werden, die ihm eine Beteiligung an dem aktuellen Unternehmenswert bis zu der Höhe der Hurdle einräumen. Der Begünstigte würde in einem solchen Fall von der aufgeschobenen Besteuerung des geldwerten Vorteils aus einer verbilligten Überlassung des § 19a EStG-Instruments und der günstigen Besteuerung der Veräußerungsgewinne als Einkünfte aus Kapitalerträgen profitieren. Allerdings ist aktuell noch nicht abschließend abgeklärt, ob ein entsprechend gedeckeltes Eigenkapitalinstrument die Vorteile des § 19a EStG in Anspruch nehmen kann.

2.2 Festlegung des "richtigen" Ausgabepreises

In der Praxis gibt es einige Unsicherheiten bezüglich des "richtigen" Ausgabepreises für Growth Shares.

Growth Shares werden in der Praxis manchmal zum Nennwert ausgegeben, wenn die Ausgabe innerhalb eines kurzen Zeitraums (in der Regel 3-6 Monate) nach der letzten Finanzierungsrunde erfolgt und die Hurdle auf den höchsten Ausgabepreis festgelegt wird, den Investoren in dieser Finanzierungsrunde bezahlt haben. Mit anderen Worten, wenn die Hurdle dem anteiligen Unternehmenswert des Start-ups, welcher der Ausgabe von Vorzugsanteilen in einer kürzlich erfolgten Finanzierungsrunde zugrunde gelegt wurde, entspricht, wurde in manchen Fällen der Verkehrswert der Growth Shares ihrem Nennwert gleichgesetzt, d.h. in der Regel mit EUR 1,00 pro Growth Share.

Geht man einen Schritt weiter und will diesen Gedanken verallgemeinern, drängt sich der Schluss auf, dass Growth Shares zu ihrem Nennbetrag ausgegeben werden können, wenn man die Hurdle in Höhe des aktuellen Unternehmenswerts festlegt. Wenn keine externen Preisindikatoren aus einer Finanzierungsrunde oder ähnlichen Transaktionen zu marktüblichen Bedingungen verfügbar sind, sollte der Unternehmenswert mit Hilfe eines externen Bewertungsgutachtens ermittelt werden.

Allerdings lässt sich darüber streiten, ob die Ausgabe zum Nennwert zu niedrig ist:

- Da die Hurdle erst in der Zukunft bei der Verteilung der Exit-Erlöse relevant wird, ist ihr heutiger Barwert bei Ausgabe der Growth Shares niedriger (was wiederum den Verkehrswert der Growth Shares und damit den Ausgabepreis erhöhen würde). Dem könnte – insbesondere bei Start-ups die bereits regelmäßig Gewinne erzielen – wie oben dargestellt durch eine Dynamisierung der Hurdle Rechnung getragen werden.
- Da Start-ups regelmäßig (noch) keine fortlaufenden Gewinne erzielen, wird Growth Shares nicht selten ein intrinsischer Optionswert zugeschrieben, der sich aus einem Mix verschiedener Faktoren ergibt (etwa der aktuellen Unternehmensbewertung, der Marktvolatilität, dem erwarteten Zeithorizont bis zu einem Exit etc.) und der nicht mit ihrem Nennwert übereinstimmen muss.

Es hat sich in der Praxis auf Seiten der Finanzverwaltung bislang keine einheitliche Auffassung zu der Frage herausgebildet, nach welcher Methode der Verkehrswert von Growth Shares und damit ihr "richtiger" Ausgabepreis zu ermitteln ist. Diesen Unsicherheiten lässt sich durch Einschaltung eines externen Bewerter und einer engen Abstimmung mit der Finanzverwaltung begegnen.

2.3 Was sollte im Gesellschaftsvertrag und im Shareholders' Agreement geregelt werden?

Zur Vermeidung von steuerlichen Risiken sollte aus unserer Sicht das Konzept der Growth Shares als solches im öffentlich einsehbaren Gesellschaftsvertrag des Start-ups geregelt werden, d.h. dass es eine Klasse von Anteilen gibt, welche mit einer negativen Liquidationspräferenz belegt sind. Bildlich gesprochen klebt die negative Liquidationspräferenz dann an den Growth Shares und ist nicht an die Person des konkreten Gesellschafters gekoppelt. Derartige persönliche Umstände wären für die Ermittlung des Verkehrswertes unbeachtlich. Die "kooperative" Wirkung der Aufnahme des Konzepts der negativen Liquidationspräferenz in den Gesellschaftsvertrag gilt direkt für die Gewinnverteilung und die Verteilung von Liquidationserlösen. Daneben bedarf es für die Berücksichtigung bei der Verteilung der Veräußerungserlöse im Falle eines Share Deals noch einer Regelung im Shareholders' Agreement.

Unseres Erachtens muss die Höhe der Hurdle selbst aber nicht im Gesellschaftsvertrag genannt werden. Diese kann in der nicht öffentlichen Gesellschaftervereinbarung geregelt werden. Manche Berater vertreten aber, dass die Hurdle konkret im Gesellschaftsvertrag genannt werden muss, so dass mangels höchstrichterlicher Klärung dieser Frage eine Restunsicherheit verbleibt. Unsere Auswertung der Gesellschaftsverträge von über 60 Start-ups, die Growth Share-Programme vorsahen, hat ergeben, dass in einem nicht unerheblichen Teil der identifizierten Gesellschaften sich eine spezifische Hurdle im Gesellschaftsvertrag fand (siehe dazu unten im Kapitel A.IV.2.5).

2.4 Abklärung mit dem Finanzamt

Obwohl sich Growth Shares in den letzten Jahren im Markt etabliert haben und ihre steuerliche Behandlung von verschiedenen deutschen Finanzbehörden bestätigt wurde, verbleiben gewisse Unsicherheiten. Hier haben das Start-up und der Begünstigte zwei Reaktionsmöglichkeiten:

- Eine Möglichkeit für das Start-up besteht darin, eine Lohnsteueranrufungsauskunft (§ 42e EStG) in Bezug auf die anfängliche Nichtbesteuerung mit Lohnsteuer und die spätere Unanwendbarkeit der Lohnsteuer auf zukünftige Kapitalerträge aus den Growth Shares einzuholen. Auf der Zeitschiene muss berücksichtigt werden, dass abhängig vom angerufenen Finanzamt die Erteilung einer Lohnsteueranrufungsauskunft mehrere Monate dauern kann und vor Erteilung Growth Shares nicht ausgegeben werden können, will man sich Anpassungen offenhalten, die den Anfall von Lohnsteuer vermeiden würden.

Es ist zu beachten, dass eine positive Lohnsteueranrufungsauskunft dem Start-up hinsichtlich der Lohnsteuerbehandlung Sicherheit gibt, jedoch nicht die Einkommensteuerbehandlung auf Ebene des Begünstigten verbindlich klärt. Die Erfahrung zeigt jedoch, dass die für den Begünstigten zuständige Steuerbehörde oft der Auffassung der für die Lohnsteuer des Start-ups zuständigen Steuerbehörde folgt.

- Sollen über die lohnsteuerliche Behandlung hinaus weitere steuerliche Aspekte rechtssicher geklärt werden, können das Start-up oder der Begünstigte eine verbindliche Auskunft (§ 89 AO) einholen (im zuletzt genannten Fall zusätzlich oder alternativ zur Lohnsteueranrufungsauskunft durch das Start-up). Für eine solche verbindliche Auskunft fällt jedoch im Gegensatz zu einer Lohnsteueranrufungsauskunft eine Gebühr⁵ an und sie kann oft noch länger dauern als eine Lohnsteueranrufungsauskunft. Zudem darf sie nur erteilt werden, wenn der relevante Steuertatbestand noch nicht verwirklicht wurde (also vor Gewährung der Growth Shares). Im Falle mehrerer Begünstigter müsste (theoretisch) jeder Begünstigte eine separate verbindliche Auskunft einholen, um von deren Bindungswirkung zu profitieren und je nachdem, wo die Begünstigten wohnen, wären unterschiedliche Finanzämter zuständig.
- Alternativ legt das Start-up lediglich den Sachverhalt nach der Ausgabe der Growth Shares gegenüber dem Lohnsteuerfinanzamt offen, um steuerliche Compliance-Verpflichtungen gegenüber den Steuerbehörden zu erfüllen. Ein solcher Ansatz würde die verbleibenden Risiken einer späteren in der Regel zu verzinsenden Steuernachzahlung etwa aufgrund einer Betriebsprüfung aber nicht ausschließen.

2.5 DAC-6

Das Start-up sollte auch berücksichtigen, dass, wenn Growth Shares an Begünstigte ausgegeben werden, die nicht in Deutschland steuerlich ansässig sind, eine Melde- und Offenlegungspflicht gemäß dem DAC-6-Regime bestehen kann, die entweder von dem Start-up selbst oder dessen Berater zu erfüllen ist. Die Nichterfüllung dieser Verpflichtung hat keine unmittelbaren steuerlichen Folgen, kann aber durch Auferlegung von Bußgeldern sanktioniert werden.

5. Die Höhe der Gebühr richtet sich nach der potenziellen Einkommensteuer auf den geldwerten Vorteil im Rahmen der Ausgabe der Mitarbeiterbeteiligung.

3. VESTING- UND LEAVER-BESTIMMUNGEN

Growth Shares werden ja häufig im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen ausgegeben. Wesensmerkmal dieser Programme sind aber regelmäßig, dass die Beteiligung nur Key Executives zum Erwerb angeboten wird, die Beteiligung nicht frei an Dritte übertragen werden kann und bei vorzeitigen Ausscheiden des Begünstigten aus dem aktiven Dienst für das Start-up die Kapitalbeteiligung (ganz oder teilweise) zurückerworben werden kann und beim Rückerwerbspreis dann auch nach den Gründen des Ausscheidens unterschieden wird.

Es fragt sich, ob die Vereinbarung solcher Regeln für Growth Shares zwingend dazu führt, dass der Erwerb der Growth Shares und gegebenenfalls auch die aus diesen resultierenden Erlöse der Lohnsteuer unterliegen. Dies ist nach der finanzgerichtlichen Rechtsprechung nicht der Fall. Es kommt vielmehr auf eine Gesamtbetrachtung aller Umstände an, um zu beurteilen, ob die Kapitalbeteiligung durch das Dienstverhältnis veranlasst ist oder ein davon unabhängiges "Sonderrechtsverhältnis" vorliegt. Für letzteres kommt es insbesondere darauf an, ob die Kapitalbeteiligung wie bereits dargelegt zum Verkehrswert erworben wird, der Begünstigte ein effektives Verlustrisiko trägt und daneben die Ausgestaltung der Kapitalbeteiligung üblich ist.

Namentlich hat der BFH in den bereits zitierten Urteilen vom 14. Dezember 2023 (VI R 1/21 und VI R 2/21) entschieden, dass vertraglich vereinbarte Vesting-Regelungen der Anerkennung als außerhalb der Lohnsteuer stehendes Sonderrechtsverhältnis nicht entgegenstünden. Laut BFH sind solche Klauseln üblich. Zwar verknüpfen sie das Beteiligungsverhältnis mit dem Fortbestand des Arbeitsverhältnisses. Dadurch wird der Beteiligung jedoch nicht der eigenständige Rechtscharakter genommen.

