

7

ORRICK  
LEGALNINJA  
SERIES



# FLIP IT RIGHT

US-HOLDINGS FÜR DEUTSCHE START-UPS  
SET-UP / STEUERN / SAFE FINANZIERUNGEN U.V.M.

SECOND  
EDITION  
2024/25

orrick

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](http://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. Oliver Duys und Dr. Christoph Brenner (Managing Partner Deutschland), Heinrich-Heine-Allee 12, 40213 Düsseldorf und Lenbachplatz 6, 80333 München Deutschland, Tel.: +49 (0)211/367870, E-Mail: [duesseldorf@orrick.com](mailto: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:** Juni 2024

**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, Einstandspflicht oder Haftung hierfür.

**Anwaltswerbung.****Published by:**

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

Authorized representatives in Germany responsible for the editorial content according to § 55(3) Interstate Broadcasting and Telemedia Agreement (Staatsvertrag für Rundfunk und Telemedien) are Dr. Oliver Duys and Dr. Christoph Brenner (Managing Partners Germany), Heinrich-Heine-Allee 12, 40213 Düsseldorf and Lenbachplatz 6, 80333 Munich, Germany, Tel.: +49 (0)211/367870, E-Mail: [duesseldorf@orrick.com](mailto:duesseldorf@orrick.com)

**Copyright:**

Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP, 2024. All rights reserved. The Orrick logo and "Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP" are trademarks of Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP.

**Version:** June 2024

**Disclaimer:**

This publication is for general informational purposes only without consideration to specific facts and circumstances of individual cases and does not purport to be comprehensive. It is not intended to substitute for the advice of competent legal, tax or other advisers in connection with any particular matter or issue and should not be used as a substitute. This publication does not constitute, either expressly or tacitly, an offer or the acceptance of an offer to conclude an information or consultancy contract. Opinions, interpretations and predictions expressed in this publication are the authors' own and do not necessarily represent the views of Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP. While the authors have made efforts to be accurate in their statements contained in this publication, neither they nor Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP nor anyone connected to them make any representation or warranty or can be held liable in this regard.

**Attorney Advertising.**

# Inhaltsverzeichnis

<b>A. US-Holdings für Deutsche Start-ups / Set-up / Steuern / SAFE Finanzierungen u.v.m.</b>	<b>6</b>
<b>I. Vorwort und Terminologie in diesem Guide</b>	<b>6</b>
<b>II. Vor- und Nachteile einer Doppelstockstruktur</b>	<b>8</b>
1. Vorteile einer Doppelstockstruktur	8
1.1 Zugang zu Investoren	8
Gespräch mit Taner Topal von Flower Labs	10
Gespräch mit Alexander Igelmann von Lidrotec	12
1.2 Höhere Unternehmensbewertungen und Exit-Optionen	13
1.3 Zugang zu Talenten und US-Mitarbeiterbeteiligungsprogramme	15
Gespräch mit Heiner Stinner und Pascal Lange von Throne	16
2. Nachteile einer Doppelstockstruktur	17
2.1 Zusätzliche Komplexität	17
2.2 Transaktionskosten	18
<b>III. Der Weg in eine Doppelstockstruktur</b>	<b>19</b>
1. Das Set-up auf der grünen Wiese	19
1.1 Persönliche Holdinggesellschaften – grds. eine gute Idee, aber es kann Ausnahmen geben	19
1.2 Gründung der HoldCo	20
1.2.1 Welche Gesellschaftsform bietet sich an?	20
1.2.2 Was ist bei der Gründung zu beachten?	21
1.2.3 Neue Transparenzanforderungen für die HoldCo – CTA und FinCEN	23
1.2.4 Weitere Praxisfragen bei der Ausgabe von Anteilen an der HoldCo	24
1.3 Gründung der OpCo	26
2. Flip	27
2.1 Was passiert beim Flip?	29
2.1.1 Überblick	29
2.1.2 Gründung der HoldCo	30
2.1.3 Die Vereinbarung über den Anteilstausch (Securities Exchange Agreement)	30
2.1.4 Typische Vereinbarungen in den USA (NVCA Standards)	31
2.1.5 Die Behandlung von Wandeldarlehen	33
2.1.6 Die Behandlung von bestehenden VSOPs	35
2.2 Von Anfang an auf den Flip vorbereiten	36
3. Wesentliche steuerrechtliche Aspekte	37
3.1 Steuerliche Folgen eines Flips	38
3.1.1 Besteuerung eines Veräußerungsgewinns	38
3.1.2 Verlustvorträge	39
3.1.3 Zeitliche Verschiebung des steuerbaren Ereignisses durch einen synthetischen Flip	39
3.2 Steuerliche Folgen jeder Doppelstockstruktur	40
3.2.1 Die steuerliche Ansässigkeit der HoldCo	40
3.2.2 Wegzugsbesteuerung der Gründer	42

4. AWV – Ist das Start-up noch so klein.....	43
4.1 Allgemeine Informationen .....	43
4.2 Ausnahmen .....	44
<b>IV. Grundlagen der Unternehmensführung in einer Doppelstockstruktur.....</b>	<b>45</b>
1. Grundlagen und wesentliche Unterschiede zwischen einer GmbH und einer US-Corporation.....	45
2. Das Board of Directors – was man beachten sollte.....	46
2.1 Unterschiede der Board-Konzepte einer GmbH und einer Corporation .....	46
2.2 Unterschiedliche Haftungsmaßstäbe und Fragen der Haftungsfreistellung .....	47
2.2.1 Aufgaben und Pflichten der Directors und Officers in einer Corporation – ein Überblick .....	47
2.2.2 Haftungsrisiken und Möglichkeiten der Reduktion von Haftungsrisiken.....	50
3. Corporate Officers .....	51
3.1 Einführung.....	51
3.2 Die Funktionen .....	52
3.2.1 President und CEO.....	52
3.2.2 Secretary .....	52
3.2.3 Andere Funktionen .....	52
<b>V. Finanzierungsaspekte.....</b>	<b>53</b>
1. Finanzierungen durch SAFEs .....	53
1.1 Einführung.....	53
1.2 SAFEs und Convertible Notes.....	54
Gespräch mit Dr. Patrick Großmann von Invitris .....	56
1.3 SAFE ist nicht gleich SAFE – Post-Money SAFEs und Pre-Money SAFEs .....	57
1.4 Weitere typische Bestimmungen in SAFEs .....	60
1.5 Können SAFEs an jeden ausgegeben werden?.....	61
2. Weiterleitung von Finanzmitteln an die OpCo .....	61
<b>VI. Das ESOP auf Ebene der HoldCo .....</b>	<b>63</b>
1. Mitarbeiterbeteiligungsprogramme in einer Corporation .....	63
2. Wesentliche Rahmenbedingungen für Allokationen unter einem US ESOP .....	65
2.1 Optionen und Restricted Stocks.....	65
2.2 Einige Regelungen in US ESOPs .....	66
3. Allokationen unter einem US ESOP und § 19a EStG – Vielleicht eines (nicht zu fernem) Tages.....	68
4. Exkurs: Die Ausgabe deutscher virtueller Anteile an US-Steuerpflichtige .....	69
<b>B. Our International Platform for Technology Companies</b>	<b>71</b>
<b>C. Die Autoren</b>	<b>75</b>



# ORRICK LEGALNINJA 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.

Aus diesem Grund 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 aktualisierte und erweiterte Neuauflage von OLNS#7 (auch bekannt als der "Flip Ninja") gefällt.

---

Im Namen des Orrick-Teams

**Sven Greulich**

*Orrick – Technology Companies Group Deutschland*

# A. US-Holdings für Deutsche Start-ups / Set-up / Steuern / SAFE Finanzierungen u.v.m.

## I. Vorwort und Terminologie in diesem Guide

Wir werden häufig von (angehenden) Gründern deutscher Start-ups und ihren Investoren gefragt, ob es empfehlenswert sei, ein im Kern deutsches Technologieunternehmen in einer US-amerikanischen Holdingstruktur (üblicherweise mit Sitz in Delaware) aufzusetzen.

In einer solchen Doppelstockstruktur halten die Gründer und Investoren ihre Beteiligung am deutschen Start-up indirekt über eine neue US-Holdinggesellschaft. Wie Gründer in eine doppelstöckige Struktur gelangen können, hängt insbesondere davon ab, ob sie in Deutschland bereits eine Gesellschaft gegründet haben. Besteht eine solche Gesellschaft noch nicht, können die Gründer die Doppelstockstruktur auf der grünen Wiese aufsetzen. Hierzu gründen sie zunächst regelmäßig ihre persönlichen Holdinggesellschaften, die dann die US-Holding gründen und in einem letzten Schritt gründet die US-Holding eine deutsche Tochtergesellschaft für den operativen Geschäftsbetrieb. Wenn die Gründer bereits in Deutschland gegründet haben, erfordert der Weg in eine doppelstöckige Struktur in der Regel einen "Tausch" der Anteile an der bestehenden deutschen Gesellschaft gegen Anteile an der neu zu errichtenden US-Holding, das ist dann der berühmte "Flip".

Wie wir sehen werden, bringt eine solche US-Holdingstruktur eine Reihe von Vorteilen mit sich, insbesondere einen häufig besseren Zugang zu Frühphasenfinanzierungen in dem finanzierungsstärkeren US-Markt. Zu den weiteren Vorteilen gehören, neben verbesserten Exit-Möglichkeiten, auch die Option, geeigneten Mitarbeitern ein eigenkapitalbasiertes Mitarbeiterbeteiligungsprogramm im "Silicon Valley Stil" anzubieten.

Eine solche US-Holdingstruktur ist freilich ein relativ komplexes Unterfangen, bei dem es eine Reihe potenzieller Nachteile mit abzuwägen gilt und das eine enge Abstimmung von Gründern und bestehenden Investoren sowie die Beratung durch erfahrene Rechts-, Finanz- und Steuerexperten auf beiden Seiten des großen Teichs erfordert. Denkt dran: Ist die Struktur einmal aufgesetzt, gibt es häufig keinen einfachen Weg zurück. Zwar sind "Backflips" von einem US-Unternehmen in eine deutsche Holdinggesellschaft (manchmal auch als "Inversionstransaktionen" oder kurz "Inversions" bezeichnet) rechtlich möglich, aber sie sind oft mit einer erheblichen Steuerlast und einer Vielzahl praktischer Probleme verbunden.

Dennoch sollten Start-ups, für die eine US-Holdingstruktur sinnvoll ist, sich hierüber möglichst frühzeitig Gedanken machen, da die Überführung des deutschen Start-ups in eine solche Struktur in späteren Lebensphasen des Start-ups nur komplexer wird. Häufig sitzen dann noch mehr Parteien mit potenziell unterschiedlichen Interessen auf dem Cap Table, die es zu koordinieren gilt. Zudem kann ein Flip in späteren Phasen zu prohibitiven Steuerfolgen führen.

Vor diesem Hintergrund haben wir diese aktualisierte und erweiterte Ausgabe von OLNS#7, im Markt auch bekannt als der "Flip Ninja", zusammengestellt. Wir wollen Gründern und Investoren nicht nur dabei helfen, die Vor- und Nachteile einer US-Holdingstruktur zu bewerten, sondern auch einen Überblick darüber geben, wie man eine solche Struktur aufsetzen und anschließend in ihr ein Unternehmen führen kann, während man relevante rechtliche, steuerliche und andere praktische Fallstricke vermeidet.

Man sagt (jedenfalls, wenn man Leistungskurs Deutsch hatte und nicht viel Wert auf Beliebtheit legt), "Erfahrung bleibt des Lebens Meisterin" (*Johann Wolfgang von Goethe*) und von Erfahrungen anderer lässt sich vieles lernen. Daher haben wir einige der deutschen Gründerteams, die wir beim Aufsetzen einer amerikanisch-deutschen Holdingstruktur begleiten durften, gebeten, einmal in den Rückspiegel zu schauen. An verschiedenen Stellen in dieser Publikation werden wir über ihre Erfahrungen berichten.

Um uns das Leben leichter zu machen, hier einige Definitionen, die wir in diesem Leitfaden verwenden werden:

- wir werden das deutsche Start-up, d.h. das operative Unternehmen (in der Regel eine UG (haftungsbeschränkt) oder GmbH) als "**OpCo**" bezeichnen;
- die US-Holdinggesellschaft, die oft eine Delaware Corporation ist, nennen wir "**HoldCo**"; und
- die persönliche Holdinggesellschaft des Gründers, meist in der Rechtsform einer UG (haftungsbeschränkt), nennen wir "**Founder-Holding**".

Zur besseren Lesbarkeit behalten wir auch im deutschen Text in der Regel die englische Terminologie bei. Auch wenn wir die Germanisten unter unseren Lesern jetzt verlieren werden (wenn Sie einer sind, melden Sie sich bei uns, wir würden Sie gerne kennenlernen), wir deutschen die gebräuchlichsten Termini wie Director, Officer, Board of Director etc. ein und deklinieren sie entsprechend (sag noch einer, Anwälte seien keine Adrenalinjunkies).

In Kapitel A.II. werden wir einen genaueren Blick auf die Vor- und Nachteile der Doppelstockstruktur werfen, während in Kapitel A.III. erläutert wird, wie man in eine solche Struktur gelangt, sei es durch eine Neugründung auf der grünen Wiese oder durch den Flip eines bestehenden deutschen Start-ups. Dem treuen Leser von OLNS wird aufgefallen sein, dass sich in allen Ausgaben irgendwo ein Zitat von *Mark Twain* findet (wir glauben immer noch hartnäckig daran, dass es uns klüger erscheinen lässt, als wir es tatsächlich sind), also los geht's: In seiner Sammlung von Kurzgeschichten und Essays mit dem Titel "Europe and Elsewhere" (veröffentlicht 1923) schrieb unser geliebter Autor: "I shall never use profanity except in discussing house rent and taxes". Nun, wir werden uns bemühen, einen höflichen Ton beizubehalten,

wenn wir uns im Kapitel A.III. insbesondere auch den steuerlichen Aspekten zuwenden, die das Aufsetzen einer Doppelstockstruktur und den anschließenden Unternehmensbetrieb ziemlich kompliziert machen können. Kapitel A.IV. gibt dann einen Überblick über die Grundlagen der Corporate Governance in der HoldCo und befasst sich insbesondere mit der Rolle und den Haftungsrisiken von Directors und Officers. In Kapitel A.V. dreht sich alles ums liebe Geld. Unter anderem werden wir erklären, wie SAFE-Finanzierungen ablaufen und worin sie sich von den deutschen Gründern bekannten hiesigen Wandeldarlehen unterscheiden. Wie wir bereits erwähnt haben, ermöglicht eine US-Doppelstockstruktur deutschen Start-ups, ein "echtes", d.h. eigenkapitalbasiertes, Beteiligungsprogramm für ihre Mitarbeiter aufzulegen, anstatt auf virtuelle Beteiligungsprogramme (bisweilen phantasievoll auch "Phantom Equity" genannt), wie sie im deutschen Markt immer noch vorherrschen, zurückgreifen zu müssen. Das abschließende Kapitel A.VI. gibt eine kurze Einführung in solche US-amerikanischen ESOPs.

“

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. Vor- und Nachteile einer Doppelstockstruktur

In diesem Kapitel wollen wir einige der möglichen Vor- und Nachteile einer US-amerikanischen/deutschen Doppelstockstruktur näher beleuchten.

“

Versuch, den Transformationsprozess so gut es geht selbst zu verstehen, auch wenn Du keinen juristischen Hintergrund hast. Dann hole jeden einzelnen Stakeholder ab; kommuniziere im Zweifel lieber zu viel und je früher etwas auf den Tisch kommt, desto besser.

*Julian Lindinger, Gründer von PowerUs*

”

### 1. VORTEILE EINER DOPPELSTOCKSTRUKTUR

Deutsche Start-ups können von einer US-Holdingstruktur in mehrfacher Hinsicht profitieren. US-Gesellschaften haben nicht nur oftmals einen besseren Zugang zu US-Investoren. Die neue Struktur kann sich darüber hinaus auch positiv auf die Bewertung und die Exit-Möglichkeiten auswirken. Sie kann dem Start-up zudem den Zugang zu einem reichhaltigeren Talentpool erleichtern, nicht nur in den Technologiezentren der Vereinigten Staaten, sondern auch in anderen internationalen Hubs.

### 1.1 Zugang zu Investoren

Ein zentrales Motiv für den US-Flip ist, dass das Start-up hierdurch oftmals einen leichteren Zugang zum deutlich liquideren US Venture Capital-Markt erhalten kann. Acht der Top 20 Start-up-Hubs weltweit befinden sich in den USA, wobei das Silicon Valley weiter klar die Nummer eins ist. Der einzige deutsche Vertreter auf dieser Liste ist Berlin auf dem dreizehnten Platz.<sup>1</sup>

Trotz der enormen Fortschritte, die das europäische Start-up- und Venture-Ökosystem in den letzten Jahren gemacht hat, haben die USA im Vergleich zu Deutschland oder Europa immer noch eine deutlich höhere Zahl potenzieller Investoren, eine lebhaftere und weiter entwickelte Venture Capital-Szene und eine höhere Investitionsbereitschaft, insbesondere in risikoreicheren Unternehmensfeldern. Auch aufgrund der tieferen sektoralen Diversifizierung können Investoren dem Jungunternehmer hier bisweilen (noch) besseres Know-how sowie bessere Kontakte und ein besseres Mentoring bieten.