Vor diesem Hintergrund ist es üblich, dass auch Growth Shares Vesting-Bestimmungen unterliegen. Vereinfacht ausgedrückt, bedeutet Vesting (wenn man nach einem deutschen Ausdruck suchen würde, wäre dies wohl "Unverfallbarkeit" und das Verb "vesten" ließe sich mit "ansparen" übersetzen), dass sich der Begünstigte die Growth Shares verdienen muss. (Rechtlich untechnisch gesprochen:) Die Vesting-Periode ist der Zeitraum, über den hinweg ein Begünstigter sich das Recht "erwirbt", die gewährten Growth Shares auch wirtschaftlich endgültig zu behalten.

Vestings sind ein üblicher Bestandteil von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen und schützen das Start-up. Sie sorgen dafür, dass Growth Shares über einen längeren Zeitraum angespart werden müssen und verringern dadurch das Risiko, dass Begünstigte das Unternehmen vorzeitig oder aus den "falschen" Gründen verlassen, aber weiterhin eine dann in ihrer Höhe ungerechtfertigte Beteiligung am Unternehmen behalten dürfen. Das Vesting wirkt zudem auf die Mitarbeiterbindung ein, weil es den Begünstigten kontinuierlich incentiviert, wenn er sich seine Beteiligung über den Zeitraum der Vesting-Periode hinweg verdient. Das Unternehmen kann auch Leistungs- oder andere Bedingungen festlegen, die erfüllt werden müssen, damit der Begünstigte seine Growth Shares behalten darf, obwohl unserer Erfahrung nach die meisten Parteien beim typischen zeitbasierten Vesting bleiben.

Die in Growth Share-Programmen getroffenen Vesting- und Leaver-Regelungen sind denen in allgemeinen Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen (in Deutschland insbesondere VSOPs) vergleichbar, weisen aber naturgemäß auch Elemente des Founder Vesting auf. Dies bedeutet im Einzelnen:

Umfang des Vesting: Werden Growth Shares neu ins Start-up eintretenden Begünstigten zugeteilt oder erhalten Bestandsmitarbeiter erstmals eine Equity Beteiligung am Start-up, werden regelmäßig sämtliche Growth Shares einem Vesting unterliegen. Etwas anderes kann u.U. vereinbart werden, wenn Growth Shares Foundern zugeteilt werden, um eine in der Vergangenheit erfolgte zu starke Verwässerung (teilweise) zu kompensieren. Dann können die Parteien ggf. vereinbaren, dass für die Growth Shares die gleichen Vesting-Regelungen wie für die sonstigen Stammanteile der Founder gelten und dann kann abhängig von der Finanzierungsphase und der relativen Verhandlungsstärke der Parteien ein Teil der Anteile aus dem Vesting ausgenommen werden.

Vesting-Periode und Cliff: Die Vesting-Klauseln in Growth Share-Programmen sehen in der Regel vor, dass der Begünstigte dem Unternehmen und / oder den (dann bestehenden) Gesellschaftern oder einem von den Gesellschaftern benannten Dritten (z. B. einem neuen Begünstigten) eine Call-Option gewährt, um alle nicht-gevesteten Growth Shares im Falle eines Good Leaver-Ereignisses zu erwerben (d.h., der ausscheidende Begünstigte kann die gevesteten Growth Shares behalten).

Darüber hinaus unterliegen in Bad-Leaver-Fällen auch die gevesteten Growth Shares in der Regel der Call-Option, während Call-Optionen für gevestete Growth Shares in Good Leaver-Fällen eher selten sind (und dann sehen sie normalerweise auch einen höheren Kaufpreis vor, siehe unten). Die Call-Option kann als unwiderrufliches Angebot des Begünstigten strukturiert werden, das dann nur noch in der erforderlichen Form von dem jeweiligen Call-Option-Begünstigten angenommen werden muss (eine sogenannte "self-executing call option"). Dies bietet dem Unternehmen und seinen Gesellschaftern ein höheres Maß an Sicherheit, da die Anteile bei Annahme automatisch übertragen werden. Solche "automatischen" Call-Optionen erfordern eine sorgfältige Ausarbeitung, damit der handelnde Notar bereit ist, nach Ausübung der Call-Option eine aktualisierte Gesellschafterliste beim Handelsregister des Unternehmens einzureichen.

In den meisten Growth Share-Programmen sind ein drei- bis vierjähriger monatlicher (nur gelegentlich vierteljährlicher) Vesting-Plan mit einem (vollständig oder teilweise) beschleunigten (accelerated) Vesting bei Eintritt eines Exits Standard. Die Details sind jedoch Verhandlungssache, und unterschiedliche Begünstigte können unterschiedliche Vesting-Pläne haben.

Gerade wenn der Begünstigte erstmalig eine Kapitalbeteiligung am Start-up erhält, sehen Growth Share-Programme in der Regel außerdem einen sog. "Cliff" vor. Der Begünstigte muss mindestens für die Dauer des Cliff im Unternehmen verbleiben, damit die erste Tranche seiner Growth Shares vestet (also angespart wird und dann unverfallbar wird). Cliff-Perioden liegen zwischen 6 und 24 Monaten, wobei die meisten Programme einen Cliff von 12 Monaten ab Zuteilung vorsehen.

Vergleichbar der Situation für die Founder kann es sein, dass in nachfolgenden Finanzierungsrunden Investoren verlangen, einen Teil der bereits gevesteten Growth Shares wieder zu ungevesteten Growth Shares zu machen. Das Vesting beginnt dann für einen Teil der Growth Shares wieder erneut, um Founder und Begünstigte weiterhin an das Start-up zu binden und ihre Interessen mit denen der neuen Investoren übereinzubringen. Wir sehen solche Forderungen in der Praxis insbesondere bei Growth Shares, die an Late Co-Founder vergeben werden, oder wenn eine größere Zuteilung von Growth Shares an einen Begünstigten erfolgt, der als entscheidend für den zukünftigen Erfolg des Start-ups angesehen wird.

Good Leaver und Bad Leaver: Leaver-Ereignisse beenden das Vesting und führen dazu, dass jedenfalls ein Teil, u.U. auch alle Growth Shares zu einem (je nach Art des Leaver-Ereignisses höheren oder niedrigeren Kaufpreis zurückgegeben werden müssen). Sie sind regelmäßig mit der Beendigung des Geschäftsführerdienstvertrags, Beratungsvertrags oder Arbeitsvertrags des Begünstigten oder der Abberufung des Begünstigten als Geschäftsführer des Unternehmens verbunden.

Einige typische Beispiele für Good Leaver-Ereignisse sind:

- der Vertrag oder die Bestellung als Geschäftsführer wird von der Gesellschaft ohne wichtigen Grund gekündigt / widerrufen;
- der Begünstigte kündigt seinen Vertrag oder legt sein Amt als Geschäftsführer nieder und hat hierfür jeweils einen guten Grund;
- Tod des Begünstigten; oder
- dauerhafte Erwerbsunfähigkeit des Begünstigten.

Bad Leaver-Ereignisse liegen in der Regel vor, wenn:

- der Vertrag oder die Bestellung als Geschäftsführer von der Gesellschaft / Gesellschafterversammlung aus wichtigem Grund gekündigt / widerrufen wird, insbesondere wenn der Begünstigte für diesen wichtigen Grund verantwortlich ist; oder
- der Begünstigte seinen Vertrag kündigt oder ohne wichtigen Grund sein Amt als Geschäftsführer niederlegt.

Obwohl dies die gesamte Vesting-Frage noch komplexer machen kann, kann es in manchen Fällen sinnvoll sein, auch eine sogenannte Grey Leaver-Klausel für Ereignisse vorzusehen, die zwischen Good Leaver und Bad Leaver liegen. Der typische Fall für einen Grey Leaver ist, dass der Begünstigte nach einer bestimmten Minstdauer (z. B. zwei Jahre) seinen Vertrag mit dem Unternehmen kündigt oder sein Amt als Geschäftsführer niederlegt, ohne dass er hierfür einen guten Grund hat, aber auch nichts getan hat, was eine Behandlung als "typischen" Bad Leaver rechtfertigen würde. Die Grey Leaver-Bestimmung kann dann z.B. vorsehen, dass der Begünstigte einen bestimmten Teil seiner gevesteten Growth Shares behalten kann (anstatt alle, wie im Fall eines Good Leavers), anstatt alle zu verlieren (wie im Fall eines Bad Leavers).

Rückkaufpreis: Während wir im Markt eine Vielzahl und oft auch differenziertere Ansätze sehen, sind die folgenden Regelungen für die Preisfindung typisch:

- Im Fall eines Bad Leavers: der niedrigere Preis aus dem vom Begünstigten für die Growth Shares gezahlten Erwerbspreis oder dem bei Eintritt des Leaver-Ereignisses geltenden Verkehrswert der Growth Shares, unabhängig davon, ob die Growth Shares gevestet oder ungevestet waren.
- Im Fall eines Good Leavers: der vom Begünstigten gezahlte Ausgabepreis für den nicht gevesteten Teil der Growth Shares und, falls die Call-Option auch für den gevesteten Teil der Growth Shares gilt, der höhere Preis aus dem gezahlten Ausgabepreis für die gevesteten Growth Shares oder dem dann geltenden Verkehrswert des gevesteten Teils der Growth Shares.

Accelerated Vesting: Growth Share-Programme sind darauf ausgelegt, wichtige Personen innerhalb eines Unternehmens zu motivieren und zu binden, indem ihnen eine Kapitalbeteiligung gewährt wird, die über die Zeit hinweg vestet. Ein verbreitetes Strukturelement dieser Programme (wie auch anderer Formen der Mitarbeiterbeteiligungen) ist die Möglichkeit des beschleunigten Vesting im Falle eines Exits, der vor Ende der regulären Vesting-Periode eintritt. Mit dem Exit endet regelmäßig das Vesting und es stellt sich die Frage, ob die ungevesteten Growth Shares verfallen oder beschleunigt vesten sollen, so dass der Begünstigte mit ihnen am Exit partizipiert. Wir benutzen nachfolgend für eine solche "Beschleunigung" den auch im Deutschen gebräuchlicheren Ausdruck des Accelerated Vestings. Es gibt zwei Spielarten des Accelerated Vestings: Single-Trigger und Double-Trigger Acceleration, jede mit ihren eigenen Vor- und Nachteilen.

Single-Trigger Acceleration tritt ein, wenn das Vesting der Growth Shares automatisch bei Eintritt eines Exit-Ereignisses vorgezogen wird (also direkt mit Exit 100 % der ungevesteten Growth Shares vesten). Diese Art der Beschleunigung ist unkompliziert und bietet den Begünstigten sofortige Liquidität für alle ihre Growth Shares, was besonders attraktiv für Key Executives und Mitarbeiter sein kann, die in der Vergangenheit schon zum Erfolg des Unternehmens beigetragen haben. Allerdings kann dies auch Nachteile mit sich bringen, wie das Risiko, wichtige Talente nach dem Exit zu verlieren, da Einzelpersonen das Unternehmen verlassen könnten, sobald sie den vollen Kaufpreis für alle ihre Growth Shares erhalten haben (und nicht nur für den bereits gevesteten Teil, wie es ohne ein Accelerated Vesting der Fall wäre). Dies könnte den laufenden Betrieb und die Integration des Unternehmens nach der Übernahme beeinträchtigen und den M&A-Prozess komplexer machen.

Double-Trigger Acceleration hingegen erfordert zwei Ereignisse, damit das Vesting beschleunigt wird: ein Exit-Ereignis und ein nachfolgendes qualifizierendes Ereignis, wie zum Beispiel, dass der Begünstigte für einen Zeitraum von in der Regel 12 Monaten nach dem Exit an Bord bleibt und nicht aus wichtigem Grund gekündigt wird oder selbst nicht ohne triftigen Grund kündigt. Dieser Ansatz will einerseits die wirtschaftlichen Interessen des Begünstigten schützen, setzt aber auch einen starken Anreiz während der Übergangszeit im Unternehmen zu bleiben. Der Nachteil ist, dass Double-Trigger Acceleration komplexer zu verwalten ist und möglicherweise nicht die sofortige Liquidität bietet, die sich einige Begünstigte wünschen.

Nach unserer Erfahrung ist die Verwendung von Double-Trigger Vesting für Founder noch relativ selten, aber etwas häufiger bei Schlüsselkräften. In den USA gibt es eine stärkere Präferenz für Double-Trigger Acceleration, insbesondere von Investoren.

Bei der Entscheidung, ob Single- oder Double-Trigger Acceleration auf Growth Shares angewendet werden soll, kann es sinnvoll sein, zwischen verschiedenen Arten von Begünstigten zu unterscheiden. Für Founder und Late Co-Founder, die oft tief in den langfristigen Erfolg des Unternehmens investiert sind, könnte Double-Trigger Beschleunigung besser geeignet sein, da sie ihre Interessen mit einer erfolgreichen Unternehmensentwicklung nach dem Exit in Einklang bringt. Für "normale" Begünstigte könnte Single-Trigger Acceleration u.U. angemessener sein, da sie ihnen sofortige Belohnungen für ihre Beiträge bietet und die deutschen Marktgepflogenheiten berücksichtigt (obwohl unserer Meinung nach Double-Trigger Acceleration auch in deutschen ESOPs und VSOPs auf dem Vormarsch sind).

4. UND WAS IST MIT DEN GOVERNANCE-PROBLEMEN?

Wie bereits oben erwähnt, kann die Ausgabe von Growth Shares auf zwei Arten erfolgen:

- direkte Ausgabe / Übertragung von Growth Shares an die Begünstigten; und
- indirekte Ausgabe / Übertragung von Growth Shares an die in einer ManCo gebündelten Begünstigten.

4.1 Direkte Anteilsausgabe

Aus der Perspektive des Start-ups ergeben sich einige potenzielle Probleme, wenn Anteile an Begünstigte ausgegeben werden, die nicht in einer ManCo gebündelt sind, sondern diese Anteile

- im Falle von Growth Shares direkt oder indirekt über ihre eigenen Holdinggesellschaften halten (beide Optionen sind für Growth Shares verfügbar); oder
- im Fall von § 19a EStG-Anteilen direkt halten (einzige Option für die § 19a EStG-Anteile, da diese nicht über eine eigene Holdinggesellschaft des Begünstigten erworben werden können).

Wenn Begünstigte Gesellschafter des Start-ups werden, kann das Probleme mit sich bringen. Diese Probleme sind spezifisch für die direkte Ausgabe von Anteilen und kommen zu den Transaktionskosten (Dokumentenerstellung, Notargebühren sowie Gerichtsgebühren), die für die Dokumentation jeder Übertragung von Anteilen (sei es an den Begünstigten oder seine Holdinggesellschaft) direkt oder an eine ManCo anfallen, hinzu.

Anteile am Start-up sind mit bestimmten unentziehbaren Rechten verbunden, unabhängig von der Größe der Beteiligung. Dazu gehören ein umfassendes Informationsrecht (§ 51a GmbHG), das Recht zur Teilnahme an Gesellschafterversammlungen und das Recht, Gesellschafterbeschlüsse anzufechten. In einem Start-up ist es manchmal notwendig, schnell die Zustimmung der Gesellschafter für bestimmte Maßnahmen oder die Ausgabe neuer Anteile zu erhalten. Hier ist es von Vorteil, wenn der Cap Table überschaubar ist und alle Gesellschafter bereit sind, auf formale Anforderungen bezüglich Einberufung, Vorbereitung und Durchführung einer Gesellschafterversammlung zu verzichten und Entscheidungen schnell zu treffen. Zwar gibt es bestimmte Optionen für Beschlussfassungen im Umlaufverfahren außerhalb von Gesellschafterversammlungen, die nur die Mitwirkung einer qualifizierten Stimmmehrheit voraussetzen, allerdings erfordert der agilste Entscheidungsprozess dennoch meist die Teilnahme aller Gesellschafter.

Soll das Start-up Geld von VC-Investoren einsammeln, müssen alle Gesellschafter des Start-ups Partei der üblichen Finanzierungsrundendokumentation werden (Investment Agreement und Shareholders' Agreement), die in jeder Finanzierungsrunde abgeschlossen / geändert wird. Je mehr Gesellschafter es auf dem Cap Table gibt, desto komplexer und zeitaufwändiger können die Verhandlungen und der Abschlussprozess werden.

Vor diesem Hintergrund werden Growth Shares in der Praxis meist nur an eine sehr überschaubare Anzahl an Begünstigte direkt ausgegeben. Sobald die Zahl der angedachten Begünstigten einen Wert von ca. 3 bis 5 überschreitet, werden die Begünstigten meist in einer ManCo gebündelt (dazu sogleich).

4.2 ManCos – Höherer Aufwand aber einfachere Governance

Wenn man die Begünstigten (bzw. deren Holdinggesellschaften) in einer ManCo poolt, erhöht dies zwar den Aufwand für das Aufsetzen und den laufenden Betrieb des Growth Share-Programms, es lassen sich aber die vorgenannten möglichen Corporate Governance-Probleme weitgehend mitigieren.

ManCos werden häufig als GmbH & Co. KG gegründet (d.h. eine Kommanditgesellschaft nach deutschem Recht mit einer GmbH als Komplementärin). Zusätzlich muss die ManCo zur Vermeidung einer eigenen Gewerbesteuerpflicht einen geschäftsführenden Kommanditisten haben (Entprägung), der als GmbH aufgesetzt werden sollte. Der Komplementär und der geschäftsführende Kommanditist können vollständig von einem hierfür ausgewählten Founder oder Investor gehalten werden, der den Anweisungen der relevanten Mehrheit gemäß den Regelungen des Shareholders' Agreements unterliegt. Die ManCo ist steuerlich als vermögensverwaltende Kommanditgesellschaft zu qualifizieren.

Die Begünstigten werden Kommanditisten der ManCo und halten ihre Kommanditbeteiligung direkt (einzige Option, wenn die ManCo § 19a EStG-Anteile halten soll) oder direkt oder indirekt über ihre eigenen Holdinggesellschaften (beide Optionen sind verfügbar, wenn die ManCo Growth Shares halten soll).

Die Begünstigten werden nicht direkte Gesellschafter des Start-ups, d.h., die Gesellschafterrechte aus den Growth Shares werden von der ManCo ausgeübt und unterliegen deren Corporate Governance (dadurch, dass der Komplementär und der geschäftsführende Kommanditist vom Gründerteam bzw. den Investoren kontrolliert werden, ist das Obstruktionspotential der Begünstigten sehr begrenzt). Die Übertragung der Kommanditbeteiligung an der ManCo unterliegt weniger Formalitäten als die Übertragung von Anteilen an einer GmbH (z.B. keine notarielle Beurkundung).

Diese Struktur ist aber aufwendiger als die direkte Ausgabe von Growth Shares, auch wenn sie durch die Bündelung der Growth Shares in der von den Foundern und Investoren kontrollierten ManCo natürlich besser skaliert. Die ManCo (einschließlich des Komplementärs und des geschäftsführenden Kommanditisten) muss eingerichtet und unterhalten werden (dies umfasst die Bereitstellung ausreichender Mittel für ihren laufenden Betrieb und ihre Verwaltung). Wenn eine ManCo verwendet werden soll, muss auch besonderes Augenmerk darauf gelegt werden, woher die von der ManCo zu haltenden Growth Shares stammen. Die gesellschaftsrechtlichen und steuerlichen Überlegungen können ziemlich komplex werden und sollten im Einzelfall geprüft werden.

5. DIE VERÄUSSERUNG VON GROWTH SHARES UND DIE BEHANDLUNG IM IPO

5.1 Growth Shares im Exit – wem steht die Hurdle zu?

Üblicherweise nach Stunden abrechnende Anwälte lieben ja Wiederholungen. Also...: Im Falle des Exits nehmen Growth Shares nur an den Erlösen eines Verkaufs oder einer Liquidation teil, die über die Hurdle hinausgehen. Im Falle eines Share Deal Exits wird der Anteilskaufvertrag in der Regel einen einheitlichen Kaufpreis für jeden Anteil des Start-ups festlegen, der verkauft wird, unabhängig davon, was die Verkäufer (d.h. die Gesellschafter des Start-ups) intern bezüglich positiver oder negativer Liquidationspräferenzen vereinbart haben. In einem zweiten Schritt werden die Verkäufer den Käufer dann anweisen, Zahlungen an sie gemäß der Verteilung der Exiterlöse nach den Zuweisungen der positiven Liquidationspräferenzen (falls relevant) und der negativen Liquidationspräferenzen für die Growth Shares zu leisten.

Aber wie wird der Hurdle-Betrag unter den Inhabern von "normalen" Anteilen, d. h. Nicht-Growth Shares, verteilt?

- Die einfachere Option ist, ihn unter allen anderen Anteilseignern, die an dem jeweiligen Liquiditätsereignis teilnehmen, auf *pro rata* Basis zu verteilen.
- Eine andere Option ist, die Hurdle an den Parteien zuzuweisen, die zum Zeitpunkt der Ausgabe der Growth Shares Anteilseigner waren. Da solche Anteilseigner seitdem möglicherweise einige Anteile übertragen oder das Start-up ganz verlassen haben, ist es einfacher, den Hurdle-Betrag den Nicht-Growth Shares zuzuweisen, die zum Zeitpunkt der Ausgabe der Growth Shares existierten (die umzuverteilende Hurdle also anteils- und nicht personengebunden zu allokalieren). Eine in der Praxis nicht selten vorkommende Variante dieses Ansatzes ist es, die Hurdle unter den Inhabern der Stammanteile zu verteilen.