“

Oft ist der US-Markt für Kunden viel größer, es gibt mehr Investoren, die bereit sind, in der Serie-B-Phase den Lead zu übernehmen, und die großen Firmenkäufer sind ebenfalls in den USA. Auch die Nasdaq ist für Börsennotierungen attraktiver, so dass all diese Faktoren für Start-ups eine Verlagerung nahe legen. [...] [Europa] holt auf, aber es wird Zeit brauchen.

*Manjari Chandran-Ramesh, Amadeus Capital Partners  
– Anm.: Übersetzung des englischen Originaltextes durch die Autoren*

”

1. Die Angaben stammen aus dem Global Start-up Ecosystem Ranking 2023, veröffentlicht vom Global Start-up Genome Project.



## US-ACCELERATOREN



Im Gegensatz zu anderen bekannten internationalen Accelerator-Programmen, verlangt der Y-Combinator (oder einfach "YC"), der wohl bekannteste Accelerator der Welt, nach wie vor – zumindest in der Regel – einen US-Flip für deutsche Start-ups als Bedingung für die Aufnahme in sein Programm. Dabei müssen die Gründer diese Anforderung gegen den erwarteten Nutzen des Programms abwägen. Gegenwärtig bringt YC jedes Jahr zwei dreimonatige sog. Batches an den Start, einen von Januar bis März und einen von Juni bis August. YC verlangte bisher, dass die Gründer eines jeden Start-ups für die Dauer ihres Batches in die Bay Area übersiedeln (freilich hat auch YC sein Programm in der COVID-19-Pandemie anpassen und überwiegend auf Online-Formate umstellen müssen). Jeder Batch gipfelt in dem berühmten "Demo Day", einem dreitägigen Pitch-Event, das Hunderte von Investoren anzieht, darunter einige der weltbesten Start-up-Investoren. An verschiedenen Stellen in diesem Guide berichten deutsche YC-Alumni von ihren Erfahrungen mit ihren US-amerikanischen/deutschen Flips als Teil des YC-Programms.

Technologieriesen mit massiven Exits wie *Facebook*, *Google*, *Instagram* und zahllose andere haben ein reiches sekundäres Ökosystem an Angel Investoren hervorgebracht, die wissen, wie man Start-ups sowohl auf der technischen als auch der operativen Seite erfolgreich skalieren kann. Auch wenn eine Diskussion der makroökonomischen Vorteile steuerlich attraktiver Mitarbeiterbeteiligungsprogramme über den bescheidenen Ansatz dieser Publikation hinausgeht. Nur so viel: Erfolgreiche Exits können einen erheblichen Kaskadeneffekt auslösen, bei dem die Mitarbeiter im Falle eines Verkaufs oder Börsengangs ihres Start-ups die Stock Options einlösen und so zu Geld kommen, das wieder in neue Start-ups und Spin-off-Projekte fließen kann, was wiederum eine neue Gruppe von gut finanzierten Entrepreneuren hervorbringt. Wenn man den Medienberichten Glauben schenken darf, hat der *Google* IPO 2004 mehr als 1.000 der damals gut 2.300 *Google*-Mitarbeiter zu Millionären (in USD) gemacht. Auch die Gerüchteküche rund um den damaligen Rekord-IPO von *Facebook* 2012 sprach davon, dass "deutlich mehr als 1.000" (so die *Daily Mail*) der damals über 3.000 Mitarbeiter des sozialen Netzwerks über Nacht zu Millionären wurden. Diese und andere Alumni verfügten vielfach nicht nur über nach Investitionen suchendes Kapital, sondern auch die richtige Risiko- und Innovationsbereitschaft und gründeten dann ihre eigenen Unternehmen oder wurden selbst zu

Business Angels, wodurch ein sich selbst erhaltender und teilweise verstärkender Kreislauf aus Finanzierung, Gründung, Innovation und finanziell attraktivem Exit entstand.

Dieses Reservoir an (Frühphasen-) Kapital und Wissen ist in anderen Teilen der Welt nicht so leicht verfügbar. Natürlich bevorzugen US-Investoren im Zweifel den ihnen vertrauten US-amerikanischen Rechtsrahmen, während ihnen die Feinheiten unseres großartigen deutschen (Gesellschafts-) Rechtssystems oft verborgen bleiben (ganz zu schweigen davon, dass viele relevante Geschäftsvorfälle in der GmbH notariell beurkundet werden müssen...). In den USA stehen zudem fortlaufend aktualisierte Standarddokumente mit einer sehr hohen Marktakzeptanz zur Verfügung, die von vielen Investoren de facto vorausgesetzt werden und Frühphasenfinanzierungen über sog. SAFEs (dazu unten im Kapitel A.V.1.) oder erste echte Eigenkapitalfinanzierungsrunden unter Verwendung der Standarddokumentation der *National Venture Capital Association* (NVCA)<sup>3</sup> sehr effizient machen.

3. In OLNS#11 "Bridging the Pond" stellen wir die NVCA Standarddokumentation vor und erläutern, wo sie sich wie von deutschen Marktusancen unterscheidet, der Guide kann hier heruntergeladen werden: [media.orrick.com/Media%20Library/public/files/insights/2023/olns11-bridging-the-pond.pdf](https://media.orrick.com/Media%20Library/public/files/insights/2023/olns11-bridging-the-pond.pdf).



“ Mit unserer US-Gesellschaft haben wir Zugang zu besseren Finanzierungsmöglichkeiten.



## Ein Gespräch mit Taner Topal, co-founder und COO von Flower Labs

Orrick: Moin, in einem Satz, was macht Flower Labs?

Taner: Flower ist ein Open-Source-Framework für das Training von KI auf der Basis dezentraler Daten durch föderiertes Lernen. Unternehmen wie Banking Circle, Nokia, Porsche und Bosch nutzen Flower, um ihre KI-Modelle auf einfache Weise auf der Basis von sensiblen Daten zu verbessern, die über organisatorische Silos oder Benutzergeräte verteilt sind.

Orrick: Vielleicht dann doch noch einen zweiten Satz...

Taner (lacht): Fast die gesamte KI basiert heute auf zentralisierten, öffentlichen Daten – was nur ein kleiner Bruchteil des insgesamt bestehenden Daten ist. Wir glauben, dass das Training auf der Basis von einem Vielfachen an Daten die nächsten Sprünge in der KI hervorbringen wird.

Orrick: Verstehe. Und Ihr habt mit Eurer Gesellschaft den Flip gemacht?

Taner: Ja, wir haben es in das Programm vom Y-Combinator geschafft und mussten daher in eine Struktur mit einer Delaware-Holding.

Orrick: Wenn Ihr zurückblickt, auf welche Herausforderungen seid Ihr dabei gestoßen?

Taner: Man braucht einen guten Berater, der einem hilft, die Dinge von Anfang an richtig anzugehen. Die Vermeidung einer dauerhaften steuerlichen Niederlassung in Deutschland...

Orrick: Du meinst das Szenario, indem die Inc. aus Deutschland heraus geführt wird?

Taner: Richtig. Das erfordert eine sorgfältige Planung, kontinuierliche Überwachung und bringt Dokumentationsaufwand mit sich. Um diese Herausforderungen zu meistern, braucht es einen vernünftigen Plan und man muss sich darüber im Klaren sein, dass es Arbeit und viel Reisezeit bedeutet.

Außerdem sollte man frühzeitig in einen guten Buchhalter und Steuerberater investieren. Das kostet Dich etwa die Hälfte dessen, was Dich ein mittelmäßiger Berater kosten kann...

Orrick: Was sind Eurer Meinung nach die wesentlichen Vorteile, wenn man sein Start-up wie Ihr als amerikanisch-deutsches Unternehmen aufsetzt?

Taner: Eine US-Holding ist ein wichtiger Baustein in Deiner Equity Story, sie signalisiert internationale Ambitionen und Dir einen besseren Zugang zu US-Investoren.

Orrick: Ihr habt hier gute Erfahrungen gemacht?

Taner: Auf jeden Fall, unsere letzte Runde wurde von Felicis Ventures angeführt, und die waren großartig. Sehr fokussiert und wirklich schnell. Felicis versteht auch, dass die eigentliche Arbeit erst beginnt, nachdem das Geld überwiesen ist. Sie geben sich viel Mühe mit Intros und Feedback. Challenges unsere Produkt- und Geschäftsideen; die Board Meetings bringen richtigen Mehrwert. Meiner Erfahrung nach sind viele US-Investoren daran gewöhnt, schnelle Entscheidungen zu treffen und schnell zu handeln. Außerdem sorgen standardisierte Dokumente wie die YC SAFEs und später die NVCA-Muster dafür, dass die Finanzierungsrunden relativ reibungslos ablaufen. Obwohl Anwälte immer noch teuer sind...

Orrick: Ich tue so, als hätte ich die letzte Bemerkung nicht gehört.

Taner: Ich kann sie gerne wiederholen... Ganz im Ernst: Eine weitere Erfahrung, die wir mit den Frühphaseninvestoren in den Vereinigten Staaten gemacht habe, ist, dass viele von ihnen verstehen, dass sie zwar ihren Anteil am Kuchen brauchen, dass aber die Incentivierung der Gründer im Mittelpunkt stehen muss.

“

Die Kapitalbeschaffung war sicher einer der wesentlichen Gründe, als wir unsere amerikanisch-deutsche Holdingstruktur errichtet haben. Erstens ist die Mittelbeschaffung durch sog. SAFEs um ein Vielfaches einfacher als andere Finanzierungsformen. Eine SAFE-Finanzierung erlaubt es, Investoren zu unterschiedlichen Zeitpunkten an Bord zu holen, reduziert den Zeitaufwand für Verhandlungen und kann elektronisch abgeschlossen werden. Diese Faktoren waren in Zeiten von Covid-19 besonders wichtig. Zweitens fühlten sich internationale Investoren viel wohler mit einer Unternehmensstruktur, die sie schon oft gesehen haben und die die Bewertung des Unternehmens erleichtert.

Maik Taro Wehmeyer,  
Gründer von Taktile

”

Darüber hinaus kann ein deutsches Start-up mit einer US-Holdinggesellschaft bisweilen überhaupt erst für Investitionen durch bestimmte institutionelle Investoren in Frage kommen, die nach ihrer Unternehmensverfassung nur in US-Unternehmen investieren dürfen.

Allerdings sollten Gründer kritisch prüfen, wie groß ihre Chancen sind, in den USA Kapital einzusammeln, und wie sehr eine US-Holdinggesellschaft ihnen dabei weiterhelfen kann. Auf die Gefahr hin, hier etwas pessimistischer als gewollt zu klingen (eine Eigenschaft, die ja vielen Vertretern unseres Berufsstands nachgesagt wird...), sollten sich Gründer über folgende Aspekte Gedanken machen, ehe sie sich in den Flip stürzen:

- Bei etablierteren Start-ups (ungefähr ab Series B) sind viele US-amerikanische VC-Fonds bereit, direkt in eine deutsche GmbH zu investieren (immer vorausgesetzt, dass diese VCs überhaupt in Unternehmen außerhalb der USA investieren). Darüber hinaus konnten wir in den letzten Jahren auch ein zunehmendes Interesse von US-Investoren an frühen Finanzierungsrunden deutscher Start-ups beobachten. Viele US-VCs wollen von Anfang an dabei sein und investieren heute bereits in der Series A und teilweise noch früher, ohne die betreffenden Start-ups dazu zu drängen, in eine US-Gesellschaft zu flippen.
- Viele Unternehmen in der Frühphase werden sich oft leichter tun, Investoren auf lokaler Ebene zu finden. So werden US-Frühphaseninvestoren (insbesondere Business Angels) trotz einer US-Holdinggesellschaft bisweilen zurückhaltend sein, es sei denn, der Gründer ist bereit, in die USA zu ziehen oder die Gesellschaft hat konkrete Pläne für den US-amerikanischen Markt. Mit anderen Worten: Eine US-Holdinggesellschaft ist für manche US-Investoren oft eine notwendige, aber eben noch keine hinreichende Bedingung, um sich im Rahmen einer Seed- oder Series A-Finanzierung zu engagieren.

Allerdings haben wir gerade in jüngerer Vergangenheit auch immer wieder US-Investoren erlebt, die zwar bereit waren, in europäische Frühphasenunternehmen zu investieren, aber dennoch eine klare Präferenz für eine US-Holdinggesellschaft haben, z.B. weil sie die Notwendigkeit der Beurkundung von Investitions- und Gesellschaftervereinbarung bei deutschen Start-ups als zu kostspielig und schwerfällig empfinden.

- Demgegenüber werden sich deutsche Frühphaseninvestoren naturgemäß mit Investitionen in die ihnen bekannte Rechtsform der GmbH leichter tun, obwohl wir gerade in diesem Bereich in den letzten Jahren beobachten konnten, dass viele der aktivsten Business Angels in Deutschland durchaus Erfahrungen mit US-Investitionen gewonnen haben, z.B. mit der Finanzierung durch die in Amerika verbreiteten SAFEs. Zu guter Letzt gibt es auch in Deutschland öffentlich oder quasi-öffentlich geförderte Investoren, die wiederum nicht in Unternehmen mit einem Satzungssitz außerhalb der EU (wie ihn die HoldCo ja hätte) investieren dürfen.



“ Der Flip ist nur sinnvoll, wenn man schon in der Seed-Stage eine um EUR 1-2 Millionen höhere Bewertung bekommt



## Ein Gespräch mit Alexander Igelmann, CEO von Lidrotec

Orrick: Lieber Alex, in einem Satz, was macht Lidrotec?

Alex: Wir bauen Maschinen mit einer innovativen Lasertechnologie für das hochpräzise Schneiden von Mikrochips, im Fachjargon nennt sich das Wafer Dicing. Wir wollen damit neue Standards für eine Vielzahl von Branchen setzen, angefangen bei Halbleitern bis hin zum Energiesektor, der Medizinbranche und der Luft- und Raumfahrt. Okay, das waren jetzt zwei Sätze...

Orrick: Kein Problem. Ihr seid zunächst als GmbH gestartet und habt dann einen Flip gemacht, also zwischen eurer weiterhin operativen GmbH und den Gesellschaftern eine US-Holding eingezogen. Was war die Motivation hierfür?

Alex: Wir sind in einem globalen Markt unterwegs, in dem es aber auch nur eine begrenzte Anzahl relevanter Spieler gibt. Von daher wollten wir uns von Anfang an internationaler aufstellen. Zudem haben US-Investoren, mit denen wir in der Phase gesprochen haben, vielfach schon eine deutliche Präferenz für ein US-Set-up gezeigt.

Orrick: Wenn Du auf Euren Flip zurückschaust, was sind Deine wesentlichen Learnings?

Alex: Das ist keine einfache Umstrukturierung. Er bedeutet echte Arbeit, nicht nur beim eigentlichen Flip, sondern insbesondere in der Zeit danach. Niemand sollte das machen, nur weil es gerade in Mode ist – um es klar zu sagen, eine US-Struktur ist kein cooles Gimmick. Einem muss klar sein, dass allein der Unterhalt einer US-Holding im Jahr eine fünfstelligen Summe kostet und der Koordinationsaufwand zwischen den zwei Welten bei den Gründern ja auch zu Buche schlägt. Damit sich das alles lohnt, braucht man eine langfristige Story und muss über mehrere Finanzierungsrunden hinweg denken.

Orrick: Du sprichst das Thema Fundraising an...

Alex: Ja, einer der zentralen Motive für uns, den Flip zu machen.

Orrick: Und?

Alex: Mit einer amerikanischen Gesellschaft und einer glaubhaften internationalen Story wird man natürlich für das viel größere Universum an amerikanischen Investoren interessanter. Da ist auch der ein oder andere von unseren deutschen Strukturen – man denke nur an die Notwendigkeit, für jede Anteilsausgabe oder Finanzierung zum Notar zu müssen – ansonsten abgeschreckt. Klar, man mag sich im Gegenzug auch manche Türen in Deutschland verschließen, z.B. was bestimmte Fördertöpfe angeht. Ich glaube aber, dass sich langfristig ein Flip rechnet, wenn man in der Seed Stage für die gleiche Investitionssumme und vergleichbar gute Investoren eine um mindestens ein bis zwei Millionen Euro höhere Bewertung erzielen kann. Die Verwässerung, die man dann vermeiden kann, ist bei guter Entwicklung Eures Start-ups langfristig viel wert und unsere Erfahrung ist, dass in der frühen Phase US-Investoren häufig bessere Bewertungen bieten.