Je nach Höhe der Hurdle und der Entwicklung der Anzahl der Anteile des Start-ups in der Zeit nach Ausgabe der Growth Shares kann die Verteilung des Hurdle-Betrags erhebliche wirtschaftliche Auswirkungen haben. Die erste Option, den Hurdle-Betrag auf *pro rata* Basis unter allen Anteilseignern zu verteilen, die an dem Liquiditätsereignis teilnehmen, ist unkompliziert, (vordergründig) gerecht und leichter im Wasserfall zu modellieren.

Diese Methode stellt sicher, dass alle aktuellen Anteilseigner proportional zu ihrer Beteiligungsquote profitieren, was die aktuelle Struktur des Eigenkapitals des Unternehmens widerspiegelt. Allerdings könnte diese Herangehensweise, je nachdem, wie der fully-diluted Share Price für die Investoren, die ihre Anteile nach der Ausgabe der Growth Shares erworben haben, berechnet wird, die Beiträge der frühen Investoren, die vor der Ausgabe der Growth Shares mehr Risiko eingegangen sind, nicht hinreichend berücksichtigen.

Gelegentlich stoßen wir in der Praxis auf einen dritten hybriden Ansatz, der Elemente der beiden oben beschriebenen Methoden kombiniert. Beispielsweise könnte der Hurdle-Betrag aufgeteilt werden, wobei ein Teil *pro rata* unter allen aktuellen Anteilseignern verteilt wird und ein anderer Teil denjenigen zugewiesen wird, die zum Zeitpunkt der Ausgabe der Growth Shares Anteilseigner waren (oder, einfacher aus administrativer Sicht, an die zum Zeitpunkt der Ausgabe der Growth Shares ausstehenden Anteile – für diejenigen, die mit dem deutschen GmbH-Recht nicht vertraut sind: Anteile in einer GmbH sind mit einer spezifischen fortlaufenden Nummer versehen, die in der öffentlich zugänglichen Gesellschafterliste angegeben wird). Diese Methode versucht, die Berücksichtigung früherer Wertschöpfungsbeiträge / eines erhöhten Risikos in der Anfangsphase mit der Einfachheit und "Fairness" einer *pro rata* Verteilung in Einklang zu bringen. Sie erkennt die Beiträge der frühen Investoren an und berücksichtigt gleichzeitig die aktuelle Eigenkapitalstruktur. Dieser Ansatz kann jedoch komplexere Berechnungen und klare Kommunikation erfordern, um sicherzustellen, dass alle Parteien die Verteilungslogik verstehen und akzeptieren.

Das deutsche Steuerrecht sollte die Begrenzung der Erlösbeteiligung der Growth Shares anerkennen und die den Growth Shares zugewiesenen Erlöse der günstigen Besteuerung von Einkünften aus Kapitalerträgen unterwerfen. Dies sollte auch für die umverteilte Hurdle an die Gesellschafter gelten, die von einer solchen Umverteilung profitieren. Im Falle eines Exits über einen Asset Deal und einer anschließenden Ausschüttung der Erlöse muss der Gesellschaftsvertrag des Start-ups die Möglichkeit einer disquotalen Ausschüttung durch einstimmigen Gesellschafterbeschluss vorsehen (das Shareholders' Agreement des Start-ups wird alle Gesellschafter verpflichten, eine Erlösverteilung gemäß den positiven und negativen Liquidationspräferenzen einstimmig zu beschließen).

5.2 Veräußerung von Growth Shares außerhalb eines Exits

Das Shareholders' Agreement sollte auch Bestimmungen enthalten, wie mit dem Verkauf und der Übertragung von Growth Shares außerhalb eines Exit Events umzugehen ist, beispielsweise wenn Begünstigten erlaubt werden soll, einen Teil ihrer Growth Shares im Zusammenhang mit einer Finanzierungsrunde durch einen Secondary zu veräußern. Eine übliche Bestimmung könnte vorsehen, dass der Begünstigte als Verkäufer der Growth Shares entweder (i) die Growth Shares als solche verkauft und überträgt, d.h. mit der daran haftenden und weiterhin geltenden negativen Liquidationspräferenz (soweit diese bislang nicht bedient wurde, z.B. durch Ausschüttungen), oder (ii) die Growth Shares mit der Maßgabe verkauft und überträgt, dass diese bei einem solchen Verkauf in Stammanteile umqualifiziert werden, indem entweder ein Teil des Kaufpreises in Höhe der Hurdle an die Gesellschafter, die Anspruch auf die Hurdle haben (siehe dazu oben), gezahlt wird oder der jeweilige Erwerber veranlasst wird, einen Teil des Kaufpreises in Höhe der Hurdle direkt an diese Gesellschafter zu zahlen. Wird der Verkauf vollzogen und erhalten die berechtigten Gesellschafter Zahlung in Höhe der vollen Hurdle, ist die negative Liquidationspräferenz endgültig bedient und die verkauften Growth Shares werden im Verhältnis 1:1 in Stammanteile umqualifiziert.

5.3 Growth Shares im IPO

Auch wenn ein Börsengang für die meisten Start-ups nie eine Rolle spielen wird, ist es eine nicht uninteressante Frage (ja, wir haben in der Tat nicht viele Hobbies), was bei einem Börsengang mit den Growth Shares geschehen soll. Growth Shares lassen sich nicht listen und müssen daher in Stammanteile "gewandelt" werden (ähnliche Probleme stellen sich auch bei einem indirekten Listing, bei dem das Start-up zunächst in eine für ein Listing besser geeignete (ausländische) Holdinggesellschaft gegen Anteilsgewähr eingebracht wird und diese Holdinggesellschaft dann an die Börse geht).

Jetzt entspricht aber wegen der Hurdle ein Growth Share wirtschaftlich nicht einem Stammanteil, womit eine einfache "Umwandlung" im Verhältnis 1:1 ausscheidet, wenn die Hurdle zuvor nicht bedient wurde. Die Situation ist hier anders als bei Vorzugsanteilen. Börsengänge finden ja meist zu einer Bewertung statt, die oberhalb der (anrechenbaren) positiven Liquidationspräferenzen liegen, so dass Vorzugsanteile in Stammanteile im Verhältnis 1:1 gewandelt werden können.

Für Growth Shares gibt es verschiedene Ansätze mit einem wirtschaftlichen nicht-paritätischen Umtauschverhältnis umzugehen, z.B. eine Kombination aus initialem Umtausch im Verhältnis 1:1 und anschließender Einziehung eines Teils der so geschaffenen Stammanteile oder deren Übertragung an die aus der Hurdle begünstigten Gesellschafter.

IV. Empirische Daten zu Growth Shares

In diesem Kapitel wollen wir die Ergebnisse einer kleinen empirischen Auswertung von Growth Shares in deutschen Start-ups vorstellen.

1. DER UNTERSUCHTE DATENSATZ, ANNAHMEN UND EINSCHRÄNKUNGEN

Für unsere an anderer Stelle veröffentlichte "OLNS Board Study 2024/2025"⁶, in der wir die Verbreitung, Zusammensetzung und Entwicklung von Beiräten in deutschen Start-ups über mehrere Finanzierungsrunden hinweg untersucht haben, hatten wir anhand der Daten des Dienstleisters PitchBook in einem ersten Schritt eine Liste von Start-ups mit Sitz in Deutschland zusammengestellt: Suchkriterien für die Abfrage waren dabei eine Suche von Finanzierungsrunden in den Stages Angel & Pre / Accelerator / Incubator, Seed, Series A, Series B, Series C, Series D und Series E im Zeitraum vom 1. Januar 2018 bis 8. Juli 2024 für Start-ups in der Region Deutschland. Wir beschränkten die Auswahl dabei auf Start-ups, die mit dem Deal Status "completed" aufgeführt waren.

Für den sich daraus ergebenden Datensatz haben wir dann Kopien der aktuellen und historischen Gesellschaftsverträge aus dem elektronischen Handelsregister unter www.handelsregister.de eingeholt. Aus diesen PDF- und TIF(F)-Dateien haben wir dann mithilfe von Dokumentenverarbeitungstechniken nach Anhaltspunkten für Growth Shares gesucht (unsere Prompts haben dabei die diversen Bezeichnungen von Growth Shares in der Praxis berücksichtigt, z.B. Hurdle Shares, NLP Shares etc.).

Sofern die Gesellschaftsverträge Regelungen zu Growth Shares enthielten, wurden ergänzend die zeitlich relevanten Gesellschafterlisten aus dem elektronischen Handelsregister eingeholt. Zur Qualifikation des (indirekten) Erwerbers der Growth Shares als Key Employee, Late Co-Founder o.ä. erfolgte dann ergänzend eine Desktop Search, wobei wir uns insbesondere auf Angaben des Karrierenetzwerks LinkedIn gestützt haben.

Wir sind uns bewusst, dass sowohl der zugrunde liegende Datensatz als auch unser Ansatz bei der Auswertung nicht perfekt sind und Raum für zukünftige Forschung lassen.

Im Folgenden führen wir die unserer Meinung nach wichtigsten Einschränkungen auf, denen man sich bei der Interpretation unserer Ergebnisse bewusst sein sollte.

- Unsere Analyse beschränkt sich auf die in der PitchBook Datenbank erfassten Start-ups. Auch wenn nach unserer Einschätzung die Qualität dieser und ähnlicher Datenbanken für die Situation in Deutschland in den letzten Jahren besser geworden ist, hat die Erfassung weder in quantitativer noch qualitativer Hinsicht das Niveau wie in den USA. Unser Datensatz stellt sicher nur einen Teilbereich der Realität deutscher Start-ups dar.
- Unsere Analyse beschränkt sich auf die Start-ups, die eine externe Finanzierung erhalten haben, da PitchBook und andere Dienstleister nicht den Anspruch haben, sämtliche Start-ups eines Landes zu erfassen. Unsere Erkenntnisse können daher nicht ohne weiteres auf die allgemeine (nichtinvestorenfokussierte) Start-up-Landschaft in Deutschland übertragen werden.
- Obwohl wir bei einigen der untersuchten Growth Share Programme nicht ganz unbeteiligt waren (wenn das jetzt für Sie nach schamloser Selbstvermarktung klingt, dann vertrauen Sie Ihren Instinkten...), haben wir unsere Auswertung auf die Informationen beschränkt, die sich aus dem elektronischen Handelsregister und einer PitchBook-Datenbankabfrage gewinnen lassen.
- Ob Growth Shares im Gesellschaftsvertrag eines Start-ups verankert sein müssen oder eine Regelung in der Gesellschaftervereinbarung ausreicht, wird in der Praxis nicht einheitlich beurteilt. Während aus unserer Sicht eine separate Anteilsklasse und die Aufnahme der negativen Liquidationspräferenz (wenigstens als Konzept, ggf. aber auch als spezifischer Wert) im Gesellschaftsvertrag vorgesehen werden sollten, wird auch vertreten, dass eine nur im Shareholders' Agreement geregelte negative Liquidationspräferenz auch dann wertmindernd berücksichtigt werden müsse, wenn der Gesellschaftsvertrag nur eine übliche Vinkulierungsklausel enthalte und das Shareholders' Agreement die Erteilung der Zustimmung zur Anteilsübertragung davon abhängig mache, dass der Erwerber dem Shareholders' Agreement und damit den Regelungen zur negativen Liquidationspräferenz beitrifft. Unsere auf die Auswertung von öffentlich zugänglichen Handelsregisterunterlagen beschränkte Analyse konnte jedenfalls nur Start-ups identifizieren, bei denen Growth Shares als solche im Gesellschaftsvertrag definiert waren. Entsprechend erfasst unsere Analyse auch nur einen mehr oder weniger kleinen Teil der tatsächlichen Growth Share-Programme im deutschen Markt.
- Aus den analysierten Gesellschaftsverträgen war das Finanzierungsstadium (z.B. Einordnung eines bestimmten Start-ups in die Gruppe "Series A") in einigen Fällen nicht ersichtlich. Wir haben uns dann auf die Einordnung von PitchBook verlassen. Allerdings kann es bei PitchBook natürlich zu Fehlklassifizierungen kommen.

6. Siehe OLNS#12 "Beiräte in deutschen Startups", der Guide kann hier heruntergeladen werden: <https://www.orrick.com/de-DE/Insights/2024/11/Orrick-Legal-Ninja-Series-OLNS-12-Advisory-Boards-in-German-Startups>.

2. ERKENNTNISSE

2.1 Gesamtanzahl und Terminologie

Insgesamt haben wir 66 in Gesellschaftsverträgen verankerte Growth Share-Programme identifiziert.

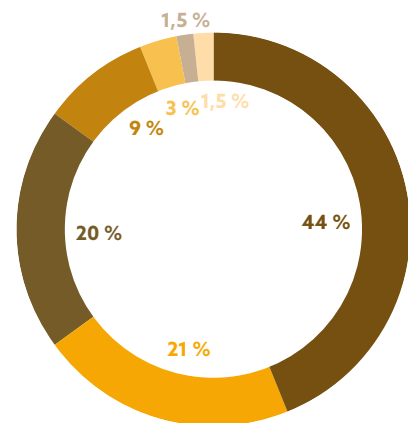
Dabei wurde in der Hälfte der Fälle (33) die Terminologie "Hurdle Shares" verwendet. Darauf folgen 20 Unternehmen, welche die Bezeichnung "NLP Shares" nutzen. Sieben Unternehmen sprechen von "Growth Shares", während jeweils zwei Unternehmen die Begriffe "Zero Shares" und "nachrangige Geschäftsanteile" verwenden. Ein Unternehmen verwendet den Begriff "Management Shares" und ein weiteres spricht von "Stammanteilen mit negativer Liquidationspräferenz".

2.2 Welche Unternehmen geben Growth Shares aus?

65 der 66 Unternehmen in der Analyse waren als Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) organisiert, ein Unternehmen war eine Aktiengesellschaft.

Mit Blick auf die Branchenzugehörigkeit zeigt sich folgendes Bild: Der größte Anteil, nämlich 29 Unternehmen (ca. 44 %), gehört dem Sektor "Information Technology" an. Der Gesundheitssektor folgt auf dem zweiten Platz mit 14 Unternehmen (ca. 21 %). Danach folgt der Sektor "Consumer Products and Services (B2C)" mit 13 Unternehmen (ca. 20 %). Sechs Unternehmen (ca. 9 %) sind dem Sektor "Business Products and Services (B2B)" zuzuordnen, während der Energiesektor durch zwei Unternehmen repräsentiert wird (ca. 3 %). Schließlich entfällt jeweils ein Unternehmen auf die Sektoren "Financial Resources" und "Materials and Resources" (jeweils ca. 1,5 %).

VERTEILUNG GROWTH SHARE-PROGRAMME NACH SEKTOREN (N = 66)



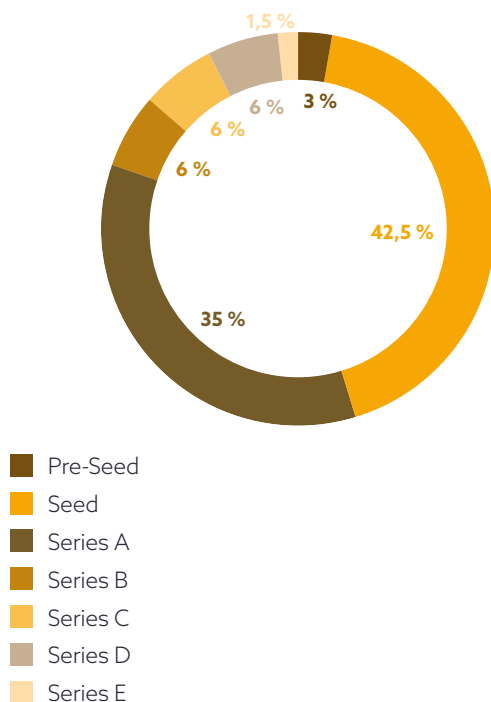
- Information Technology
- Healthcare
- Consumer Products and Services (B2C)
- Business Products and Services (B2B)
- Energy
- Financial Resources
- Materials and Resources

2.3 In welcher Stage werden Growth Shares ausgegeben?

Wir haben uns auch die Finanzierungsphase angesehen, in der die Unternehmen waren, als sie zum ersten Mal Growth Shares ausgegeben haben (wenn sie zu verschiedenen Zeitpunkten Growth Shares ausgegeben haben, haben wir die erste Ausgabe für unsere Kategorisierung als relevant betrachtet).

Von den 66 Unternehmen in unserem Datensatz hatten 28 (ca. 42,5 %) eine Series Seed als letzte Finanzierungsrunde abgeschlossen, als sie Growth Shares ausgegeben haben. Weitere 23 Unternehmen (ca. 35 %) befanden sich in der Series A. Vier Unternehmen (ca. 6 %) waren jeweils in der Series B bzw. Series C bzw. Series D-Phase. Zwei Unternehmen waren in der Series Pre-Seed (ca. 3 %) und ein Unternehmen (ca. 1,5 %) war in der Series E.

VERTEILUNG GROWTH SHARE-PROGRAMME NACH FINANZIERUNGSPHASE (N = 66)

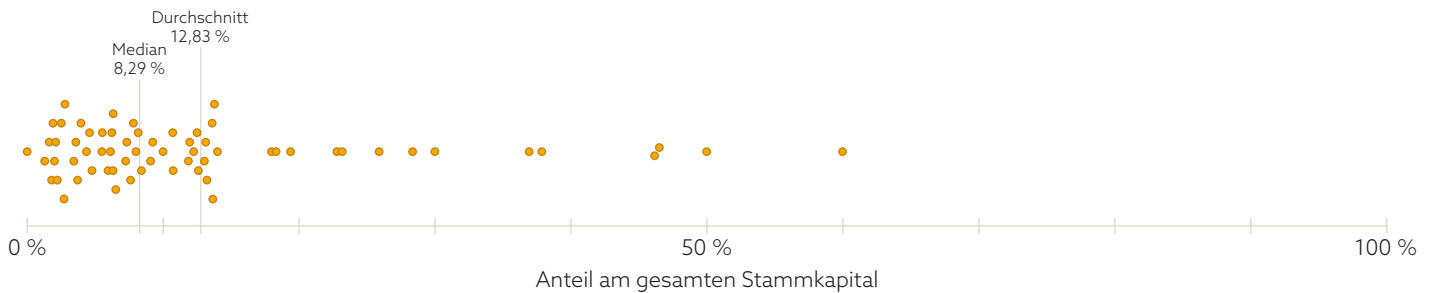


2.4 Wie viele Growth Shares werden ausgegeben?

Wir haben uns auch angesehen, welchen Anteil die ausgegebenen Growth Shares am gesamten Stammkapital der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Ausgabe ausmachten. Hierzu haben wir die Anzahl der Growth Shares ins Verhältnis zur Gesamtanzahl der Anteile des Start-ups unmittelbar nach Ausgabe der Growth Shares gesetzt. Sofern für die Growth Shares nur ein genehmigtes Kapital vorgesehen war, haben wir aus Gründen der besseren Vergleichbarkeit unterstellt, dass dieses direkt vollständig ausgeübt und eine entsprechende Anzahl an Growth Shares ausgegeben wurde. In den wenigen Fällen, in denen ein Start-up mehrfach (verschiedene Klassen an) Growth Shares ausgegeben hatte, haben wir die Zahlen bei erstmaliger Ausgabe von Growth Shares herangezogen.

Unter den 66 untersuchten Unternehmen lag der kleinste Prozentsatz der erstmalig ausgegebenen Growth Shares bei 0,00027 %. Der höchste Prozentsatz betrug 60 %. Im Durchschnitt wurden 12,83 % des Stammkapitals als Growth Shares ausgegeben mit einem Median von 8,29 %. Nachfolgende Grafik illustriert die Verteilung:

VERTEILUNG GROWTH SHARE-PROGRAMME NACH UMFANG AM STAMMKAPITAL (N = 66)



2.5 Wer bekommt Growth Shares?

Aus konzeptioneller Sicht kommt die Gewährung von Growth Shares insbesondere in den folgenden Fällen in Betracht:

- Korrektur einer (zu starken) Verwässerung der ursprünglichen Founder;
- Incentivierung von Personen, die nach Gründung des Unternehmens das ursprüngliche Gründerteam erweitern oder einen der ursprünglichen Founder ersetzen;
- Incentivierung anderer wichtiger Führungskräfte des Start-ups außerhalb des Gründerteams sowie weiterer relevanter Stakeholder wie z.B. Beiratsmitglieder; oder
- Investoren.

Allerdings ist in der Praxis die Trennung zwischen Founder, Late Co-Founder und Key Executives natürlich fließend und Aussagen auf der Website des Unternehmens oder im Karrierenetzwerk LinkedIn bedienen natürlich immer auch das Gründungsnarrativ des Unternehmens oder sind Teil der eigenen Vermarktung. Zudem haben wir verschiedentlich beobachtet, dass Growth Shares zunächst bei einer ManCo, teilweise auch bei der Gesellschaft "geparkt" wurden (z.B., wenn diese eigene Anteile von ausscheidenden Foundern erwarb und diese in Growth Shares umqualifiziert wurden). Wenn die Growth Shares vom Unternehmen selbst gehalten wurden, haben wir angenommen, dass sie für Key Executives außerhalb des Gründerteams bestimmt sind. In diesem Fall haben wir die Growth Shares dieser Gruppe zugewiesen. Wir haben uns im Rahmen einer Desktop Research um eine möglichst genaue Einsortierung bemüht, haben aber bei Anteilen an eine ManCo im Zweifel eine (spätere) Zuteilung an Key Executives unterstellt. Zudem sind einige der Programme auch noch jüngeren Datums, so dass wir in manchen Fällen nicht wissen, wie viele Begünstigte es schließlich geben wird.