## 1.2 Höhere Unternehmensbewertungen und Exit-Optionen

Viele (hauptsächlich in den USA sitzende) VC-Investoren glauben, dass eine US-Gesellschaft weiterhin vorteilhaftere Möglichkeiten für einen "Exit" bietet, sei es bei einem Verkauf des Start-ups an einen Erwerber oder einem Börsengang (IPO). Ob diese Behauptung in jedem Fall einer empirischen Überprüfung standhalten mag, steht auf einem anderen Blatt, aber die wesentlichen Argumente, die für diese Ansicht regelmäßig angeführt werden, sind:

- Start-ups mit einer "US-Story" – das bedeutet in der Regel eine "Silicon Valley Story" – können oft höhere Bewertungen erzielen;
- als Käufer solcher Start-ups werden mit hoher Wahrscheinlichkeit vielfach US Private-Equity-Investoren oder US-Unternehmen auftreten; und
- die USA verfügen über einige der weltweit führenden Aktienmärkte, die im Vergleich zu anderen international anerkannten Börsen für Börsengänge junger Technologieunternehmen besonders geeignet erscheinen.

**Höhere Bewertungen:** Start-ups mit einer "Silicon Valley Story" erhalten in Finanzierungsrunden und bei Exit-Szenarien häufig höhere Bewertungen. Es besteht ein relevantes Interesse US-amerikanischer VC-Investoren an europäischen Technologieunternehmen (und ein Set-up mit einer US-Holdingstruktur kann dann Finanzierungsrunden mit solchen US-Investoren natürlich erleichtern).

Der vom *Startup Verband* gemeinsam mit der Beratungsgesellschaft *PwC* herausgegebene "Deutsche Start-up Monitor 2023" fasst die aktuelle Situation und die fortbestehenden Probleme deutscher Start-ups auf der Finanzierungsseite gut zusammen:

Die hohe Verbreitung von Frühphasen-Finanzierungen – egal, ob staatliche Mittel oder Business Angels – ist erst einmal eine gute Nachricht für das Ökosystem. Denn dieses Kapital schafft die Grundlage für den Aufbau von Unternehmen gerade dann, wenn Zeit bis zum Markteintritt benötigt wird. Doch wo steht Deutschland hier im internationalen Vergleich? Fazit: Auf einem ähnlichen Niveau wie Frankreich, aber deutlich hinter Staaten wie den USA oder den Niederlanden. Zumindest ist aber die Lücke etwas kleiner geworden – noch 2018 gab es in den USA pro Kopf fast viermal so viele Seed-Finanzierungen wie in Deutschland, zuletzt nur etwa zwei- bis dreimal so viele. [...] Deutlich größer ist die Lücke im Bereich der Wachstumsfinanzierung. So wurden pro Kopf von Anfang 2020 bis Ende Juni 2023 in den USA EUR 1.157 im Rahmen von Finanzierungsrunden mit mindestens EUR 100 Millionen investiert – fast das Sechsfache des deutschen Wertes. Dazu kommt die hohe Abhängigkeit von amerikanischen Investoren: So kommen in Deutschland mit 46,1% fast die Hälfte dieser Finanzierungsrunden von US-Geldgebern – dort werden dagegen etwa drei Viertel dieser Investments (74,9%) durch einheimische Akteure getragen.



Der vom VC-Investor *Atomico* veröffentlichte "2023 State of European Tech Report" kommt zu einem ähnlichen Ergebnis, wenn es um die Bedeutung von US-Investoren für deutsche Start-ups geht:

**Bemerkenswert ist jedoch, dass sich das relative Gewicht der US-Investitionen im Vergleich zu den europäischen Investitionen zwischen diesen Ländern deutlich unterscheidet. Auf dem Höhepunkt im Jahr 2021 kam auf jeden Dollar, den ein europäischer Investor in ein britisches oder deutsches Technologieunternehmen investierte, ein Investment von US-Investoren in Höhe von 86 Cent im Vereinigten Königreich und sogar 93 Cent in Deutschland. Im Vergleich dazu betrug der entsprechende Wert für französische Technologieunternehmen mit 43 Cent nur etwa die Hälfte.**

*Übersetzung des englischen Originaltextes durch die Autoren.*

**Akquisitionen durch US-Erwerber:** Mit Blick auf einen möglichen Verkauf eines Start-ups an einen (US-) Erwerber als Exit-Option fällt auf, dass die Bewertung von Technologieunternehmen in den Vereinigten Staaten im Durchschnitt höher ausfällt. Zudem verfügen viele US-Unternehmen über reichlich Erfahrung mit dem Erwerb von Start-ups im Rahmen ihrer Innovations- und Wachstumsstrategie, während das Thema "Start-up M&A" in Deutschland noch Aufholpotential hat (obwohl es – zumindest vor der COVID-19-Pandemie – sicherlich auf dem Vormarsch war). Eine US-Struktur kann einen solchen Exit-Prozess erleichtern, da US-Erwerber mit den gesellschaftsrechtlichen Eigenheiten und dem Ablauf der Übernahme einer US-Zielgesellschaft vertrauter sein werden. Darüber hinaus sind bestimmte, praktisch vorteilhafte Erwerbsoptionen wie die "forward or reverse triangular statutory merger" für nicht-amerikanische Unternehmen nicht verfügbar.

**US-Börsengang:** In Anbetracht der anhaltenden makroökonomischen und geopolitischen Herausforderungen und der jüngeren reichlich ernüchternden Performance selbst von hochkarätigen Börsengängen im Technologiesektor, die in jüngerer Vergangenheit zu historisch niedrigen Multiples notierten, wird es Unternehmen in 2024 voraussichtlich kaum an die Börse ziehen. Einige Marktbeobachter gehen zwar davon aus, dass sich das Fenster für Börsengänge im Laufe des Jahres 2024 zumindest etwas öffnen wird, vor allem, wenn die US-Notenbank die Zinswende einleitet, doch eine hitzige und unsichere US-Präsidentenwahl könnte dazu beitragen, dass sich das Börsenfenster erst 2025 wieder öffnet. Für viele Unternehmen ist ein Börsengang an der NYSE oder NASDAQ gleichwohl immer noch ein erstrebenswertes Ziel, gilt doch der Gang an die Börse hier oftmals als wichtiges Signal, dass das Unternehmen die Start-up Welt hinter sich gelassen hat und jetzt ein "richtiges" Unternehmen ist. Auf Technologietransaktionen spezialisierte Investmentbanker und VC-Investoren argumentieren zudem oft, dass eine Börsennotierung eines US-Unternehmens an der NASDAQ oder NYSE nicht nur mit höheren Bewertungen einhergeht, sondern auch den Aktien mehr Liquidität gibt. Märkte mit mehr Liquidität erleichtern natürlich VC-Investoren und anderen Gesellschaftern die kursschonende Veräußerung größerer Aktienpositionen.

Eine Diskussion über die Vor- und Nachteile eines Börsengangs für den Erfolg eines Start-ups würde den Rahmen dieses Guides sprengen. Zudem zeichnet sich schon seit Jahren ein klarer Trend ab, dass junge Technologieunternehmen deutlich später als in der Vergangenheit den Weg an die Börse suchen. Heutzutage durchlaufen die meisten Börsenkandidaten eine Reihe von Finanzierungsrunden und sind viele Jahre am Markt, ehe sie das Mammutprojekt "Börsengang" angehen. Wir glauben zwar, dass es sinnvoll ist, frühzeitig über Exit-Szenarien nachzudenken und ein Maximum an Flexibilität in die eigene Unternehmensstruktur einzubauen (wie schon erwähnt, ein Flip in späteren Unternehmensphasen macht möglicherweise nur den Fiskus und die Steuerberater froh).

Allerdings ist es für einen Börsengang in den USA nicht zwingende Voraussetzung, ein US-Unternehmen zu werden, da auch ausländische Unternehmen unter bestimmten Voraussetzungen an US-Börsen notiert werden können (auch wenn dieser Prozess teurer und umständlicher sein kann als die Notierung eines US-Unternehmens und die Bewertungen letztlich darunter leiden können). Zu diesem Zweck wählt die Mehrzahl deutscher Start-ups den Weg über eine Reorganisation des Start-ups unter einer niederländischen Aktiengesellschaft (*Naamloze Vennootschap - NV*). Die NV ist eine international anerkannte Rechtsform, die aufgrund der Flexibilität des niederländischen Rechts in Bezug auf Aktienregister und Aktienzertifikate eine Notierung der Stammaktien der NV an US-Börsen ermöglicht, ohne auf ein American Depository Shares-Programm angewiesen zu sein. Beispiele hierfür sind in den letzten Jahren neben anderen deutschen Unternehmen die Börsengänge von *Affimed Therapeutics*, *Trivago*, *Curevac* und *Sono Motors*. Eine Alternative bietet die Umstrukturierung des deutschen Start-ups zu einer *Societas Europaea (SE)*, wie die US-Börsengänge von *BioNTech* und *Ecotec* zeigen. Im Vergleich zur NV besteht hier allerdings der kleine Nachteil, dass eine Börsennotierung der Stammaktien nicht direkt, sondern nur über ein American Depository Shares-Programm möglich ist. Zudem haben wir die Erfahrung gemacht, dass die Corporate Governance der NV besser auf die Bedürfnisse von US-Investoren zugeschnitten werden kann als es die eher strengeren Vorschriften der SE erlauben.

### **1.3 Zugang zu Talenten und US-Mitarbeiterbeteiligungsprogramme**

Schließlich sind US-Unternehmen als Arbeitgeber für qualifizierte Mitarbeiter in den Technologiezentren des Silicon Valley und anderen Teilen der USA tendenziell attraktiver, da sie die in den dortigen Märkten etablierten eigenkapitalbasierten Mitarbeiterbeteiligungsprogramme anbieten können. Ein potenzieller Nachteil, mit dem deutsche Technologieunternehmen im internationalen Wettbewerb um Talente konfrontiert sind, liegt darin, dass sie ihren potenziellen Mitarbeitern häufig keine "echte" Unternehmensbeteiligung anbieten können, wie es die umworbenen Talente in den USA gewohnt sind. Während Anteile an einer Delaware C Corporation unter bestimmten Umständen Steuervorteile für in den USA Steuerpflichtige bieten

können, bestehen solche Steuervorteile bei typischen Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen, wie man sie von deutschen Start-ups kennt, bislang vielfach nicht (insbesondere, wenn es sich um die in Deutschland nach wie vor vorherrschenden virtuellen Programme handelt). Nach einem Flip kann auf Ebene der HoldCo dagegen ein Mitarbeiterbeteiligungsprogramm (ESOP) nach US-amerikanischem Vorbild eingerichtet werden (zu Einzelheiten siehe Kapitel A.VI.).

# “ Eine Inc. und ein echtes ESOP sind Assets beim Hiring



## Ein Gespräch mit Heiner Stinner und Pascal Lange von Throne

Orrick: Lieber Heiner, in einem Satz, was macht Throne?

Heiner: Throne kümmert sich um das große Thema Creator Commerce und baut eine Infrastruktur, mit der sich Künstler auf der ganzen Welt eine Wunschliste erstellen und sich dann von ihren Fans supporten lassen können, ohne dass diese die private Adresse des Creators erfahren.

Orrick: Ihr habt ja nicht das typische Set-up vieler deutsch-amerikanischer Start-ups gewählt...

Pascal: Genau, wir sind mit einer Inc. gestartet und haben dann später eine GmbH als Tochter gegründet. Dabei war unsere Inc. aber von Anfang an operativ tätig und keine reine Holding.

Heiner: Das hat uns natürlich vor besondere Herausforderungen gestellt, da wir die Inc. ja aus den bekannten Steuergründen nicht aus Deutschland heraus führen wollen. Wir haben daher früh eine CEO in den USA eingestellt und sind wirklich sehr oft drüben, um Board Meetings zu halten, wichtige Entscheidungen vorzubereiten und umzusetzen. Wir waren eigentlich jeden Monat mindestens einmal in den USA und haben über die Zeit dort immer mehr Substanz aufgebaut.

Orrick: Das ist sicher nicht immer einfach?

Pascal: Ja und das muss auch jedem Gründer klar sein, der über eine solche Struktur nachdenkt.

Orrick: Aber warum überhaupt eine Inc.? Was war Eure Motivation?

Heiner: Da gab es einige Gründe. Das ganze Thema Creator Economy ist in den USA einfach schon viel größer. Viele potenzielle Kunden dort signalisierten uns eine Präferenz für eine amerikanische Gesellschaft. Zudem hat uns die Inc. und die Möglichkeit einer echten Mitarbeiterbeteiligung wie sie in amerikanischen

Start-ups üblich ist bei der Gewinnung wichtiger Mitarbeiter geholfen.

Pascal: Und zwar nicht nur im Ausland, sondern auch in Deutschland.

Heiner (lacht): Einer unserer Entwickler sagte einmal, eine Dot.Com Domain zu haben, sei die Patek Philippe des Softwareentwicklers... vielleicht gilt das Gleiche ja für die Inc. und ein internationales ESOP, wenn man sich um internationale Talente bemüht...

Orrick: Ihr seid ja 2021 an den Start gegangen. Was waren Eure größten Learnings?

Pascal: Investiert von Anfang an in gute Anwälte...

Orrick: Das hört man gerne.

Pascal: Es stimmt aber. Es ist so viel Halbwissen im Umlauf und viele Gründer legen dann einfach erst einmal los. Ihr wisst schon: "Move fast and break things". Das mag in anderen Situationen auch völlig richtig sein, aber wenn man eine internationale Struktur falsch aufsetzt, dann ist es teuer und nervig, das später zu korrigieren.

Heiner: Kümmert Euch früh um einen guten Steuerberater in Deutschland, der sich auf beiden Seiten des Atlantiks auskennt. Aber am wichtigsten: Habt einen klaren US-Bezug, eine langfristige Story, die dieses Set-up für Investoren und Mitarbeiter spannend macht.



---

## 2. NACHTEILE EINER DOPPELSTOCKSTRUKTUR

Natürlich müssen Gründer und bestehende Investoren eines deutschen Start-ups sich auch mit den möglichen Nachteilen und Risiken einer Doppelstockstruktur im Allgemeinen und eines Flips im Besonderen auseinandersetzen.

### 2.1 Zusätzliche Komplexität

Lasst uns für einen Moment philosophisch werden. "Complexity is the enemy of execution", auf Deutsch etwa: "Die Komplexität ist der Feind jedes Tuns". Klingt ganz smart, oder? Ja, wir wissen, dass dieses Zitat nicht von uns stammt, sondern von *Anthony "Tony" Robbins*, Bestsellerautor und Erfolgscoach und es ist hier auch aus dem Zusammenhang gerissen, aber es ist eingängig und fasst einen der größten Nachteile einer Doppelstockstruktur gut zusammen. Das vielfach für deutsche Gründer unbekannte US-Rechtssystem und die verschiedenen Unternehmensebenen mit unterschiedlichen rechtlichen und steuerrechtlichen Anforderungen werden schlicht die Komplexität der Unternehmensführung für die Gründer erhöhen. Komplexität ist ein Klotz am Bein und kann sich negativ auf die beiden oftmals einzig relevanten Vorteile des Unternehmens auswirken: Geschwindigkeit und Fokussierung.

**Steuerrechtliche Erwägungen:** Schon bei der Errichtung einer doppelstöckigen Struktur müssen sich die Gründer verschiedener steuerlicher Fallstricke bewusst sein.

- Ein Flip einer bestehenden OpCo führt zu einer Aufdeckung stiller Reserven, d.h. einer Besteuerung der positiven Differenz zwischen dem Verkehrswert der Anteile in der OpCo und den Anschaffungskosten des jeweiligen Gesellschafters für diese Anteile.
- Um nur einen Aspekt vorwegzunehmen, auf den wir später noch zurückkommen werden und der für alle Doppelstockstrukturen unabhängig von einem Flip gilt, Start-ups sollten prüfen, ob vermieden werden kann, dass die HoldCo aus steuerlicher Sicht sowohl in Deutschland als auch den USA ansässig wird (Problem der sog. "Doppelansässigkeit").
- Die Doppelstockstruktur wird die steuerliche Komplexität auch in anderer Hinsicht erhöhen, da die OpCo als Tochtergesellschaft der HoldCo eine so genannte Controlled Foreign Corporation (CFC) sein kann und möglicherweise in die US-

Steuererklärung der HoldCo aufgenommen werden muss, obwohl die Einkünfte der OpCo weiterhin in Deutschland besteuert werden. Darüber hinaus gelten im Hinblick darauf, dass die OpCo nun eine CFC ist, recht umfangreiche Berichts- und Rechnungslegungspflichten.

So viel vorab, aber keine Sorge, wir gehen an späterer Stelle noch auf die steuerlichen Problemfelder detaillierter ein (siehe Kapitel A.III.3.).

**Ein unbekannter Rechtsrahmen:** Während deutsche Gründer mit den rechtlichen Rahmenbedingungen ihres Heimatlandes mehr oder weniger vertraut sind (zumindest mag man das hoffen), führt die Expansion in die USA mit ihrem teilweise doch relativ stark abweichenden Rechtssystem zu zusätzlicher Komplexität in der Unternehmensführung. Wie wir weiter unten sehen werden, sind beispielsweise die "Board"-Konzepte einer GmbH und einer Corporation verschieden und die Rollen eines Directors und Officers in einer US-amerikanischen Corporation mit einer Reihe von Pflichten und Haftungsrisiken verbunden, die nicht immer mit dem vergleichbar sind, was wir hier in Deutschland haben.

Zudem kann sich für das Start-up durch die Etablierung einer HoldCo früher das Risiko verwirklichen, in kostspielige Rechtsstreitigkeiten in den USA verwickelt zu werden (zumindest hören wir diese Sorge gelegentlich, ohne dass uns allerdings hierfür empirische Studien bekannt wären).



## WANN EIN FLIP NICHT ERFORDERLICH IST



Nur, weil diese Frage immer wieder aufkommt: Ein Flip ist nicht erforderlich, wenn es lediglich darum geht, im US-Markt operativ tätig zu werden, z.B. dort Verträge mit Kunden und Lieferanten zu schließen und Mitarbeiter einzustellen. In den meisten dieser Fälle wird die einfache Gründung einer US-Tochtergesellschaft der OpCo ausreichen. Wenn wir schon dabei sind: Selbst nach einem Flip ist es oft vorteilhaft, die HoldCo als reine Holdinggesellschaft zu führen und alle kommerziellen und operativen Aktivitäten in den Vereinigten Staaten in einer separaten US-Tochtergesellschaft der HoldCo, d.h. einer Schwestergesellschaft der OpCo, zu bündeln. Wir werden auf die Einzelheiten im Kapitel A.III.3.2. zurückkommen. Hintergrund ist aber, dass sich eine steuerliche Doppelansässigkeit der HoldCo vielfach leichter vermeiden lässt, wenn deren Rolle auf das Einwerben von Finanzmitteln und die Ausgabe von Stock Options unter einem Employee Stock Option Program beschränkt wird.

## 2.2 Transaktionskosten

Ein weiteres Problem sind die Transaktionskosten für den Aufbau einer doppelstöckigen Struktur. Diese können je nach Einzelfall in die Zehntausende gehen, vor allem bei einem komplexeren Flip. Zum Beispiel muss ein Start-up, das mehrere Finanzierungsrunden hinter sich hat, bei der Planung eines Flips zahlreiche bisweilen konkurrierende Gesellschafterinteressen zum Ausgleich bringen. Für einfach gelagerte Fälle haben wir die Kosten aber mittlerweile deutlich gesenkt. Unter anderem durch die Verwendung eines von uns entwickelten digitalen Tools, das die Gründer durch die einzelnen Schritte führt und praktische Hilfestellungen gibt.

Ein weiterer Aspekt, über den sich deutsche Start-ups im Klaren sein sollten, ist, dass ihre Rechtsberatungskosten bei einem Wechsel in die USA steigen werden (obwohl wir grundsätzlich unseren Mandanten dazu raten, Rechtsberatungskosten eher als eine Investition zur Vermeidung höherer Kosten in der Zukunft zu sehen, aber wir mögen da auch nicht ganz unvoreingenommen sein...). *John Harrison*, Partner in unserem Büro in San Francisco merkt dazu an: "Meiner Erfahrung nach unterschätzen viele deutsche Unternehmen die Kosten, die auf dem US-Markt auf sie zukommen. Die Führung eines Unternehmens ist hier teurer, ebenso wie Finanzierungsrunden und Exits. Wenn man sich für einen Flip entscheidet, muss man bereit sein, das notwendige Geld zu investieren."

Die Schätzungen variieren, aber viele Studien zeigen, dass US-Unternehmen im Vergleich zu ihren globalen Konkurrenten im Durchschnitt oft mindestens das Zweifache für Rechtskosten ausgeben. Zwar sind uns keine ähnlichen Studien bekannt, die sich speziell mit den Rechtskosten für Start-ups befassen. Die Muster dürften aber vergleichbar sein. Während eine US-Gesellschaft relativ kostengünstig gegründet werden kann, steigen die Beratungskosten danach oft schnell an.



### III. Der Weg in eine Doppelstockstruktur

Wie Gründer in eine doppelstöckige Struktur gelangen können, hängt insbesondere davon ab, ob sie in Deutschland bereits eine Gesellschaft gegründet haben, d.h. ob bereits eine (deutsche) OpCo existiert oder nicht.

- Besteht noch keine OpCo oder ist die bestehende Gesellschaft noch sehr "jung", so dass sie unter Übertragung der (wenigen) bestehenden Vermögenswerte (oft ein wenig IP und vielleicht einige erste Verträge) auf eine neue OpCo zurückgelassen und dann abgewickelt werden kann, ohne dabei eine signifikante Steuerlast auszulösen (dies setzt meist voraus, dass die zu übertragenden Vermögenswerte und Verträge nur von geringem Wert sind), können die Gründer die Doppelstockstruktur auf der grünen Wiese aufsetzen. Hierzu gründen sie im Regelfall zunächst ihre Founder-Holdings, die dann die HoldCo gründen und in einem letzten Schritt gründet die HoldCo die (neue) OpCo.
- Wenn die Gründer bereits eine OpCo gegründet haben und es keine einfache Möglichkeit gibt, mit einer zweiten OpCo "neu zu beginnen", erfordert der Weg in eine doppelstöckige Struktur in der Regel einen "Tausch" der Anteile an der bestehenden OpCo gegen Anteile an der neuen HoldCo, den berühmten "Flip".

#### 1. DAS SET-UP AUF DER GRÜNEN WIESE

Wenn die Gründer die Möglichkeit haben, auf der grünen Wiese zu beginnen, so können sie in der einfachsten Form zunächst eine (US-amerikanische) HoldCo gründen, welche dann die (deutsche) OpCo gründet. Da die Gründer in einem solchen Fall aber noch ein Maximum an Flexibilität haben, ist es sinnvoll, einen Moment innezuhalten und eine steuerlich meist vorteilhaftere Lösung zu prüfen. Namentlich dürfte es sich oftmals empfehlen, zwischen den Gründern und der HoldCo noch für jeden Gründer eine Founder-Holding (in der Regel in Form einer UG (haftungsbeschränkt)) einzuziehen und dann die Founder-Holdings und nicht die Gründer selbst die HoldCo gründen zu lassen.

#### 1.1 Persönliche Holdinggesellschaften – grds. eine gute Idee, aber es kann Ausnahmen geben

Gründer (ähnliche Überlegungen gelten für andere Personen, die in das Unternehmen investieren, wie z.B. Business Angels) können ihre Anteile an der HoldCo entweder unmittelbar oder über eine Founder-Holding halten. Während das Halten der Beteiligung über eine Founder-Holding die Finanzierungsdocumentation etwas komplizierter macht und einige Kosten für das Aufsetzen und die laufende Verwaltung einer separaten juristischen Person mit sich bringt, lohnt es sich, frühzeitig hierüber nachzudenken. Der Wechsel in eine solche Struktur zu einem späteren Zeitpunkt ist vielfach mit u.U. erheblichen negativen steuerlichen Folgen verbunden.

“

Wir lernen Geologie immer erst am Morgen nach dem Erdbeben.

*Ralph Waldo Emerson*

”

Das Halten von Anteilen an der HoldCo über die Founder-Holdings hat (u. U. erhebliche) Steuervorteile, die wir an anderer Stelle bereits im Einzelnen vorgestellt haben und auf diese Ausführungen hier verweisen<sup>5</sup>.

Während also in der Regel zumindest für Gründer, die bei der Gründung der HoldCo in Deutschland steuerlich ansässig sind und davon ausgehen, dies auch zum Zeitpunkt eines Liquiditätsereignisses bei der HoldCo (wie z.B. einem Unternehmensverkauf oder einem Börsengang) noch zu sein, eine Founder-Holding oft empfehlenswert ist, kann die Situation für Gründer außerhalb Deutschlands oder für Gründer, die davon ausgehen, vor einem solchen Liquiditätsereignis in ein anderes Land zu verziehen, komplexer sein. Dies erfordert dann regelmäßig eine eingehendere Analyse und die Prüfung weiterer Gesichtspunkte, die wir im Rahmen dieser bescheidenen Publikation nicht leisten können.

5. Siehe OLNS#9 "Venture Capital Deals in Germany" – der Guide kann hier heruntergeladen werden: <https://media.orrick.com/Media%20Library/public/files/insights/2021/OLNS9-VC-Deals-in-Germany.pdf>.

Geht man aber von einem Gründer aus, der aktuell in Deutschland wohnt, aber in Erwägung zieht, in die Vereinigten Staaten umzuziehen und es für relativ wahrscheinlich hält, dass er zum Zeitpunkt des Liquiditätsereignisses in den Vereinigten Staaten ansässig sein wird, können die folgenden Überlegungen als allgemeine Richtschnur dienen:

- Wenn der Gründer sicher ist, zum Zeitpunkt des Liquiditätsereignisses in den USA ansässig zu sein, sollte es regelmäßig ratsam sein, auf eine Founder-Holding zu verzichten.
- Wenn der Gründer sich nicht sicher ist, ob er beim Liquiditätsereignis in Deutschland oder in den USA sein wird, ist unter Abwägung von Risiko und Nutzen eine Founder-Holding oft ratsam.
- Sofern der Gründer sich für eine Founder-Holding entscheidet, sollte er in Erwägung ziehen, für US-Steuerzwecke eine sog. "Check Open Election" für seine Founder-Holding bei den zuständigen US-Steuerbehörden zu beantragen. Wenn er dann im Zeitpunkt des Liquiditätsereignisses in den USA ansässig ist, lassen sich so mögliche steuerliche Nachteile in den USA regelmäßig reduzieren. Die "Check Open Election" sollte bereits bei Gründung erfolgen oder jedenfalls sobald ein Zuzug in die USA oder der Beginn der US-Steuerpflicht eine realistische Möglichkeit wird.

Allerdings ist zu bedenken, dass der Umzug in die USA und die anschließende Rückkehr nach Deutschland unabhängig von der Nutzung einer Founder-Holding Fragen der Wegzugsbesteuerung aufwerfen (siehe unten in Kapitel A.III.3.2.2.).

## 1.2 Gründung der HoldCo

### 1.2.1 Welche Gesellschaftsform bietet sich an?

In der Regel empfiehlt sich die Gründung einer HoldCo in Delaware. In den USA werden Gesellschaften üblicherweise nach dem Recht des Bundesstaates Delaware gegründet, was insbesondere an dem unternehmerfreundlichen Ruf des Staates liegt. Die Gründer profitieren von einer hohen Flexibilität bei der Gesellschaftsgründung (etwa bei der Struktur des Unternehmens oder beim Festlegen von Gesellschafterrechten und -pflichten), spezialisierten und sehr erfahrenen Gerichten und einer ausdifferenzierten Rechtsprechung (welche für ein hohes Maß an Rechtssicherheit sorgt). Das

Secretary of State (dies ist die für gesellschaftsrechtliche Angelegenheiten zuständige Behörde in Delaware) wird allgemein als sehr effizient angesehen, was wiederum bürokratische Hürden und administrative Verzögerungen gering hält. Zudem sind die meisten Rechtsberater in den USA mit dem Gesellschaftsrecht Delawares gut vertraut.

Nach dem Recht des Staates Delaware kann zwischen folgenden Gesellschaftsformen gewählt werden:

- **C Corporations:** Die meisten VC-finanzierten Start-ups sind sog. C Corporations. Auch für deutsche Start-ups sollte sie die erste Wahl sein, wenn keine zwingenden Gründe entgegenstehen (wir werden einige andere verfügbare Gesellschaftsformen kurz vorstellen, aber im Wesentlichen nur der Vollständigkeit halber und weil wir als gute Anwälte eine eingebaute Abneigung gegen einfache Antworten haben...).
- **S Corporations:** Eine S Corporation ist eine personalistisch organisierte Gesellschaft (nicht mehr als 100 Gesellschafter), welche ein Wahlrecht dahingehend ausgeübt hat, nach Kapitel 1 Unterkapitel S des US Internal Revenue Codes besteuert zu werden. Durch die Wahl wird die Gesellschaft steuerlich transparent (die S Corporation schuldet also selbst keine Körperschaftsteuer, sondern Einkünfte und Verluste werden den Gesellschaftern zugerechnet).
- **LLCs:** Diese – ebenfalls dem Recht der einzelnen Bundesstaaten unterliegende – (relativ) neue Rechtsform einer haftungsbeschränkten Gesellschaft, kann für Steuerzwecke sowohl in den USA als auch in Deutschland als Personengesellschaft, als Kapitalgesellschaft oder als Einzelgewerbe behandelt werden. In den USA besteht ein diesbezügliches Wahlrecht, während in Deutschland im Rahmen eines Rechtstypenvergleichs anhand der Ausgestaltung der LLC geprüft werden muss, ob sie als Personen- oder Kapitalgesellschaft zu behandeln ist. Im Zweifel wird die steuerliche Lage durch die Verwendung einer LLC aber komplexer (z.B. bei Entstehen eines Qualifikationskonflikts). Gründer, die früher oder später VC-Investoren an Bord bringen wollen, sollten ihre Gesellschaft nicht als LLC gründen, da VC-Investoren oftmals nicht in solche Gesellschaftsformen investieren dürfen oder wollen.

## 1.2.2 Was ist bei der Gründung zu beachten?

Als Gründungsdokumente spielen für die HoldCo vor allem die folgenden Dokumente eine Rolle: Das sog. Certificate of Incorporation (auch Charter genannt), durch das die Gesellschaft auf Antrag beim Secretary of State des Gründungsstaates (in der Regel Delaware) gegründet wird, und die sog. Bylaws, die die wesentlichen "Spielregeln" und Verfahrensvorschriften für die Gesellschaft und ihre Gesellschafter bestimmen (Regeln zur Einberufung von Gesellschafterversammlungen, Rollen und Aufgaben der Officers etc.). Unverzüglich nach Gründung der Gesellschaft wird das Board of Directors bestellt, welches dann zu einer ersten Sitzung zusammentritt und hierin den Verkauf von Gesellschaftsanteilen an die neuen Gesellschafter genehmigt, die Officers der Gesellschaft bestellt und andere initiale Maßnahmen genehmigt.



### DIE FIRMA DER HOLDCO

Bei der Namenswahl für die HoldCo gilt es, Risiken einer Verletzung von Drittmarken oder -domains zu vermeiden und sicherzustellen, dass der Name tatsächlich noch verfügbar ist. Eine Marke wird verletzt, wenn die Nutzung des Namens geeignet ist, die beteiligten Verkehrskreise (insbesondere Kunden) in die Irre zu führen, was die Herkunft der Waren und Dienstleistungen angeht. Hier gibt es einige Schritte, die bei der Namenswahl bedacht werden sollten. Gründer können die ersten der im Folgenden genannten Maßnahmen selbst vornehmen und die gewonnenen Erkenntnisse dann einem kompetenten US-Rechtsberater zur weiteren Prüfung vorlegen (um die letzten zwei Bulletpoints sollte sich unseres Erachtens in jedem Fall ein entsprechend qualifizierter Rechtsberater kümmern):

- Eine Google-Suche gibt ersten Aufschluss darüber, welche anderen Unternehmen den gleichen oder einen ähnlichen Namen nutzen.
- Auch die Website des US-amerikanischen Patent- und Markenamts sollte zu Rate gezogen werden.
- Außerdem zeigt eine Suche auf GoDaddy.com oder anderen Domain-Registrierungsstellen, ob die gewünschte Domain verfügbar ist. Wenn die ".com"-Domain schon vergeben ist, spricht dies für eine vorherige Verwendung und ist eine "Red Flag".
- Eine Suche in den Gesellschafts- und LLC-Dokumenten des Secretary of State in den Staaten, in denen die Gesellschaft Geschäfte betreiben will, kann gleiche oder ähnliche Namen anderer Unternehmen aufzeigen<sup>7</sup>. Ein US-Rechtsberater sollte anschließend ggf. eine professionelle Markenrecherche aufsetzen.

7. Vgl. für Delaware: <https://icis.corp.delaware.gov/ecorp/entitysearch/namesearch.aspx>

Beim Aufsetzen der HoldCo werden den Gründern regelmäßig die folgenden Dokumente begegnen:

<b>Gesellschaftsrechtliche Dokumentation</b>	
<b>Action of Incorporator</b>	Einer der Gründer (dies kann auch ein US-Rechtsberater machen) in seiner Eigenschaft als sog. "Incorporator": <ul style="list-style-type: none"> <li>• bestellt die ersten Mitglieder des Boards of Directors; und</li> <li>• beschließt die sog. Bylaws.</li> </ul>
<b>Charter</b>	Die HoldCo wird mit der Einreichung ihrer sog. Charter beim State Secretary rechtlich existent. Unter anderem legt die Charter die genehmigte Anzahl und Klasse von Anteilen der Gesellschaft fest.
<b>Bylaws</b>	Einer der Gründer als Incorporator und der Secretary der HoldCo (das ist einer ihrer Officer) zertifizieren die Bylaws der HoldCo.
<b>Stockholder Consent</b>	Die Gründer bzw. ihre Founder-Holdings als zukünftige Gesellschafter der HoldCo genehmigen den sog. Stock Plan und den Abschluss der sog. Indemnification Agreements sowie weitere organisatorische Maßnahmen.
<b>Initial Board Consent</b>	Das Board of Directors der HoldCo bestellt durch schriftlichen Beschluss die ersten Officers der HoldCo und genehmigt den Abschluss der Indemnification Agreements.
<b>Common Stock Purchase Agreements</b>	Die HoldCo gibt (i.d.R. Stamm-) Anteile (Common Stock) an die Gründer/Founder-Holdings durch Abschluss eines entsprechenden Anteilskaufvertrags (sog. Common Stock Purchase Agreement) aus.
<b>Indemnification Agreements</b>	Siehe dazu im Kapitel A.IV.2.2.
<b>Stock Plan (ESOP)</b>	
<b>Stock Plan and Accompanying Documents</b>	Siehe dazu im Kapitel A.VI.
<b>Other</b>	
<b>Application for EIN</b>	Die HoldCo muss eine Arbeitgeber-Identifikationsnummer (Employer Identification Number – EIN) bei der US-Steuerbehörde (Internal Revenue Service – IRS) beantragen. Die EIN ist u.a. für die Eröffnung eines Bankkontos erforderlich. Die EIN kann online beantragt werden, wenn der Antrag von einem Vertreter gestellt wird, der eine US-Sozialversicherungsnummer, eine EIN oder eine individuelle Steueridentifikationsnummer (Individual Tax Identification Number – ITIN) besitzt. Bei Online-Beantragung wird die EIN sofort ausgestellt. Für weitere Informationen siehe Kapitel A.III.1.2.4.
<b>Section 83(b) Elections</b>	Siehe dazu im Kapitel A.III.1.2.4.