Dies vorausgeschickt ergab unsere vorläufige Auswertung folgendes Bild:

Anzahl der Begünstigten: Im Durchschnitt wurden die Growth Shares an 1,7 Begünstigte vergeben. Dabei reichte die Spannweite von zehn Begünstigten bis zu lediglich einem Begünstigten.

Kategorisierung der Begünstigten: Wir haben uns auch an einer Kategorisierung der Empfänger versucht. Für die Einteilung haben wir uns dabei nicht nur auf die Handelsregisterangaben gestützt, sondern daneben auch weitere Quellen wie die Websites der Unternehmen und die LinkedIn-Profile der Begünstigten herangezogen. Uns ist klar, dass die Übergänge fließend sind und die Eingruppierung natürlich immer auch im gewissen Umfang subjektiv (das ist Anwaltsdeutsch für willkürlich) erfolgt. Wir unterscheiden folgende Kategorien:

- **Founder:** Hierbei handelt es sich um Mitglieder des ursprünglichen Gründerteams. Unsere Vermutung ist, dass die Zuteilung hier erfolgte, um entweder eine zu starke Verwässerung der Founder in den frühen Finanzierungsrunden zu kompensieren oder dass versucht wurde, eine initial zu geringe Allokation von Anteilen an ein Mitglied des Gründerteams nachträglich zu erhöhen.
- **Late Co-Founder:** Hiermit meinen wir eine Person, die später zum Gründerteam hinzugestoßen ist, aber aufgrund ihrer Kapitalbeteiligung, besonders herausgehobenen Rolle etc. wie ein Founder gesehen wird.
- **Key Executives:** Hiermit werden besonders relevante Mitarbeitende des Unternehmens bezeichnet, die aber keine Founder oder Late Co-Founder sind.
- **Investoren:** Diese Gruppe umfasst die Geldgeber des Unternehmens, die aber selbst nicht operativ im Unternehmen tätig sind.
- **Sonstige:** Diese Gruppe beinhaltet die sonstigen Begünstigten, denen Growth Shares zugeteilt wurden. Hierbei kann es sich z.B. um Beiratsmitglieder oder sonstige Berater handeln.

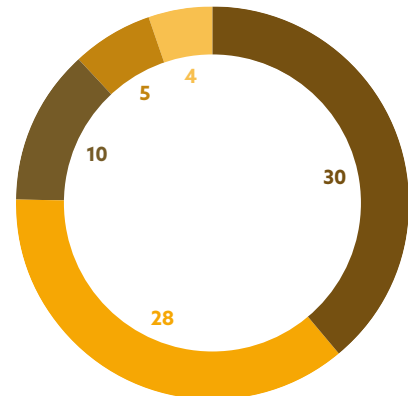
Aus Vereinfachungsgründen haben wir bei Zuteilungen an ManCos (ebenso wie für die bei der Gesellschaft "geparkten" Growth Shares) unterstellt, dass es sich bei den Begünstigten um Key Executives handelt, da Founder ja bereits am Unternehmen beteiligt sind (also kein Bedürfnis für eine ManCo besteht) und Late Co-Founder aufgrund des Wunsches, sie nach außen wie "normale" Founder erscheinen zu lassen, regelmäßig Wert auf eine direkte Beteiligung am Start-up legen werden.

Zudem haben die Unternehmen in vielen Fällen Growth Shares an mehrere Begünstigte ausgegeben, die verschiedenen Kategorien zuzuordnen waren, so dass es hier zu Mehrfachnennungen kommt.

Dies vorausgeschickt sieht der empirische Befund wie folgt aus:

In 30 Fällen wurden Growth Shares an Key Executives ausgegeben, wobei vier dieser Zuteilungen über eine ManCo erfolgten. Founder erhielten in 28 Fällen Growth Shares. Der Kategorie "Late Co-Founder" ließen sich zehn Zuteilungen von Growth Shares zuordnen, wobei wie bereits ausgeführt die Trennung zwischen Founder und Late Co-Founder nicht trennscharf ist. Investoren erhielten fünfmal Growth Shares. In der Kategorie "Sonstige" haben wir vier Zuteilungen verzeichnet, wobei Empfänger hier u.a. Mitglieder des Beirats waren (u.a. der Beiratsvorsitzende) und auch stimmrechtslose Beobachter im Beirat.

VERTEILUNG GROWTH SHARE-PROGRAMME NACH EMPFÄNGER (N = 77)

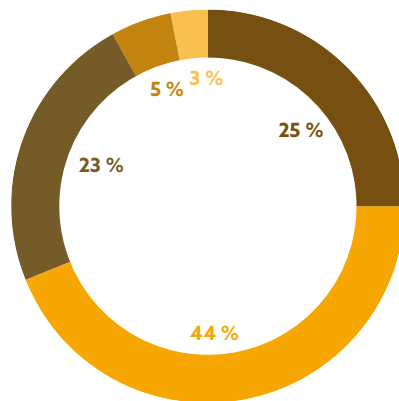


- Key Executives
- Founder
- Late Co-Founder
- Investoren
- Sonstige

Erwerb durch juristische Personen und

Personengesellschaften: Dabei fanden wir auf Erwerberseite 25 % Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbHs), in 44 % der Fälle Unternehmergeellschaft (haftungsbeschränkt), in 23 % der Fälle eine natürliche Person, in 5 % eine GmbH / UG & Co. KG und in 3 % eine juristische Person ausländischen Rechts wie LLCs und B.V.s.

VERTEILUNG GROWTH SHARE-PROGRAMME NACH ORGANISATION DES ERWERBERS



- Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbHs)
- Unternehmergeellschaften (haftungsbeschränkt)
- Natürliche Personen
- GmbH / UG & Co. KGs
- Juristische Personen ausländischen Rechts

Dass der Erwerb von Growth Shares durch juristische Personen vorherrscht liegt darin, dass sich auf diese Weise bei deutschen Steuerpflichtigen die initiale Steuerlast auf 1,5 % des die Hurdle übersteigenden Erlöses reduzieren lässt und einen attraktiven Exit-Wert unterstellt, Growth Shares die steuerlich attraktivste Beteiligungsvariante darstellen. Bei kursorischer Durchsicht der Fälle, in denen eine natürliche Person die Growth Shares erwarb, zeigte, dass diese in einer nicht unerheblichen Anzahl ihren Aufenthaltsort außerhalb Deutschlands hatte (u.a. USA und UK). Das dortige Steuerrecht legt anders als das deutsche Steuerrecht einen Erwerb von Eigenkapitalinstrumenten über persönliche Holdinggesellschaften nicht nahe.

EMPIRISCHE DATEN ZU DEN HURDLES

#	Stage	Jahr der erstmaligen Ausgabe	Hurdle	Implizierte Unternehmens- bewertung (gerundet)
1	Series Pre-Seed	2022	EUR 39,50	EUR 1.000.000
2	Series Pre-Seed	2021	EUR 300,44	EUR 14.000.000
3	Series Seed	2023	EUR 34,22	EUR 1.500.000
4	Series Seed	2019	EUR 99,00	EUR 2.500.000
5	Series Seed	2023	EUR 99,78	EUR 13.900.000
6	Series Seed	2023	EUR 130,33	EUR 2.900.000
7	Series Seed	2021	EUR 132,80	EUR 4.000.000
8	Series Seed	2022	EUR 142,96	EUR 9.700.000
9	Series Seed	2024	EUR 403,40	EUR 15.000.000
10	Series Seed	2023	EUR 444,60	EUR 18.800.000
11	Series Seed	2020	EUR 500,82	EUR 19.500.000
12	Series Seed	2022	EUR 667,90	EUR 23.000.000
13	Series A	2019	EUR 39,00	EUR 1.100.000
14	Series A	2022	EUR 79,76	EUR 29.000.000
15	Series A	2023	EUR 134,17	EUR 6.400.000
16	Series A	2022	EUR 140,08	EUR 7.800.000
17	Series A	2021	EUR 199,69 EUR 479,71	EUR 19.000.000 EUR 46.500.000
18	Series A	2023	EUR 361,01	EUR 12.400.000
19	Series A	2022	EUR 412,79	EUR 100.000.000
20	Series A	2021	EUR 422,70	EUR 29.400.000
21	Series A	2022	EUR 1.000,00	EUR 71.100.000
22	Series A	2024	EUR 1.391,86	EUR 87.000.000
23	Series A	2019	EUR 2.311,14	EUR 58.000.000
24	Series C	2019	EUR 72,60	EUR 1.800.000
25	Series C	2020	EUR 2.481,04	EUR 185.500.000
			EUR 3.101,30	EUR 232.000.000
			EUR 3.700,00	EUR 277.000.000
			EUR 4.400,00	EUR 329.000.000
26	Series C	2023	EUR 6.588,06	EUR 756.000.000
27	Series D	2022	EUR 4.603,55	EUR 1.100.000.000
28	Series D	2021	EUR 13.501,53	EUR 1.100.000.000

2.6 Erkenntnisse zur Höhe der Hurdle

In immerhin 28 identifizierten Gesellschaftsverträgen wurde eine spezifische Hurdle genannt, in zwei Fällen wurden sogar mehrere Anteilsklassen an Growth Shares mit unterschiedlichen Hurdle-Beträgen genannt (in einem Fall zwei und im anderen Fall vier Klassen). In drei Fällen war die Hurdle nicht als Betrag pro Anteil, sondern als Gesamtbetrag ausgewiesen. Wir haben diesen dann durch Division mit der unmittelbar vor Ausgabe der Growth Shares bestehenden Anzahl an Geschäftsanteilen in eine Hurdle pro Growth Share umgerechnet.

Die Grundgesamtheit ist zu klein für statistisch belastbare Aussagen. Dennoch wollen wir die gefundenen Ergebnisse in dieser Tabelle wiedergeben. Die Angabe der Hurdle stammt aus dem jeweiligen Gesellschaftsvertrag. Die übrigen Daten haben wir durch eigene Recherchen ergänzt. Wir haben durch Multiplikation der im Gesellschaftsvertrag genannten Hurdle mit der Anzahl der unmittelbar vor Schaffung der Growth Shares ausgegebenen Anteile die "Angenommene Unternehmensbewertung" abgeleitet.

Daneben fiel uns noch Folgendes auf:

- In nur einem der Fälle, in denen der Gesellschaftsvertrag eine spezifische Growth Share nennt, sieht der Gesellschaftsvertrag auch eine Verzinsung der Hurdle vor (Zinssatz 5,5 % p.a., inklusive Zinseszins).
- In einem Fall sieht der Gesellschaftsvertrag einen sog. "Freeze"-Betrag für die Growth Shares vor. Sobald die Hurdle überschritten ist, nehmen die Growth Shares zunächst ganz normal an Ausschüttungen teil. Sobald auf die Growth Shares der sog. Freeze-Betrag entfällt, nehmen die Growth Shares nur noch zu 90 % an weiteren Erlösen und Ausschüttungen teilnehmen, während die an sich rechnerisch auf die Growth Shares entfallenden verbleibenden 10 % unter den anderen Anteilseignern verteilt werden.
- In einem Fall sieht der Gesellschaftsvertrag eine alternative Hurdle vor. Der Gesellschaftsvertrag nennt eine spezifische Hurdle und legt zugleich fest, dass wenn bis zu einem gewissen Zeitpunkt eine neue Finanzierungsrunde implementiert wird, der Ausgabepreis der neuen Anteile in dieser Finanzierungsrunde als Hurdle gelten soll.