## DIE ANSCHRIFT DER HOLDCO UND DIE ANGABE DES REGISTERED AGENT.



Die Charter muss u.a. die Adresse des Geschäftssitzes in Delaware sowie den Namen des eingetragenen Vertreters (Registered Agent) angeben. Hier kommt es erfahrungsgemäß häufig zu einem Missverständnis bei deutschen Gründern. Der Sitz des Registered Agent ist nicht die Geschäftsanschrift der HoldCo.

Vielmehr benötigt die HoldCo für ihre steuerliche Registrierung und die Einholung einer Arbeitgeber-Identifikationsnummer (die berühmte Employer Identification Number oder EIN) eine US-Adresse. Viele unserer in Deutschland ansässigen Mandanten haben in der Vergangenheit mit Dienstleistern wie Stable (<https://www.usestable.com/>) zusammengearbeitet, um ihre US-Adresse einzurichten. Aber aufgepasst, für die Frage, ob die HoldCo steuerlich in den USA oder Deutschland ansässig ist (für unsere Steuerrechtler gibt es kaum eine spannendere Frage und wir werden darauf noch im Detail zurückkommen müssen, siehe Kapitel A.III.3.2.), ist eine US-Adresse nur ein Indikator.

### 1.2.3 Neue Transparenzanforderungen für die HoldCo - CTA und FinCEN

Ab 2024 müssen sich US-Gesellschaften (wie die HoldCo) an den US Corporate Transparency Act ("CTA") halten. Unter Bezugnahme auf den Small Entity Compliance Guide des US-Finanzministeriums (derzeit Version 1.1 vom Dezember 2023 - "FinCEN Guide") müssen Gründer hier insbesondere die neuen Berichtspflichten des Financial Crimes Enforcement Network ("FinCEN") einhalten. Der CTA erlegt u.a. den HoldCos Compliance-Verpflichtungen auf, die verlangen, dass die HoldCos ein Verständnis für die an ihnen wirtschaftlich berechtigten Personen haben und entsprechende Angaben an FinCEN machen.

Der CTA definiert meldepflichtige Unternehmen

- als "inländische" oder "ausländische" Unternehmen,
- welche nicht dem Tatbestand einer Ausnahmeregelung unterliegen.

#### Inländisches oder Ausländisches Unternehmen:

Ein inländisches meldepflichtiges Unternehmen ist wiederum definiert als ein Unternehmen, das eine Corporation oder eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung ist oder durch Einreichung eines Dokuments beim Secretary of State eines US-Bundesstaates gegründet wurde. Ein ausländisches meldepflichtiges Unternehmen ist definiert als eine Corporation, eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung oder

eine andere Gesellschaft, die nach dem Recht eines anderen Landes gegründet wurde und in einem US-Bundesstaat durch Einreichung eines Dokuments beim Secretary of State für den Geschäftsbetrieb registriert wird. Die HoldCos gelten in der Regel als inländische meldepflichtige Unternehmen.

**Ausnahmeregeln:** Der CTA führt insgesamt 23 spezifische Ausnahmen auf, darunter börsennotierte Unternehmen, gemeinnützige Organisationen und große Betriebsgesellschaften. Während die HoldCos in einer typischen zweistufigen Holdingstruktur in der Regel nicht den Tatbestand einer solchen Ausnahme erfüllen dürften, kann im Einzelfall eine eingehendere Prüfung angezeigt sein.

Wichtig zu beachten ist, dass die Obergesellschaft einer Unternehmensgruppe keine einheitliche Meldung für die Unternehmensgruppe machen kann. Jedes Unternehmen, das die oben genannten Voraussetzungen erfüllt, muss daher eine eigene Meldung einreichen. Wenn die HoldCo also nicht nur eine deutsche OpCo, sondern auch (operative) US-Tochtergesellschaften hat, müssen diese eigene Meldungen machen.

Können sich meldepflichtige Unternehmen nicht auf eine der Ausnahmeregelungen berufen, müssen sie ihre wirtschaftlich Berechtigten dem FinCEN melden. Wirtschaftlich Berechtigte in diesem Sinne sind natürliche Personen, die entweder:

- substantielle Kontrolle (Substantive Control) über das meldende Unternehmen ausüben; oder
- direkt oder indirekt zu mindestens 25% am meldenden Unternehmen beteiligt sind.

**Substantielle Kontrolle:** Eine natürliche Person hat substantielle Kontrolle über ein meldendes Unternehmen, wenn sie eines der folgenden vier Kriterien erfüllt:

- sie ist ein Senior Officer;
- sie hat die Kompetenz, Senior Officers oder Directors zu ernennen oder abzurufen;
- sie ist als führender Entscheidungsträger (Primary Decision-Maker) tätig; oder
- sie kann anderweitig in relevanter Weise Kontrolle über das meldepflichtige Unternehmen ausüben. Dabei kann die Kontrolle direkt (z.B. durch Vertretung im Board (abhängig vom Einzelfall) oder indirekt (z.B. durch geschäftliche oder finanzielle Beziehungen) erfolgen.



Die meldenden Unternehmen müssen alle und mindestens eine dieser Personen identifizieren, wobei die Anzahl der Personen, die diese Kriterien erfüllen können, nicht begrenzt ist.

**>25% Unternehmensbeteiligung:** Eine natürliche Person gilt als wirtschaftlich Berechtigter an einem meldepflichtigen Unternehmen, wenn diese mindestens 25% an dem Unternehmen hält oder anders kontrolliert (die relevante Beteiligung umfasst Aktien, Anteile, Stimmrechte, Kapital- oder Gewinnanteile, in Eigenkapital wandelbare Instrumente (dazu unten), Optionen oder andere Instrumente und Vereinbarungen, die eine Beteiligung begründen).

Als Grundsatz gilt, dass wirtschaftlicher Berechtigter hier nur eine natürliche Person, nicht aber eine juristische Person sein kann. Wirtschaftlich Berechtigter ist daher nicht die Founder-Holding, sondern nur der hinter ihr stehende Gründer.

FinCEN hat bisher keine Verlautbarung herausgegeben, wie ausstehende wandelbare Instrumente bei der Berechnung der Gesamtbeteiligung zu berücksichtigen sind. Es gibt lediglich einen Hinweis, dass, wenn eine Gesamtbeteiligung nicht berechnet werden kann, eine Analyse des prozentualen Anteils an einer bestimmten Anteilsklasse ausreichend sein kann. Dann käme es darauf an, ob der Meldepflichtige 25% oder mehr an der betreffenden Anteilsklasse hält. Für SAFEs und andere (aktuell) nicht bestimmbare Anteile gibt es noch keine verbindlichen Aussagen. Teile des US-Beratermarktes wollen hier auf den Anteil am insgesamt eingesammelten Kapital abstellen.

**Meldefristen:** US-Gesellschaften, die nach dem 1. Januar 2024 gegründet werden, müssen ihre Meldung ("**BOI-Bericht**") innerhalb von 90 Tagen nach dem Gründungsdatum einreichen, während bestehende Gesellschaften bis Ende 2024 Zeit haben. Relevante Änderungen von Informationen in einem zuvor eingereichten BOI-Bericht müssen innerhalb von 30 Tagen nach der Änderung gemeldet werden; gleiches gilt, wenn das meldende Unternehmen erfährt, dass Informationen in früheren Berichten unrichtig sind oder Grund zu der Annahme hat, dass sie unrichtig sind.

#### 1.2.4 Weitere Praxisfragen bei der Ausgabe von Anteilen an der HoldCo

Obwohl die Ausgabe von Anteilen an einer HoldCo im Allgemeinen recht einfach ist (für die juristisch Interessierten: Anders als in Deutschland werden die Anteile nicht durch eine Kapitalerhöhung und anschließendem Zeichnungsschein ausgegeben, sondern durch einen Anteilskaufvertrag von der Gesellschaft direkt erworben), gibt es einige Fallstricke und Aspekte, über die sich Gründer im Klaren sein sollten. Die nachstehende Liste erhebt zwar keinen Anspruch auf Vollständigkeit, sollte Gründern aber einen guten Überblick über einige der wichtigsten Aspekte geben.

**US-Wertpapiermeldungen:** Wenn Unternehmen in den USA Wertpapiere (also insbesondere Anteile) ausgeben, müssen sie sicherstellen, dass die Ausgabe im Einklang mit den US-amerikanischen Bundes- und Landesgesetzen und -vorschriften zum Schutz von Investoren erfolgt. Der Securities Act 1933 schreibt vor, dass das Angebot beziehungsweise der Vertrieb von Wertpapieren bei der Securities and Exchange Commission ("**SEC**") registriert werden muss, es sei denn, es liegt eine Ausnahme von der Registrierungspflicht vor. Viele Unternehmen, die Eigenkapitalfinanzierungen durchführen, berufen sich auf die Safe-Harbor-Ausnahmen gemäß Regulation D des Securities Act 1933 (hier ist dann nur eine entsprechende Ausnahmeanzeige an die SEC zu machen). Jeder US-Bundesstaat verfügt über eigene Gesetze und Vorschriften, die von Unternehmen verlangen können, dass sie die Ausgabe von Wertpapieren an Anleger in diesen Staaten melden (dazu können übrigens auch u.U., Rechte unter typischen deutschen virtuellen Beteiligungsprogrammen gehören). Wie immer (nicht, dass wir hier voreingenommen wären...) sollte man also mit einem US-Rechtsberater zusammenarbeiten, um sicherzustellen, dass diese Unterlagen ordnungsgemäß ausgefüllt und innerhalb der entsprechenden Fristen eingereicht werden.

## Unverbriefte Anteile und elektronische

**Anteilszertifikate:** Wenn das Board zustimmt, dürfen Delaware-Gesellschaften anstelle von Anteilszertifikaten in Papierform sogenannte unverbriefte Anteile (Uncertificated Stock) oder lediglich elektronische Anteilszertifikate ausgeben. "Unverbriefte Anteile" bedeutet, dass ein Anteilszertifikat nicht an den Gesellschafter ausgegeben werden muss, um diesem das Eigentum an den Anteilen zu vermitteln. Stattdessen können Delaware-Gesellschaften einem Gesellschafter dann lediglich eine Mitteilung über die Ausgabe von Anteilen zusenden. Elektronische Anteilszertifikate enthalten dieselben Informationen wie ein Papierzertifikat, jedoch in elektronischer Form. Hier bieten zahlreiche Dienstleister Unterstützung beim Management des sog. Cap Table an und automatisieren die Ausgabe elektronischer Anteilszertifikate weitgehend und senken damit den Verwaltungsaufwand erheblich.

**Section 83(b) Elections:** Gründer sollten in Erwägung ziehen, innerhalb von 30 Tagen nachdem sie bzw. ihre Founder-Holding Anteile an einer US-Gesellschaft (wie einer HoldCo) erhalten haben und für die ein Vesting gilt, bei der US-Steuerbehörde IRS eine sogenannte Section 83(b) Election vorzunehmen. Wir entschuldigen uns dafür, dass es jetzt mal kurz sehr formalistisch wird, aber wir reden hier ja ggf. auch über erhebliche Summen...

Nach dem Steuerrecht der USA wird die Ausgabe von in ihrer Übertragbarkeit beschränkten Anteilen (zum Beispiel aus einer beschränkten Anteilszuteilung oder der vorzeitigen Ausübung von Optionen) selbst grundsätzlich nicht als steuerpflichtiges Ereignis angesehen. Stattdessen wird die betreffende Person zu den üblichen Einkommensteuersätzen (ein maximaler Bundessteuersatz von 37% zuzüglich ggf. auf Ebene des jeweiligen Bundesstaats anfallende Steuer) auf die Differenz zwischen dem Verkehrswert des Anteils zum Zeitpunkt des Vesting und dem von ihr gezahlten Betrag für den Anteil (d.h. dem "Spread", der in manchen Fällen null sein kann) besteuert, sobald der Anteil gevestet ist. Allerdings wird, wenn eine Section 83(b) Election rechtzeitig nach der Ausgabe der betreffenden Anteile eingereicht wird, die betreffende Person zu den üblichen Einkommensteuersätzen auf den Spread zum Zeitpunkt der Gewährung der Anteile besteuert, basierend auf dem Wert der Anteile zum Zeitpunkt der Gewährung, und nicht zu dem Zeitpunkt in dem die Anteile vesten. Eine spätere Wertsteigerung der Anteile ist in der Regel für eine günstigere Kapitalertragsbesteuerung berechtigt. Wenn

eine Person, die zum Zeitpunkt der Gewährung nicht der US-Besteuerung unterliegt (in diesem Kapitel der Einfachheit halber als "Nichtansässiger" bezeichnet), rechtzeitig eine Section 83(b) Election einreicht, sollte der Nichtansässige während des Vesting-Zeitraums nicht der normalen US-Einkommenssteuer unterliegen. Wenn der Nichtansässige jedoch nicht rechtzeitig eine Section 83(b) Election einreicht und während des Vesting-Zeitraums in den USA steuerpflichtig wird, wird dieser schon im Zeitpunkt des Vesting mit Blick auf die betreffenden Anteile mit dem normalen Einkommenssteuersatz besteuert.

Wenn der Nichtansässige während der Zeit, in der er die betreffenden Anteile an der HoldCo (indirekt) hält, möglicherweise US-Bürger oder in den USA ansässig wird oder anderweitig seinen Wohnsitz in die USA verlegt oder dort Dienstleistungen erbringt, sollte der Nichtansässige daher dringend in Erwägung ziehen, für seine Beteiligung eine Section 83(b) Election vorzunehmen.

Eine Section 83(b) Election muss innerhalb von 30 Tagen nach Erhalt der relevanten Anteile bei der US-Steuerbehörde (Internal Revenue Service Center) eingereicht werden, bei der der Steuerpflichtige normalerweise eine US-Bundeseinkommensteuererklärung einreichen würde. Obwohl die Section 83(b) Election selbst ein kurzes und einfaches Dokument ist, wirft sie für Nichtansässige besondere Fragen auf. Das liegt daran, dass die einschlägigen Vorschriften verlangen, dass der Nichtansässige eine US-Steueridentifikationsnummer ("ITIN") bei der Election angibt.

Nach unserer Erfahrung haben Nichtansässige typischerweise keine ITIN und sind, aufgrund der Komplexität des Antragsprozesses und der Sorge, dadurch in das Blickfeld der US-Steuerbehörden zu geraten, oft zögerlich eine zu beantragen. Der bloße Erhalt einer ITIN sollte einen Nichtansässigen jedoch nicht der US-Besteuerung unterwerfen. Allerdings haben wir die Erfahrung gemacht, dass die Verwaltungspraxis der IRS (Internal Revenue Service) bei Reaktionen auf ITIN-Anträge und Section 83(b) Elections von Nichtansässigen nicht immer einheitlich ist. So kommt es bisweilen vor, dass die IRS mit dem Erklärenden in Kontakt tritt, um abzuklären, dass keine US-Bundeseinkommensteuererklärungen von diesem eingereicht werden müssen.

Daher ist es vielfach empfehlenswert, dass der Nichtansässige eine ITIN beantragt, bevor er die Section 83(b) Election einreicht, insbesondere wenn es wahrscheinlich ist, dass dieser umziehen oder aus anderen Gründen während des Vesting-Zeitraums der Steuerpflicht in den USA unterliegen wird.

Da der oben skizzierte Prozess ziemlich formalistisch ist und Nuancen beachtet werden müssen, beispielsweise wenn die ITIN nicht rechtzeitig erteilt wird oder ein Nichtansässiger beschließt, eine Election ohne ITIN vorzunehmen, sollten Nichtansässige rechtzeitig einen US-Steuerberater konsultieren.

### 1.3 Gründung der OpCo

Die OpCo kann gegründet werden wie jede andere deutsche Gesellschaft auch. Die einzige Besonderheit ist, dass die HoldCo die einzige Gesellschafterin der OpCo ist, sodass die Officers der HoldCo diese im Gründungsprozess zu vertreten haben (meist reicht die Vertretung durch einen Officer).