B. Unsere internationale Plattform für Technologieunternehmen

Chambers AND PARTNERS

The leading international law firm directory ranks Orrick in **Tier 1 for Venture Capital Germany** and lists our partner Sven Greulich as one of the Top 3 VC lawyers in Germany (2025)

JUVE

The leading German law firm directory JUVE ranks Orrick in **Tier 1 for Venture Capital in Germany** and lists our partner Sven Greulich as one of the top VC lawyers in Germany (2024/2025)

PitchBook

#1 Most Active VC Law Firm in Europe
for nine years in a row
Second Most Active VC Law Firm in DACH
for four years in a row
PitchBook FY 2024

FT INNOVATIVE LAWYERS NORTH AMERICA 2024 WINNER

Most Innovative Practitioner
Top 10 Most Innovative Law Firms – 9 years in a row

FT INNOVATIVE LAWYERS EUROPE 2024 SHORTLISTED

Most Digital Law Firm
www.orrick.com/en/News/2024/09/Orricks-Tech-Deal-Flow-Dashboard
Recognized-at-2024-Financial-Times-Innovative-Lawyers-Europe

Dedicated to the needs of technology companies and their investors

**Atomico | BlackRock | Coatue | Headline | Microsoft
PayPal Ventures | Turn / River | TDK Ventures**

Orrick counsels more than 4,000 venture-backed companies and 100+ unicorns as well as the most active funds, corporate venture investors and public tech companies worldwide. Our focus is on helping disruptive companies tap into innovative legal solutions. We are ranked Top 10 for European buyouts by deal count (*MergerMarket*, H1 2024) and the #1 most active law firm in European venture capital (*PitchBook*).



The 2024 State of European Tech Report prepared by Atomico in partnership with Orrick, HSBC Innovation Banking, AWS Amazon Web Services and Slush, is the deepest, data-led investigation into the European tech ecosystem and empowers us all to make data-driven decisions in the year to come.

A TRULY GLOBAL PLATFORM.

Coatue

as co-lead investor in N26's \$900 million Series E

GIC

in its investment in Sunfire's €215 million Series E

TDK Ventures

in its investment in Ineratec's €118 million Series B

Proxima Fusion

in its €20 million Series Seed

Haniel

as co-lead investor in 1Komma5°'s €215 million Series B

Taktile

in its \$54 million Series B

80+ Flip Transactions

advised more than 80 German start-ups on getting into a U.S. / German holding structure and subsequent financings



WE ADVISE TECH COMPANIES AT ALL STAGES:

Representing **100+ unicorns**

10 of the world's **20** largest
public tech companies

In 2023 and 2024, advised on **1,700+ VC financings** valued at **\$68+ billion** for companies based in **60+ countries**.

Operating in 25+ markets worldwide, we offer holistic solutions for companies at all stages, executing strategic transactions but also protecting intellectual property, managing cybersecurity, leveraging data and resolving disputes. We are helping our clients navigate the regulatory challenges raised by new technologies such as artificial intelligence, crypto currency and autonomous driving. A leader in traditional finance, we work with the pioneers of marketplace lending.

We innovate not only in our legal advice but also in the way we deliver legal services. That's why Financial Times has named Orrick top 10 for innovation nine years in a row.

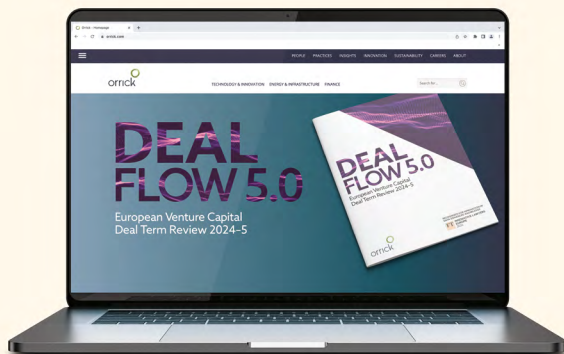
European Startup Health Check

Is your startup ready to take the next step on the entrepreneurial journey? Orrick's European Startup Health Check gauges your company's readiness for the next phase of growth.

Since AI is becoming a critical component for many startups, the Startup Health Check also covers artificial intelligence to ensure it is leveraged responsibly and effectively. The tool will help you assess AI usage, data management, licensing agreements, contract updates, and internal risk management frameworks.

Complete the Startup Health Check to receive a detailed report highlighting areas you may want to focus on and get connected with members of Orrick's Technology Companies Group who can help guide you through your company's next phase of development.

orrick.com/eu-healthcheck



Deal Flow 5.0

We analyze our closed venture financing transactions and convertible loan note financings across our European offices, to offer strategic insight into the European venture capital market:

Over 375 venture financing deals across Europe in 2024, raising more than \$7.1 billion which make up over 25 % of the total capital raised across the region.

Based on first-hand insights from the law firm that closed more than twice as many venture deals as any other firm in Europe in the last several years, we have unique insights for investors and high-growth companies into the customs in the European venture market.

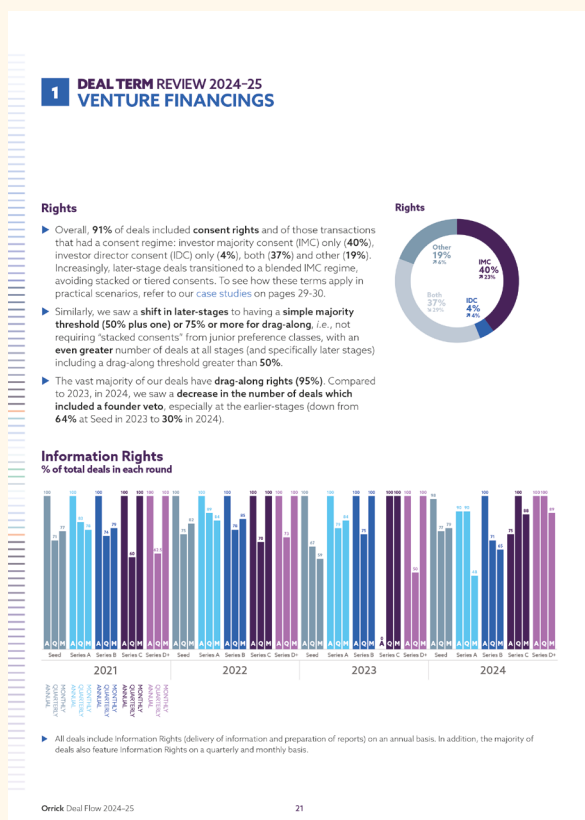
For crucial topics such as

Valuation | Liquidation Preference | Anti-Dilution Protection | Exit Considerations | Board Composition | IPO regulations | and much more

we know what has been contractually regulated in hundreds of venture transactions each year that Orrick advised on in Europe.

And we can break this data down by various categories such as geography, financing type, series, volume, type of investors involved and much more.

Deal Flow 5.0 with our analysis of the 2024 deal terms is available at orrick.com/dealflow.



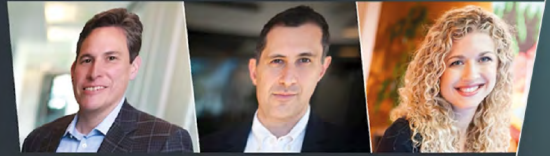
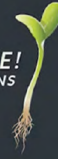
FOR INNOVATORS FROM INNOVATORS

LEGAL & BUSINESS RESOURCES
TO HELP SCALE YOUR BUSINESS



ORRICKLIVE!
CONVERSATIONS

**AI Exits and Perspectives:
A Conversation with
Casetext Co-Founders
Jake Heller and Laura Safdie**



[COMPANY NAME] Generative AI Responsible Use Policy

Effective Date: [DATE]

SECTION 1. Purpose & Overview

Generative Artificial Intelligence ("Generative AI") refers to a new type of automated technology designed to generate content, such as text, audio, images, and video, that can be indistinguishable from content generated by humans. Popular current examples of Generative AI tools include ChatGPT, Microsoft Copilot, Stable Diffusion, DALL-E, Midjourney, and Bard. While the use of Generative AI has the potential to be highly valuable to Company, this value can only be realized when Generative AI tools are used responsibly. As a result, this policy is designed to outline the principles that guide Company's use of Generative AI.

SECTION 2. Scope

This policy applies to Company's employees' use of all Generative AI tools on Company's systems and equipment, or during the performance of their functions within or on behalf of Company. Use of Generative AI tools is also subject to applicable employee handbooks, employee compliance and ethics manuals, and other applicable policies as noted below.

SECTION 3. Approved Generative AI Tools

Employees may only use Generative AI tools that have been pre-approved by Company. Use of ("Approved Generative AI Tools"). Please visit [link] for a complete list of approved tools.

SECTION 4. Other

FREQUENTLY ASKED QUESTIONS

Germany: What are the different types of equity awards available in Germany?

Most common archetypes of "employee ownership" in German startups are "real" employee shares (often in the form of "ESOP" and virtual shares or zero shares), options for equity shares in the startup ("ESOP") and virtual share programs ("VSO").

Shares: These are the most common archetypes of "employee ownership" in German startups are "real" employee shares (often in the form of "ESOP" and virtual shares or zero shares), options for equity shares in the startup ("ESOP") and virtual share programs ("VSO").

A destination to help entrepreneurs and operators succeed – wherever you are in the lifecycle.

We've taken everything that we could make free, simple and inspiring about forming and scaling your company and loaded it into this online legal, regulatory and commercial studio.

A CONVERSATION WITH SAMIR BAKHRU,
ALBERT VANDERLAAN AND JUSTIN YI
**Best practices for preparing your
company for exit**

With our recently launched **M&A Exit Quick Takes** we started adding dedicated M&A resources to Orrick Tech Studio and will expand that library over the next quarters.

A CONVERSATION WITH RAMY SHWEIKY AND MARK SENECA

What does "cash free / debt free" mean?

A CONVERSATION WITH ERIC WALL AND MARK SENECA

What's the best transaction structure for my sale?

A CONVERSATION WITH JUSTIN YI AND MARK SENECA

What's the timeline for a sale process?

A CONVERSATION WITH SARAH SCHAEGLER AND MARK SENECA

Implementing IP best practices to maximize exit value

orricktechstudio.com

C. Über die Autoren



Carsten Bernauer

DÜSSELDORF

cbernauer@orrick.com

Carsten Bernauer ist Partner in unserer Technology Companies und M&A Group. Neben der Beratung "klassischer" nationaler und grenzüberschreitender Unternehmens- und Private-Equity-Transaktionen sowie Konzernumstrukturierungen (einschließlich Restrukturierungen im Rahmen von Insolvenzen), ist er insbesondere auch auf die Beratung von Venture-Capital-Finanzierungen und die Beratung von Technologieunternehmen über alle Wachstumsphasen hinweg spezialisiert.