## BRAUCHT ES WIRKLICH EINE (DEUTSCHE) OPCO?



Manche Gründerteams fragen sich, ob es wirklich einer OpCo bedarf. Das gilt insbesondere für Gründerteams, die kein Problem damit haben, sicherzustellen, dass die HoldCo nicht aus Deutschland heraus geführt wird, z.B. weil die Gründer (insgesamt oder überwiegend) in den USA sitzen. Reicht es dann nicht, wenn man die HoldCo als voll operative Gesellschaft aufsetzt? Ein ausländisches Unternehmen wie die HoldCo kann in Deutschland einfach eine Zweigniederlassung im Handelsregister eintragen lassen, anstatt eine eigene Tochtergesellschaft zu gründen. Jedenfalls in der Anfangsphase, wenn das Geld knapp ist und es vielleicht noch keine oder nur wenige Mitarbeiter vor Ort in Deutschland gibt.

Dies ist eine komplexe Frage, welche eine genaue Analyse des Einzelfalls erfordert und insbesondere auch von den Plänen für die Entwicklung des Start-ups abhängt. Dabei wird sich das Gründerteam u.a. folgende Fragen stellen müssen:

#### **Können wir die HoldCo wirklich aus den USA führen?**

Wenn die HoldCo eine reine Holdinggesellschaft bleibt, hat sie auch dann eine realistische Chance eine doppelte Steueransässigkeit in Deutschland und in den USA zu vermeiden, wenn sie von in Deutschland ansässigen Personen geführt wird (sofern die Geschäftsführung aus den USA heraus erfolgt). Wenn sie allerdings operativ tätig wird und praktisch täglich Geschäftsführungsmaßnahmen anstehen, wird ein in Deutschland ansässiges Gründerteam ein deutsches Finanzamt schwer davon überzeugen können, dass der Ort der Geschäftsleitung der HoldCo nicht in Deutschland liegt. Wenn die HoldCo außerdem bereits als steuerlich in Deutschland ansässig anzusehen ist und später den Ort ihrer Geschäftsleitung aus Deutschland herausverlegt, führt dies auch auf ihrer Ebene zu einer Wegzugbesteuerung.

**Wie sehen unsere Personalpläne für Deutschland aus?** Nur um einzelne Mitarbeiter in Deutschland einzustellen, bedarf es grundsätzlich keiner OpCo. Mitarbeiter können grds. auch über spezielle Dienstleister beschäftigt werden. Diese sog. Employer of Record stellen den in Deutschland sitzenden Mitarbeiter ein und überlassen ihn im Rahmen einer sog. Arbeitnehmerüberlassung dem Start-up, ohne dass dieses eine deutsche Tochtergesellschaft braucht.

Dieser Ansatz hat aber seine Grenzen, je nachdem welche Art von Personal und für welchen Zweck das Start-up in Deutschland sucht. Dabei sind es gar nicht so sehr die Kosten, welche der Dienstleister verlangt (dies sind die gehaltsbezogenen Kosten des Mitarbeiters und eine Service-Gebühr). Vielmehr werden gerade Wissensarbeiter u.U. Reputationsthemen mit einem Status als Zeitarbeiter haben und es gilt zu bedenken, dass die maximale Dauer einer Arbeitnehmerüberlassung in Deutschland 18 Monate beträgt. Soll der betreffende Mitarbeiter danach weiter für das Start-up tätig werden, muss er von diesem fest angestellt werden.

#### **Legt das Geschäftsmodell eine lokale Tochtergesellschaft nahe?**

Wo sitzen die Kunden und was erwarten diese? Fühlen sich die (erhofften...) Kunden des Start-ups wohl, mit einer US-Gesellschaft zu kontrahieren oder werden sie aufgrund Marktusancen etc. einen deutschen Vertragspartner bevorzugen?

Wird bei einem Eintritt in den deutschen Markt eine eigene Tochtergesellschaft gegründet, wird dies oft als ein stärkerer Indikator für eine robuste und dauerhafte Präsenz auf dem deutschen Markt angesehen. Der Abschluss eines Vertrages mit einer ausländischen Gesellschaft könnte dagegen als risikoreicher angesehen werden, da sie sich schnell vom deutschen Markt zurückziehen kann.

Obwohl Deutschland kein besonders prozessfreudiges Land ist, bietet eine separate juristische Person einen zusätzlichen Schutz, da die Haftung der HoldCo im Allgemeinen auf das Stammkapital der OpCo beschränkt ist, während die HoldCo ohne eine separate juristische Person direkt haften würde.

**Wo soll die IP liegen?** Gibt es eine OpCo und hat diese Mitarbeiter angestellt, welche IP schaffen, stellt sich die Frage, wo dieses IP "sitzen" soll. Das kann bei der GmbH sein oder, wenn die GmbH mit der amerikanischen Mutter eine entsprechende Vereinbarung schließt, bei der Muttergesellschaft (in größeren Unternehmensgruppen wird das IP bisweilen auch aus primär steuerlichen Gründen in einem Gruppenunternehmen gebündelt). Dies ist eine durchaus komplexe Frage, welche im Einzelfall zu prüfen ist.

Als OpCo bieten sich eine GmbH oder eine UG (haftungsbeschränkt) an. Beide Gesellschaftsformen unterscheidet vor allem, dass das Mindeststammkapital einer GmbH EUR 25.000 beträgt, wohingegen bereits ein Euro für eine UG (haftungsbeschränkt) theoretisch ausreicht (auch wenn in der Praxis in der Regel eine etwas höhere Stammkapitalziffer gewählt wird).

Sobald der Entschluss zur Gründung der OpCo getroffen wurde, muss die Gründungsurkunde mit dem ersten Gesellschaftsvertrag aufgesetzt und notariell beurkundet werden. Anschließend werden die Geschäftsführer der OpCo bestellt, bei denen es sich um die gleichen Personen wie bei den Directors oder Officers der HoldCo handeln kann, aber nicht muss.

Unsere Erfahrung mit dem Aufsetzen von Doppelstockstrukturen zeigt, dass sich Gründer oftmals gerade am Anfang für eine längere Zeit in den USA aufhalten und für eine notarielle Beurkundung der Gründungsdokumente in Deutschland dann möglicherweise nicht mehr kurzfristig greifbar sind. In einem solchen Fall kann ein bevollmächtigter Vertreter (z.B. ein Anwalt) die notarielle Beurkundung der OpCo-Gründung für die HoldCo wahrnehmen. Das deutsche Recht schreibt vor, dass eine für die Gründung einer deutschen GmbH erteilte Vollmacht selbst von einem Notar beglaubigt werden muss. Dies kann auch ein Notar in den USA sein (dann ist weiterhin noch eine Apostille beizubringen). Während die Gründung auf Basis einer Vollmacht erfolgen kann, sind die Erklärungen der für die OpCo zu bestellenden Geschäftsführer gegenüber dem Handelsregister jedoch vertretungsfeindlich, hier müssen die designierten Geschäftsführer selbst vor einem Notar erscheinen. Auch dies kann mit gewissem Aufwand vor einem Notar im Ausland geschehen.

Als Nächstes muss die HoldCo als Alleingründerin der OpCo die Mindesteinlage in Höhe von mindestens der Hälfte des Stammkapitals einzahlen (Annahme ist hier, dass wie in der Praxis üblich eine Bargründung der OpCo erfolgt). Wenn beispielsweise die OpCo ein Stammkapital von EUR 25.000 hat (das Mindeststammkapital für eine GmbH), müssen in diesem Stadium zunächst nur EUR 12.500 eingezahlt werden.

Schließlich müssen die Geschäftsführer der OpCo die Eintragung der Gesellschaft ins Handelsregister beantragen. Nach erfolgter Eintragung besteht die OpCo als GmbH oder UG (haftungsbeschränkt) und die HoldCo als einzige Gesellschafterin der OpCo haftet grds. nur noch beschränkt auf das Stammkapital der OpCo.

---

## 2. FLIP

Kommen wir endlich zum berühmten Flip. Wie schon erwähnt, versteht man unter einem Flip die Überführung eines deutschen Start-ups in eine US-amerikanische (Holding-) Struktur. Hierbei "tauschen" die Gesellschafter ihre Anteile an der unternehmenstragenden deutschen OpCo gegen Anteile an der US-amerikanischen HoldCo.

Für gewöhnlich verbleiben Vermögensgegenstände, IP-Rechte und Arbeitnehmer bei der OpCo, während die HoldCo die Rolle einer reinen Holding- bzw. Management-Gesellschaft übernimmt. Zwar geht die HoldCo bisweilen auch operative Geschäftsbeziehungen mit Kunden in den USA ein, allerdings empfiehlt es sich häufig, eine neue US-Gesellschaft unter der HoldCo, also eine Schwestergesellschaft der OpCo, zu gründen, und das operative US-Geschäft in dieser Tochtergesellschaft zu konzentrieren. Insbesondere wenn die Gründer nicht in die USA ziehen, ist es oftmals erforderlich, die HoldCo im Wesentlichen auf zwei Aufgaben zu beschränken: Einwerben von Finanzmitteln (Fundraising) und das Aufsetzen eines Employee Stock Option Programs. Darüber hinaus wird die HoldCo dann nicht operativ tätig, um (Steuer-) Probleme zu mitigieren. Hintergrund ist, dass die HoldCo in Deutschland steuerlich ansässig wird, wenn sie aus Deutschland heraus geführt wird (also den zentralen Ort ihrer Geschäftsleitung im Inland hat). Dies lässt sich häufig eher vermeiden, wenn die Aufgaben der HoldCo eng begrenzt werden und diese dann nicht aus Deutschland heraus wahrgenommen werden (wir werden auf diesen wichtigen Punkt zurückkommen, siehe Kapitel A.III.3.2.).



Beim Flip werden den Gründern regelmäßig die folgenden Dokumente begegnen:

### Gesellschaftsrechtliche Dokumentation

<b>Action of Incorporator</b>	Einer der Gründer (dies kann auch ein US-Rechtsberater machen) in seiner Eigenschaft als sog. "Incorporator": <ul style="list-style-type: none"> <li>• bestellt die ersten Mitglieder des Boards of Directors; und</li> <li>• beschließt die sog. Bylaws.</li> </ul>
<b>Charter</b>	Die HoldCo wird mit der Einreichung ihrer sog. Charter beim State Secretary rechtlich existent. Unter anderem legt die Charter die genehmigte Anzahl und Klasse von Anteilen der Gesellschaft fest.
<b>Bylaws</b>	Einer der Gründer als Incorporator und der Secretary der HoldCo (das ist einer ihrer Officer) zertifizieren die Bylaws der HoldCo.
<b>Stockholder Consent</b>	Die Gründer bzw. ihre Founder-Holdings als zukünftige Gesellschafter der HoldCo genehmigen den sog. Stock Plan und den Abschluss der sog. Indemnification Agreements sowie weitere organisatorische Maßnahmen.
<b>Initial Board Consent</b>	Das Board of Directors der HoldCo bestellt durch schriftlichen Beschluss die ersten Officers der HoldCo, genehmigt die erstmalige Ausgabe von Anteilen an die Gründer, bzw. ihre Founder-Holdings, den Abschluss der Indemnification Agreements sowie die Vornahme weiterer organisatorischer Maßnahmen.
<b>Securities Exchange Agreement</b>	Das Securities Exchange Agreement verpflichtet die Gründer bzw. ihre Founder-Holdings sämtliche ihrer Anteile an der OpCo im Gegenzug für die Ausgabe von Anteilen an der HoldCo an die HoldCo zu übertragen.
<b>Stock Restriction Agreements</b>	Die Stock Restriction Agreements regeln unter anderem das Vesting der Anteile der Gründer.
<b>Anteilsübertragungsvertrag</b>	Der Anteilsübertragungsvertrag vollzieht die im Securities Exchange Agreement vorgesehene Übertragung der OpCo an die HoldCo nach deutschem Recht und bedarf der Beurkundung durch einen deutschen Notar.
<b>Indemnification Agreements</b>	Siehe dazu im Kapitel A.IV.2.2.
<b>Stock Plan (ESOP)</b>	
<b>Stock Plan and Accompanying Documents</b>	Siehe dazu im Kapitel A.VI.
<b>Sonstige</b>	
<b>Application for EIN</b>	Die HoldCo muss eine Arbeitgeber-Identifikationsnummer (Employer Identification Number – EIN) bei der US-Steuerbehörde (Internal Revenue Service – IRS) beantragen. Die EIN ist u.a. für die Eröffnung eines Bankkontos erforderlich. Die EIN kann online beantragt werden, wenn der Antrag von einem Vertreter gestellt wird, der eine US-Sozialversicherungsnummer, eine EIN oder eine individuelle Steueridentifikationsnummer (Individual Tax Identification Number – ITIN) besitzt. Bei Online-Beantragung wird die EIN sofort ausgestellt. Für weitere Informationen siehe Kapitel A.III.1.2.4.
<b>Section 83(b) Elections</b>	Siehe oben unter Kapitel A.III.1.2.4.



## 2.1 Was passiert beim Flip?

### 2.1.1 Überblick

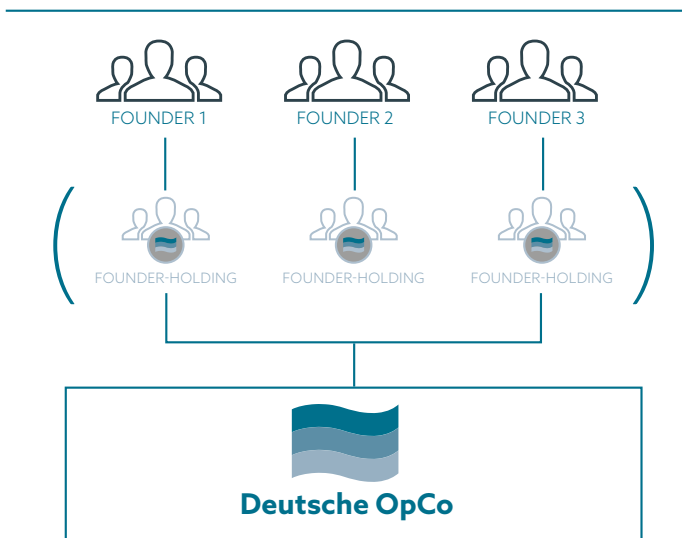
Nachfolgend zunächst ein kurzer und vereinfachter Überblick der typischen Schritte bei einem Flip. In den folgenden Kapiteln werden wir dann noch einige Details ergänzen. Welches die beste Transaktionsstruktur ist, lässt sich jedoch nur im konkreten Einzelfall beurteilen. Gründer und Investoren sollten daher einen erfahrenen Berater an Bord holen, der sowohl das deutsche als auch das US-amerikanische Steuer- und Gesellschaftsrecht überblickt und eine an die konkreten Bedürfnisse angepasste Transaktionsstruktur empfehlen kann.

**Schritt 1:** Die HoldCo wird errichtet, gibt aber zunächst keine Anteile an die Gesellschafter aus.

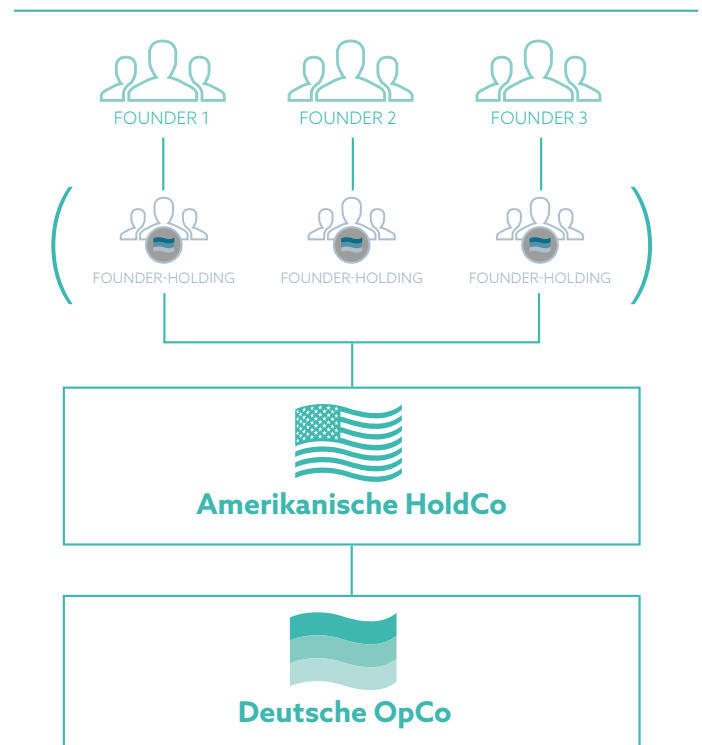
**Schritt 2:** Die Gesellschafter der OpCo (d.h. die Gründer bzw. ihre Founder-Holdings und, sofern vorhanden, Bestandsinvestoren, die bereits Anteile (nicht Wandeldarlehen) halten) verpflichten sich, ihre Anteile an der OpCo gegen Anteile der HoldCo derselben Anteilsklasse zu tauschen.