Nico Neukam

DÜSSELDORF

nneukam@orrick.com

Nico Neukam ist Partner in unserem Steuerrechtsteam und sowohl als Rechtsanwalt als auch als Steuerberater zugelassen. Sein Schwerpunkt ist die Beratung von Unternehmen bei der Strukturierung und Umsetzung von Akquisitions-, Finanzierungs- und Unternehmensstrukturen. Seine Expertise erstreckt sich über verschiedene Branchen, mit besonderem Schwerpunkt auf der Beratung von Unternehmen im Wachstums- und Finanzdienstleistungssektor, oft mit internationalem Fokus.



Carsten Engelings

DÜSSELDORF

cengelings@orrick.com

Carsten Engelings ist Counsel in unserem Steuerrechtsteam und sowohl als Rechtsanwalt als auch als Steuerberater zugelassen. Er berät deutsche und internationale Mandanten in deutschen Steuer- und Buchhaltungsfragen. Sein Hauptaugenmerk liegt auf Unternehmenstransaktionen, Restrukturierungen und Incentivierungsprogrammen.



Johannes Rüberg

MÜNICH

jrueberg@orrick.com

Dr. Johannes Rüberg, EMBA ist Partner in unserer Technology Companies und M&A Group. Johannes ist insbesondere auf die Beratung junger Unternehmen und ihrer Investoren von der Gründung, über mehrere Finanzierungsrunden bis zu ihrem Exit spezialisiert.



Sven Greulich (Author and Editor)

DÜSSELDORF

sgreulich@orrick.com

Dr. Sven Greulich, LL.M. (Cantuar), EMBA, Partner in unserer Technology Companies und M&A Group, ist spezialisiert auf Venture-Capital-Finanzierungen und die Beratung wachstumsstarker Technologieunternehmen. Seine Tätigkeit für innovative Technologieunternehmen gerade an der Schnittstelle zwischen Deutschland und den USA wurde mehrfach ausgezeichnet (Financial Times, JUVE, Handelsblatt/BestLawyers, Legal500, Chambers Europe). Das Fachmagazin Chambers zählt Sven zu den drei führenden Venture-Capital-Anwälten in Deutschland.



Ilona Schütz

DÜSSELDORF

ischuetz@orrick.com

Ilona Schütz ist Managing Associate in unserer Technology Companies und M&A Group. Sie berät Technologieunternehmen sowie deren Investoren und verfügt über besondere Erfahrungen bei Ausgründungen aus dem universitären Umfeld.



Stefan Schultes-Schnitzlein

DÜSSELDORF

sschnitzlein@orrick.com

Dr. Stefan Schultes-Schnitzlein ist Partner in unserem Steuerrechtsteam und sowohl als Rechtsanwalt als auch als Steuerberater zugelassen. Seine Tätigkeitsschwerpunkte sind Unternehmenstransaktionen und deren Finanzierung, finanzielle Restrukturierungen sowie Betriebsprüfungen und Steuerstreitverfahren. Die steuerliche Beratung von Wachstumsunternehmen, deren Gründern und Investoren auf beiden Seiten des Atlantiks ist ein zunehmend wichtiger Teil seiner Arbeit geworden.



Christopher Sprado

DÜSSELDORF

csprado@orrick.com

Christopher Sprado, LL.M. (University of Virginia) ist Partner in unserer Technology Companies und M&A Group. Er ist spezialisiert auf die Beratung bei M&A-Transaktionen, Venture-Capital-Investitionen, Unternehmensumstrukturierungen (insbesondere Umwandlungen) sowie allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Fragen. Er berät insbesondere bei Projekten und Transaktionen im internationalen Kontext mit Fokus auf Technologieunternehmen.

Other Issues in this Series

orrick.com/olns



OLNS #1 – Venture Debt for Tech Companies

May 2019

Venture Debt is a potentially attractive complement to equity financings for business start-ups that already have strong investors on board.

This is a highly flexible instrument with very little dilutive effect for founders and existing investors.



OLNS #5 – Venture Financings in the Wake of the Black Swan

April 2020

In the current environment, all market participants, and especially entrepreneurs, need to be prepared for a softening in venture financing and make plans to weather the storm. In this guide, we share some of our observations on the most recent developments and give practical guidance for fundraising in (historically) uncertain times. We will first provide a brief overview of the current fundraising environment, and then highlight likely changes in deal terms and structural elements of financings that both entrepreneurs and (existing) investors will have to get their heads around.



OLNS #2 – Convertible Loans for Tech Companies

August 2019

Due to their flexibility and reduced complexity compared to fully-fledged equity financings, convertible loans are an important part of a start-up's financing tool box. In a nutshell: a convertible loan is generally not meant to be repaid, but to be converted into an equity participation in the start-up at a later stage.



OLNS #6 – Leading Tech Companies Through a Downturn

May 2020

Steering a young technology company through a downturn market is a challenging task but if done effectively, the start-up can be well positioned to benefit once the markets come back. While OLNS#5 focused on raising venture financing during a downturn, in this guide, we want to give a comprehensive overview of the legal aspects of some of the most relevant operational matters that founders may now need to deal with, including monitoring obligations and corresponding liabilities of both managing directors and the advisory board, workforce cost reduction measures, IP/IT and data privacy challenges in a remote working environment, effective contract management and loan restructuring.



OLNS #3 – Employment Law for Tech Companies

January 2023 - updated and expanded edition replacing the 2019 edition

Young technology companies are focused on developing their products and bringing VC investors on board. Every euro in the budget counts, personnel is often limited, and legal advice can be expensive. For these reasons, legal issues are not always top of mind. But trial and error with employment law can quickly become expensive for founders and young companies.



OLNS #7 – Flip it Right: Two-Tier U.S. Holding Structures for German Start-ups

July 2024 - updated and expanded edition replacing the 2021 edition

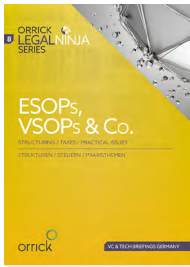
Operating a German technology company in a two-tier structure with a U.S. holding company can have great advantages, most notably with respect to fundraising in early rounds and increased exit options and valuations. However, getting into a two-tier structure (be it through a "flip" or a set-up from scratch) requires careful planning and execution. This guide shows you what to consider and how to navigate legal and tax pitfalls.



OLNS #4 – Corporate Venture Capital

March 2020

Corporates are under massive pressure to innovate to compete with new disruptive technologies and a successful CVC program offers more than capital – access to company resources and commercial opportunities are key features that justify CVC's prominence. This guide serves to share best practices for corporates and start-ups participating in the CVC ecosystem and also to ask important questions that will shape future direction.



OLNS #8 – ESOPs, VSOPs & Co.: Structuring / Taxes / Practical Issues

June 2021

OLNS#8 provides a comprehensive overview of equity-based and Employee-ownership programs (or in short "ESOPs") play a critical role in attracting and retaining top talent to fledgling young companies. Stock options reward employees for taking the risk of joining a young, unproven business. This risk is offset by the opportunity to participate in the future success of the company. Stock options are one of the main levers that start-ups use to recruit the talent they need; these companies simply can't afford to pay the higher wages of more established businesses. With OLNS#8, we want to help start-ups and investors alike to better understand what employee ownership is, structure them in a way that is congruent with incentives, and implement them cleanly.



OLNS #9 – Venture Capital Deals in Germany: Pitfalls, Key Terms and Success Factors Founders Need to Know

October 2021

Founding and scaling a tech company is a daunting challenge. OLNS#9 summarizes our learnings from working with countless start-ups and scale-ups around the world. We will give hands-on practical advice on how to set up a company, how (not) to compose your cap table, founder team dynamics and equity splits, available financing options, funding process, most important deal terms and much more.



OLNS #10 – University Entrepreneurship & Spin-offs in Germany – Set-up / IP / Financing and Much More

November 2022

German universities are increasingly becoming entrepreneurial hotbeds, but university spin-offs face some unique challenges. OLNS#10 helps founders by providing them with an overview of how to get a university-based start-up off the ground. We will discuss founder team composition and equity-splits, the cap table composition, important considerations for the initial legal set-up (founder HoldCos and U.S. holding structures) as well as financing considerations. We will also return again and again to the specifics of IP-based spin-offs, especially when it comes to how a start-up can access the university's IP in an efficient manner.



OLNS#11 – Bridging the Pond: U.S. Venture Capital Deals from a German Market Perspective

August 2023

Venture financings and deal terms in the U.S. and in Germany have many similarities but there are also some differences. To help navigate these challenges, we have put together OLNS#11. The guide offers founders and investors with a "German market" background an introduction to U.S. VC deals and helps them understand where U.S. deals differ from a typical German financing. OLNS#11 also augments and builds on OLNS#7 that explains how German founder teams can get into a U.S./German holding structure.



OLNS#12 – Advisory Boards in German Start-ups: Role / Duties and Liability / Best Practices

November 2024

Advisory boards are a standard corporate governance feature and its start-up specific tasks develop over time when the company matures. OLNS#12 summarizes the role of the advisory board, duties and liability risks, practical guidance regarding its appropriate size and composition and gives best practices for a functioning advisory board. Throughout the guide, experienced investors and founders share their lessons learned when it comes to board competencies and how best to deliver value. In addition, this guide presents the first results of the OLNS Board Study 2024/2025, an empirical study on the size and composition of advisory boards in the various financing stages of more than 2,900 German start-ups.



OLNS#13 – M&A in German Tech: A Playbook for Buyers and Sellers

January 2025

The German tech ecosystem matures and achieving exits is arguably one of the last missing ingredients to supercharge the German tech ecosystem. In a stubbornly difficult IPO market, mergers and acquisitions often offer the only practical route to liquidity for high-growth companies and its investors.

With special attention on the sale of venture-backed tech companies, this playbook provides buyers and sellers a guide to approaching M&A transactions involving German tech companies.

In addition to the in-depth publications of the Orrick Legal Ninja Series, in our **Orrick Legal Ninja Snapshots**, we pick up on the latest developments and provide you with quick, digestible insights into current legal issues that are highly relevant to the German venture/tech ecosystem.

Click [here](#) to find out more and follow our *Orrick Germany* LinkedIn page to keep up to date with future issues.

DÜSSELDORF

Orrick-Haus
Heinrich-Heine-Allee 12
40213 Düsseldorf
T +49 211 3678 70

MÜNCHEN

Lenbachplatz 6
80333 München
T +49 89 383 9800

[orrick.de](https://www.orrick.de)

AMERICAS | EUROPE | ASIA

Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP | 51 West 52nd Street | New York, NY 10019-6142 | United States | tel +1 212 506 5000
Attorney advertising. As required by New York law, we hereby advise you that prior results do not guarantee a similar outcome.

©2025 Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP. All rights reserved.