**Schritt 3:** Die Gesellschafter der OpCo übertragen 100% der Anteile an der OpCo an die HoldCo, indem sie einen von einem deutschen Notar beurkundeten Anteilsübertragungsvertrag mit der HoldCo schließen. Im Gegenzug gibt die HoldCo an die Gesellschafter der OpCo Anteile an sich aus. Bildlich gesprochen tauschen oder "flippen"/"swapen" die Gesellschafter ihre Anteile an der OpCo gegen Anteile an der HoldCo und die OpCo wird unter die HoldCo "umgehängt", womit sie die Tochtergesellschaft der HoldCo wird.

#### Gegenwärtige Struktur (OpCo)



#### Nach dem Flip (HoldCo)



## 2.1.2 Gründung der HoldCo

Für Einzelheiten zu der Gründung der HoldCo siehe bereits oben im Kapitel A.III.1.2. Die dort gemachten Ausführungen gelten unabhängig davon, ob die US-Doppelstockstruktur auf der grünen Wiese oder durch einen Flip entsteht.

## 2.1.3 Die Vereinbarung über den Anteilstausch (Securities Exchange Agreement)

Auch wenn die OpCo theoretisch sämtliche Vermögensgegenstände einfach auf die HoldCo übertragen könnte, ist es praktischer und bei einem Flip üblich, dass die Gesellschafter ihre Anteile an der OpCo in die HoldCo einbringen und im Gegenzug Anteile an der HoldCo erhalten. Die OpCo bleibt bestehen und erhält lediglich mit der HoldCo eine neue Alleingesellschafterin. So kann die OpCo ihr laufendes Geschäft fortführen und bestehende Verträge mit Arbeitnehmern, Lieferanten und Kunden müssen nicht übertragen werden.

Hierbei erhalten die bestehenden Gesellschafter der OpCo Anteile an der HoldCo *pro rata* zu ihrer Beteiligung an der OpCo. Statt einer Barzahlung übertragen sie als Gegenleistung ihre OpCo-Anteile an die HoldCo. Die Einzelheiten werden in einem sogenannten Securities Exchange Agreement zwischen der HoldCo und den bestehenden Gesellschaftern der OpCo geregelt, welches im Regelfall dem Recht des Bundesstaats Delaware unterliegt.

Der im Securities Exchange Agreement vorgesehene Anteilstausch wird durch Abschluss einer notariell beurkundeten Anteilsübertragungsvereinbarung zwischen den Gesellschaftern der OpCo und der HoldCo nach deutschem Recht vollzogen, mit dem sämtliche Anteile an der OpCo an die HoldCo übertragen werden.

Sollte die OpCo vor dem Flip noch keine Finanzierung von Investoren erhalten und deshalb nur Stammanteile ausgegeben haben, werden die Gesellschafter diese gegen Stammanteile (Common Stock) an der HoldCo "eintauschen". Bisweilen wird die OpCo jedoch bereits vor dem Flip in die USA von Business Angels oder auf Frühphasen spezialisierten VC-Investoren finanziert worden sein. In diesem Fall haben die Investoren vielleicht schon Vorzugsanteile an der OpCo erhalten und darüber hinaus möglicherweise weitere Sonderrechte vertraglich eingeräumt bekommen (z.B.

Liquidationspräferenzen, sog. Drag-Along Rechte oder Zustimmungsvorbehalte). Weil die Bestandsinvestoren diese Vorzugsrechte oft nicht werden aufgeben wollen, müssen ihre Vorzugsanteile wiederum gegen Vorzugsanteile an der HoldCo (Preferred Stock) eingetauscht werden. Allerdings empfiehlt es sich, diese Sonderrechte der Bestandsinvestoren bereits beim Flip mit den Interessen und Erwartungen der späteren US-Investoren abzugleichen und möglichst in Einklang zu bringen. Hier empfiehlt sich der Austausch mit einem erfahrenen US-Berater, der weiß, was in den USA marktüblich ist und was US-Investoren in den bevorstehenden Finanzierungsrunden erwarten werden. Es sollte wohlüberlegt sein, ob es sich lohnt, Zeit und Geld darin zu investieren, die bestehenden Vorzugsrechte und Corporate Governance der OpCo (die ja durchaus deutschen Marktstandards entsprechen mögen) auch auf Ebene der HoldCo zu etablieren, wenn solche Bestimmungen mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht mit den Vorstellungen zukünftiger US-Investoren zu vereinbaren sein werden (weil die VC-Märkte in den USA teilweise anderen Usancen folgen). Dabei lehrt uns die Erfahrung, dass es hier oftmals kosteneffizienter ist, sich von vornherein an den in den USA vorherrschenden Standards, also namentlich die NVCA Standarddokumentation zu orientieren<sup>9</sup>, als Regelungen aus deutschen Investitions- und Gesellschaftervereinbarungen mit einigem Berateraufwand zunächst in die HoldCo "hinüberzuretten", nur damit man dann in den nächsten, ja vermutlich von US-Investoren angeführten Finanzierungsrunden doch wieder bei der NVCA Standarddokumentation landet.

Vor diesem Hintergrund wollen wir uns kurz die in den USA üblichen (NVCA) Vereinbarungen ansehen.

9. In OLS#11 "Bridging the Pond" stellen wir die NVCA Standarddokumentation vor und erläutern, wo sie sich wie von deutschen Marktusancen unterscheidet, der Guide kann hier heruntergeladen werden: [media.orrick.com/Media%20Library/public/files/insights/2023/ols11-bridging-the-pond.pdf](https://media.orrick.com/Media%20Library/public/files/insights/2023/ols11-bridging-the-pond.pdf).

## 2.1.4 Typische Vereinbarungen in den USA (NVCA Standards)

VC-finanzierte US-Unternehmen haben regelmäßig die folgenden Dokumente; in der Praxis dominieren hier die von der NVCA herausgegebenen Muster, welche auf die Besonderheiten des Einzelfalls in begrenztem Umfang dann relativ effizient angepasst werden können.

**Certificate of Incorporation / Charter:** Das Certificate of Incorporation der Gesellschaft (auch als Charter bezeichnet) ist das einzige der hier vorgestellten fünf zentralen Dokumente, das öffentlich zugänglich ist. Das Certificate of Incorporation legt die Grundprinzipien des Unternehmens und einige der mit den Vorzugsanteilen verbundenen Rechte und Vorzüge fest, insbesondere die Rechte in Bezug auf Dividenden, Liquidationspräferenzen, bestimmte Zustimmungsvorbehalte und Anti-Dilution Protection. Wird eine neue Klasse von (Vorzugs-) Anteilen ausgegeben oder die Anzahl der genehmigten Anteile erhöht, müssen diese Änderungen im Certificate of Incorporation reflektiert werden (daher ist die Einreichung des geänderten und neu gefassten Certificate of Incorporation – in der Regel beim State Secretary of Delaware – der wesentliche erste Schritt beim Closing einer Finanzierungsrunde in den USA).

**Stock Purchase Agreement:** Die neuen Investoren und die Gesellschaft schließen ein Stock Purchase Agreement über den Erwerb von Vorzugsanteilen durch die Investoren ab. Dieses Stock Purchase Agreement legt unter anderem die Anzahl der von den Investoren gekauften Anteile und den hierfür zu zahlenden Kaufpreis fest. Hinzukommen können bestimmte von der Gesellschaft vor dem Vollzug zu erfüllende Bedingungen (Closing Conditions). Schließlich finden sich im Stock Purchase Agreement der meist sehr umfangreiche Katalog an von der Gesellschaft gegebenen Garantien (sowie die beschränkten Garantien der Investoren) nebst Regelungen zu den Rechtsfolgen einer Garantieverletzung. In einem Flip-Szenario, in dem auf der OpCo-Ebene bereits Vorzugsanteile bestehen und keine neuen Investoren auf der HoldCo-Ebene hinzukommen, tritt an die Stelle dieser Vereinbarung ein angepasstes Securities Exchange Agreement wie oben beschrieben.

**Investors' Rights Agreement:** Ein Investors' Rights Agreement gewährt Investoren bestimmte Rechte, zu denen in der Regel Informationsrechte, Bezugsrechte bei künftigen Ausgaben neuer Anteile und Rechte im Zusammenhang mit einer Börsennotierung von Anteilen der Gesellschaft (sog. Registration Rights) gehören. Anders als in Deutschland sind einige dieser Rechte in der Regel größeren Investoren (den sog. Major Investors) vorbehalten. Das Investors' Rights Agreement kann auch Bestimmungen über den für die Gründer geltenden Lock-up, das bei der Gesellschaft eingerichtete ESOP und Rechte zur Entsendung von Beobachtern in das Board of Directors der Gesellschaft enthalten.

**Voting Agreement:** In einem separaten Voting Agreement legen die Parteien fest, wie die Gesellschafter die Directors bestellen und abberufen. Diese Vereinbarungen enthalten in der Regel auch Bestimmungen über die Verpflichtung der Gesellschafter, für eine Exit-Transaktion zu stimmen (sog. Drag-along), sofern bestimmte Kriterien erfüllt sind (z.B. Zustimmung zur Transaktion durch das Board of Directors, eine Mehrheit der Stammanteile und eine Mehrheit der Vorzugsanteile).

**Right of First Refusal and Co-Sale Agreement:** Schließlich können die Parteien eine separate Vereinbarung über ein Vorerwerbsrecht und Mitverkaufsrechte abschließen. Hier haben dann meist zunächst die Gesellschaft und nachgelagert die Inhaber von Vorzugsanteilen (meist beschränkt auf die Major Investors) ein Vorerwerbsrecht, wenn die Gründer oder bestimmte andere Inhaber von Stammanteilen ihre Anteile an einen Dritten veräußern wollen. Alternativ dazu haben die Inhaber von Vorzugsanteilen ein Mitverkaufsrecht (auch hier ist dieses Recht in der Regel auf die Major Investors beschränkt), wenn die Inhaber von Stammanteilen diese veräußern wollen. Vorerwerbsrechte werden in den USA anders als in Deutschland meist nur den Inhabern von Stammanteilen auferlegt, während das Mitveräußerungsrecht meist nur die Major Investors begünstigt. In Deutschland ist der Anwendungsbereich des Vorerwerbs- und des Mitveräußerungsrechts dagegen meist weiter.



## WO FINDET SICH DENN JETZT WAS?

Die untenstehende Tabelle führt die wichtigsten wirtschaftlichen und kontrollbezogenen Regelungen auf, zu denen man üblicherweise etwas in einer VC-Finanzierungsrundendokumentation erwarten würde und erklärt, wo sich die betreffenden Regelungen in einer typischen Dokumentation in Deutschland und in den USA finden<sup>11</sup>:

Regelungsgegenstand	Relevante Regelungen finden sich in Deutschland hier	Relevante Regelungen finden sich in den USA hier
<b>REGELUNGEN ZUM KOMPLEX "WIRTSCHAFTLICHE TEILHABE"</b>		
Pre- und Post-Money Bewertung	Investment Agreement	Stock Purchase Agreement (die Pre-Money Bewertung findet sich hier indirekt im Kaufpreis für die neuen Anteile)
ESOPs, VSOPs und Co.	Investment Agreement (soweit die Programme für die Pre-Money Bewertung relevant sind) und Shareholders' Agreement (soweit es um die Implementierung, Änderung und die wirtschaftlichen Folgen der Programme geht)	Stock Purchase Agreement (hier geht es um die Größe des ESOP; weitere Regelungen finden sich dann aber nur in dem vom Board und den Gesellschaftern genehmigten Programm selbst)
Investmentsumme und Ausgabe neuer Anteile	Investment Agreement	Stock Purchase Agreement
Zahlungsmodalitäten und Verzugsregelungen	Investment Agreement	Stock Purchase Agreement
Secondary-Transaktionen	Investment Agreement (manchmal auch in separaten Vereinbarungen geregelt)	separate Vereinbarung
Garantien und Rechtsfolgen bei einer Garantieverletzung	Investment Agreement	Stock Purchase Agreement (etwaige Offenlegungen zu den Garantien finden sich in einem separaten Dokument (Disclosure Schedule))
Verwässerungsschutz (Anti-dilution Protection)	Shareholders' Agreement	Certificate of Incorporation
Vorzugsdividenden	Shareholders' Agreement	Certificate of Incorporation
Erlösvorzüge (Liquidation Preference)	Shareholders' Agreement	Certificate of Incorporation

11. Die Reihenfolge der Darstellung folgt dabei dem Aufbau unserer Publikation "OLNS#9 – Venture Capital Deals in Germany", welche die betreffenden Regelungen für Finanzierungsrunden in Deutschland im Detail vorstellt und hier heruntergeladen werden kann: <https://media.orrick.com/Media%20Library/public/files/insights/2021/OLNS9-VC-Deals-in-Germany.pdf>.



Regelungsgegenstand	Relevante Regelungen finden sich in Deutschland hier	Relevante Regelungen finden sich in den USA hier
---------------------	--	--

**REGELUNGEN ZUM KOMPLEX "KONTROLLE"**

Board (Zusammensetzung)	Shareholders' Agreement und Gesellschaftsvertrag	Voting Agreement
Vorzugsmehrheiten und Vetorechte für Investoren	Shareholders' Agreement, Gesellschaftsvertrag und (sofern einschlägig) Geschäftsordnung für die Geschäftsführung	Certificate of Incorporation (hier finden sich bestimmte wesentliche Zustimmungsvorbehalte (sog. Protective Provisions), Investors' Rights Agreement (hier finden sich, sofern einschlägig, die Angelegenheiten, für die eine Zustimmung des Boards inklusive Zustimmung bestimmter von den Investoren bestellter Director erforderlich ist)
Informations- und Überwachungsrechte	Shareholders' Agreement	Investors' Rights Agreement
Regelungen zu Anteilsübertragung	Gesellschaftsvertrag (Anteile sind in der Regel vinkuliert und jede Übertragung erfordert eine Zustimmung der Gesellschafterversammlung)	Eine der deutschen Vinkulierung vergleichbare Regelung gibt es in der Regel nicht (bisweilen finden sich hierzu Regelungen in den Bylaws)
RoFR	Shareholders' Agreement	Right of First Refusal and Co-Sale Agreement
Drag-along	Shareholders' Agreement	Voting Agreement
Tag-along	Shareholders' Agreement	Right of First Refusal and Co-Sale Agreement
Regelungen im Zusammenhang mit einem Börsengang (IPO)	Shareholders' Agreement (wenn es überhaupt Regelungen gibt)	Investors' Rights Agreement
Vesting und Leaver-Regelungen	Shareholders' Agreement	Diese Regelungen finden sich i.d.R. außerhalb der vorgenannten fünf zentralen Finanzierungsdokumente in einem sog. Founders' Common Stock Purchase Agreement oder einem Stock Restriction Agreement
ESG und Diversity (sofern relevant)	Shareholders' Agreement	Investors' Rights Agreement oder in einem Side Letter mit dem betreffenden Investor geregelt

### 2.1.5 Die Behandlung von Wandeldarlehen

Nochmal zur Erinnerung: Nach Umsetzung des Flips (und vor dem Einstieg neuer Investoren) soll die Gesellschafterstruktur der HoldCo die vor dem Flip bestehende Gesellschafterstruktur der OpCo widerspiegeln. Entsprechend sind im Zuge des Flips auch alle etwaig bestehenden Rechte, Anteile an der OpCo zu erwerben, in entsprechende Rechte auf Anteilswerb an der HoldCo zu überführen. Dies gilt insbesondere für der OpCo gewährte Wandeldarlehen. Nach der Umsetzung eines Flips sollten alle bestehenden Gesellschafter an der neuen

Muttergesellschaft des Darlehensnehmers (d.h. der HoldCo) beteiligt sein, die wiederum alle Anteile des Darlehensnehmers (d.h. der OpCo) halten sollte. Diese doppelstöckige Struktur würde komplizierter, wenn der Wandeldarlehensgeber in einer späteren Phase noch immer einen Anspruch auf Wandlung seiner Darlehensforderung nebst Zinsen in Anteile an der OpCo hätte. Auch aus der Perspektive des Darlehensgebers wäre dies oftmals wenig attraktiv, ist doch davon auszugehen, dass ein zukünftiger Exit auf Ebene der HoldCo und nicht der darlehensnehmenden OpCo stattfinden dürfte.



## NOCH EIN HINWEIS FÜR INVESTOREN, DIE DEN BAFA INVEST WAGNISKAPITALZUSCHUSS IN ANSPRUCH NEHMEN



Investoren in deutsche Start-ups, die dem Unternehmen ein Wandeldarlehen gewähren, können für ihre Investition den sogenannten BAFA INVEST Wagniskapitalzuschuss in Anspruch nehmen. Im Rahmen dieses Programms kann ein Investor unter bestimmten Voraussetzungen und vorbehaltlich bestimmter Obergrenzen und Beschränkungen unter anderem einen Zuschuss in Höhe von 15% auf ein Wandeldarlehensinvestment erhalten.

Solche Investoren sollten sich darüber im Klaren sein, dass nach dem Flip und einem "Tausch" ihres Wandeldarlehens gegen eine Convertible Note oder einen SAFE, wie in diesem Kapitel beschrieben, ihre Investition in die HoldCo nicht mehr für den Zuschuss in Frage kommt, da sie danach in ein US-Unternehmen investieren und das BAFA INVEST-Programm eine (direkte) Investition in ein deutsches Unternehmen erfordert. Dies bedeutet, dass sie alle bereits ausgezahlten Zuschüsse zurückzahlen werden müssen und dass ihre Investition nicht mehr für künftige Zuschüsse (wie den Exitzuschuss) in Frage kommt.

Hat der Investor unter Nutzung der BAFA INVEST Förderung echte Anteile erworben, müssen diese drei Jahre gehalten werden, in dieser Zeit also die Förderfähigkeit gegeben sein. Bei einem Wandeldarlehen beginnt diese Frist erst mit der Wandlung als dem Zeitpunkt des Anteilserwerbs.

Bitte beachtet, dass sich die obigen Ausführungen nur auf das BAFA INVEST-Programm beziehen. Die Auswirkungen eines Flips auf andere Förderprogramme sollten im Einzelfall geprüft werden.

- Zeitgleich mit der Vertragsübernahme, jedoch wieder mit Wirkung zum Vollzug des Flips, gibt die HoldCo ein Wandeldarlehen oder einen SAFE an den Darlehensgeber aus, mit einem Darlehensbetrag/Kaufpreis (*Purchase Amount*) in Höhe des Darlehensbetrags aus dem ursprünglichen Wandeldarlehen zuzüglich der bis zum Vollzug des Flips aufgelaufenen Zinsen und darüber hinaus zu Wandlungsbedingungen, die den im ursprünglichen Wandeldarlehen vereinbarten Bedingungen (weitestgehend) entsprechen.
- Die HoldCo und der Darlehensgeber vereinbaren, dass der in dem von der HoldCo an den Darlehensgeber ausgegebenen Wandeldarlehen/SAFE vereinbarte Darlehensbetrag/Kaufpreis vom Darlehensgeber nicht in bar erbracht wird, sondern durch Erlass der ursprünglichen Wandeldarlehensschuld sowie durch Erlass der Verpflichtung der HoldCo zur Rückzahlung des Darlehensbetrags und der darauf aufgelaufenen Zinsen (also der Verpflichtungen, die sie zuvor von der OpCo übernommen hatte).

Auch wenn es in der Praxis hier stets einer Einzelfallbetrachtung bedarf, kann ein "Tausch" der Wandeldarlehen auf Ebene der OpCo gegen ein neues wandelbares Finanzierungsinstrument auf Ebene der HoldCo oft wie folgt umgesetzt werden:

- Die HoldCo übernimmt zunächst mit Zustimmung des Darlehensgebers im Wege einer Vertragsübernahme mit schuldbefreiender Wirkung für die OpCo sämtliche Pflichten der OpCo aus dem ursprünglichen Wandeldarlehen, einschließlich der Verpflichtung der OpCo zur Rückzahlung des Darlehensbetrags und etwaiger aufgelaufener Zinsen mit Wirkung zum Vollzug des Flips.
- Sobald sie wirksam geworden ist, stellt die Übernahme aller Verpflichtungen der OpCo aus dem ursprünglichen Wandeldarlehen eine Einlage der HoldCo in die Kapitalrücklage der OpCo dar und ist somit steuerneutral für die OpCo.

## UND WENN NICHT ALLE MITSPIELEN?



Manchmal sind Darlehensgeber nicht bereit, ihre an die OpCo gewährten Wandeldarlehen gegen ein wandelbares Instrument auf Ebene der HoldCo zu tauschen. Da die meisten Start-ups das Darlehen vor dem Flip nicht zurückzahlen können, sollten solche Darlehensgeber mit Vorsicht behandelt werden. Wenn das Unternehmen den Flip vollzieht, ohne das Wandeldarlehen gegen ein wandelbares Instrument auf Ebene der HoldCo zu tauschen oder ohne vorher zumindest die Zustimmung des Darlehensgebers einzuholen, könnte der Darlehensgeber ggf. versuchen, ein außerordentliches Kündigungsrecht geltend zu machen und sofortige Rückzahlung des Darlehens zu verlangen. Ohne einen ausreichenden qualifizierten Rangrücktritt im Wandeldarlehensvertrag kann dies das Unternehmen dann der Gefahr einer Insolvenz aussetzen. Einige Darlehensgeber könnten auch damit drohen, das Darlehen in Anteile an der OpCo zu wandeln, um damit Lästigkeitswert auf dieser Ebene zu kreieren. Manchmal fordern Darlehensgeber, die ihre BAFA INVEST-Förderung aufgrund des Flips verlieren, bessere Konditionen für ihr im Tausch erhaltenes Wandelinstrument auf Ebene der HoldCo. Wenn es hart auf hart kommt, sollten Start-ups die ihnen zur Verfügung stehenden Optionen sorgfältig prüfen. Die Darlehensgeber müssen sich gleichzeitig bewusst sein, mit einer Beteiligung an der OpCo bei einem späteren Exit eine Ebene höher im Regen stehen zu bleiben und dass Sonderkonditionen für ihr Wandeldarlehen/ihren SAFE auf der HoldCo-Ebene für sie gleichfalls steuerliche Folgen haben können.

### 2.1.6 Die Behandlung von bestehenden VSOPs

Einige OpCos werden zum Zeitpunkt des Flips bereits ein virtuelles Mitarbeiterbeteiligungsprogramm ("VSOP") eingerichtet haben. Die Frage ist dann, was mit dem bestehenden VSOP geschehen soll. Die VSOP-Begünstigten sollen in der neuen Unternehmensstruktur weiterhin inzentiviert sein, während gleichzeitig keine Zahlungsverpflichtungen aus dem VSOP ausgelöst werden, bis ein Liquiditätsereignis auf der Ebene der HoldCo eintritt.

Eine (stringente) Option, mit dem bestehenden VSOP umzugehen, ist, alle virtuellen Anteile, die unter dem VSOP bestehen, mit Vollzug des Flips aus der Welt zu schaffen und sie gegen Optionen auf den Kauf von Stammanteilen (Common Stock) der HoldCo im Rahmen eines neuen Mitarbeiterbeteiligungsprogramms nach amerikanischem Vorbild auf der Ebene der HoldCo einzutauschen.

Faktoren wie die Bewertung der OpCo vor dem Flip, die Anzahl der bereits gevesteten virtuellen Anteile und die Mechanismen des bestehenden VSOP können jedoch dafür sprechen, das bestehende VSOP beizubehalten und stattdessen seine bestehenden Bedingungen zu ändern, um (weitgehend) die gleichen wirtschaftlichen Ergebnisse wie bei einem Austausch gegen Optionen auf der HoldCo-Ebene zu erzielen.

#### **Austausch von virtuellen Anteilen gegen Optionen auf der HoldCo-Ebene:**

Diese Umstrukturierung der bestehenden Mitarbeiterbeteiligung ist etwas komplexer und umfasst in der Regel die folgenden Schritte:

- Die VSOP-Begünstigten schließen mit der OpCo eine Vereinbarung über die Aufhebung ihrer ausstehenden virtuellen Anteile.
- Im Gegenzug gibt die HoldCo im Rahmen ihres neu geschaffenen Optionsprogramms Optionen zum Erwerb von Stammanteilen an der HoldCo an die VSOP-Begünstigten aus. Die Anzahl der gewährten Optionen, der Ausübungspreis und das Vesting für diese Optionen entsprechen (wirtschaftlich) im Wesentlichen den Bedingungen, die in der ursprünglichen VSOP-Vereinbarung des Begünstigten vereinbart wurden.

Die Annullierung bestehender virtueller Anteile auf der OpCo-Ebene und die Ausgabe von Optionen auf der HoldCo-Ebene bietet auch den Vorteil, dass die alten Zuteilungen an die Begünstigten im Rahmen des VSOP im Cap Table der HoldCo nach dem Flip zutreffend abgebildet werden können.

Es gibt gute Argumente dafür, dass der Tausch von virtuellen Anteilen unter dem VSOP gegen Optionen unter einem neu aufgelegten Mitarbeiterbeteiligungsprogramm auf HoldCo-Ebene keine deutschen Lohnsteuern auslöst, wenn der jeweilige Mitarbeiter (zu diesem Zeitpunkt) keinen Zahlungsanspruch unter dem VSOP gegen die OpCo hat (d.h. das VSOP noch nicht ausgelöst wurde).

**Änderung bestehender VSOP-Bedingungen:** Dieser Ansatz sieht vor, dass das VSOP bestehen bleibt, aber seine Bedingungen so geändert werden, dass die Zahlungsansprüche der VSOP-Begünstigten durch ein Liquiditätsereignis auf HoldCo-Ebene ausgelöst werden (statt durch ein Liquiditätsereignis auf OpCo-Ebene; nach einem Flip ist ein Liquiditätsereignis auf Ebene der OpCo auch eher unwahrscheinlich). Solche Änderungen umfassen in der Regel Folgendes:

- Die Definition von "Liquiditätsereignis", "Exit" o.Ä., als Auslöser für Zahlungsansprüche unter dem VSOP sollte mit den "(deemed) Liquidity Events" übereinstimmen, wie sie in den Finanzierungsvereinbarungen der HoldCo jeweils definiert werden.
- Die Zahlungsansprüche der VSOP-Begünstigten unter dem VSOP werden vom Wert eines Stammanteils der HoldCo abgeleitet (angesichts der unterschiedlichen Stückelung von Stammanteilen der OpCo und der Stammanteile der HoldCo erfordert dies in der Regel eine Überleitungsformel). Daher müssen bestehende Rechte aus dem VSOP in dem (fully-diluted) Cap Table der HoldCo berücksichtigt werden.
- Während die OpCo Hauptschuldnerin aller künftigen Zahlungsansprüche der VSOP-Begünstigten aus dem VSOP bleibt, tritt die HoldCo als Gesamtschuldnerin aller Zahlungsansprüche der VSOP-Begünstigten neben der OpCo dem VSOP bei.

Solche Änderungen sollten nicht zu deutschen Lohnsteuerproblemen führen, sofern das VSOP noch nicht ausgelöst wurde und keine Zahlungsansprüche der Begünstigten gegen die OpCo bestehen.

## 2.2 Von Anfang an auf den Flip vorbereiten

Ist ein Flip für ein Start-up in absehbarer Zeit eine realistische Option, kann man dies beim Aufsetzen einiger für das Start-up zentraler Dokumente bereits frühzeitig berücksichtigen und damit den Flip später leichter umsetzen:

- Beispielsweise kann der Flip in einem Wandeldarlehensvertrag auf Ebene der OpCo bereits berücksichtigt werden. Zunächst sollte hierin klargestellt werden (durch eine entsprechend saubere Definition, welche Ereignisse Wandlungsrechte auslösen), dass der Flip keinen Exit darstellt und deshalb keine Wandlung oder sogar Zahlungsansprüche auslöst (es liegt wirtschaftlich

kein Change-of-Control vor). Darüber hinaus kann der Vertrag bereits Regelungen vorsehen, wonach im Falle eines Flips der Darlehensgeber sein Wandeldarlehen mit dem Darlehensnehmer gegen eine wirtschaftlich gleichwertige Vereinbarung mit der neuen Muttergesellschaft (der HoldCo) zu "tauschen" hat. Im Idealfall kann dem Wandeldarlehensvertrag bereits das wandelbare Instrument der zukünftigen HoldCo, für das der Wandeldarlehensvertrag in einem Flip-Szenario ausgetauscht werden soll, dem Wandeldarlehensvertrag als Anlage beigefügt werden. Allerdings wird sich dieser Aufwand vielfach aus Sicht der Parteien nur lohnen, wenn der Flip absehbar ist.

- Ein Mitarbeiterbeteiligungsprogramm (in Deutschland sind diese üblicherweise als virtuelle und nicht als eigenkapitalbasierte Programme aufgesetzt) auf Ebene der OpCo sollte der OpCo das einseitige Recht geben, das Programm zu beenden und sämtliche hiernach bestehenden Ansprüche durch wirtschaftlich vergleichbare Ansprüche unter einem (eigenkapitalbasierten) Mitarbeiterbeteiligungsprogramm auf Ebene der HoldCo zu ersetzen. Als Alternative sollte die OpCo das Recht haben, das bestehende virtuelle Programm fortzuführen, aber Änderungen vorzunehmen, die nach einem erfolgten Flip erforderlich werden können, z.B. Abstellen auf Liquiditätsereignisse auf Ebene der HoldCo zur Begründung von Ansprüchen unter dem Programm. Bei Änderungen oder weitergehenden Restrukturierungen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen ist aber eine steuerrechtliche Prüfung im konkreten Einzelfall erforderlich. Weiter sollte das Beteiligungsprogramm klarstellen, dass ein Flip keinen Exit darstellt und deshalb keine Zahlungsansprüche der Begünstigten auslöst.
- Auch mag es sich in manchen Fällen anbieten, bereits in der Gesellschaftervereinbarung der OpCo Bestimmungen vorzusehen, wonach eine (qualifizierte) Mehrheit die Umsetzung des Flips verlangen kann und die Obstruktionsmöglichkeit der den Flip ablehnenden Minderheitsgesellschafter möglichst weit minimiert wird.

### 3. WESENTLICHE STEUERRECHTLICHE ASPEKTE

Damit wären wir schließlich bei der Achillesferse vieler US-Doppelstockstrukturen angekommen: Den Steuern.

“

Menschen, die sich über Steuern beschwerten, kann man in zwei Gruppen einteilen – Männer und Frauen.

*Unbekannt, Übersetzung des amerikanischen Originals durch die Autoren*

”

Zugegeben, das Thema mag zunächst furchtbar kompliziert und undurchsichtig erscheinen, aber es ist wichtig. Die steuerlichen Folgen einer US-Holdingstruktur können weitreichend sein. Es sollte immer anhand des konkreten Einzelfalls eine umfassende steuerliche Beratung erfolgen. Das gilt gleichermaßen für die Gesellschaft und die Gesellschafter. Entsprechend können wir hier nur einen kursorischen Überblick über einige zentrale Themen geben.

Wir werden zunächst die steuerlichen Themen beleuchten, die spezifisch für einen Flip sind, während wir in einem zweiten Schritt Steuerthemen vorstellen, die sowohl bei einem echten Flip als auch beim Aufsetzen einer US-Holdingstruktur auf der grünen Wiese relevant werden können.

#### Vorbereitung des US-Flips

Errichtung einer Holding-Gesellschaft (mittelbare Beteiligung)

Anpassung des Shareholders Agreements, ESOPs, etc.

Anpassung der Wandeldarlehensverträge

Übertragung der IP an OpCo

#### Tausch der Anteile an OpCo gegen Anteile an US-HoldCo (der "US-Flip")

**Mittelbare Beteiligung der Gründer an der OpCo:** durch den US-Flip entstehende Kapitalerträge unterliegen in Deutschland der Besteuerung auf Ebene der Holding-Gesellschaft bei einem Steuersatz von ca. max. 1.5% (inkl. Solidaritätszuschlag; ggfs. exkl. Kirchensteuer)

**Unmittelbare Beteiligung der Gründer an der OpCo:** durch den US-Flip entstehende Kapitalerträge unterliegen in Deutschland der Besteuerung auf Ebene der Gründer bei einem Steuersatz von bis zu max. 28.5% (inkl. Solidaritätszuschlag; ggfs. exkl. Kirchensteuer)

Verschiebung des Zeitpunktes der Besteuerung durch einen synthetischen Flip?

#### Doppelbesteuerungsthemen

**Ort der Geschäftsleitung der US-HoldCo in den USA:** Risiko der Doppelbesteuerung sollte gering sein

**Ort der Geschäftsleitung der US-HoldCo in Deutschland:** es kann zu einer **Doppelbesteuerung** kommen

**Ort der Geschäftsleitung der OpCo in Deutschland:** US-controlled foreign corporation-Regeln prüfen

**Ort der Geschäftsleitung der US-HoldCo in den USA:** **Besteuerungsrecht der USA** bezüglich bestimmter Gewinne neben der deutschen Besteuerung?

#### Mögliche Wegzugsbesteuerung beim Umzug von Gründern in die USA





### 3.1 Steuerliche Folgen eines Flips

Anders als bei einer Neugründung auf der grünen Wiese wird bei einem echten Flip die OpCo "bewegt", d.h. ihre Anteile werden übertragen. Eine solche Übertragung von Anteilen an der OpCo im Tausch gegen Anteile an der HoldCo löst Steuern aus und wirkt sich auf bestehende Verlustvorträge aus. In den folgenden Abschnitten werden die wichtigsten Erwägungen hierzu dargelegt, bevor wir kurz den "synthetischen Flip" vorstellen, ein Ansatz über einen aufgeschobenen Flip das "Dry Income" Problem des Flips zunächst zu vermeiden (allerdings um den Preis einer höheren Steuerbelastung in der Zukunft).

#### 3.1.1 Besteuerung eines Veräußerungsgewinns

Der Anteilstausch im Zuge des Flips erfüllt nach deutschem Steuerrecht als veräußerungsähnliches Ereignis einen Steuertatbestand. Anders als beim Anteilstausch unter Beteiligung von EU/EWR-Unternehmen ist eine steuerneutrale Buchwertfortführung bei einer Einbringung in eine US-Gesellschaft nicht möglich.

Unsere (zynischen, aber liebenswerten) Steuerkollegen bezeichnen dies als "trockenes Einkommen" (verbreiteter ist der englische Ausdruck vom "Dry Income", selten auch als "Phantom Income" bezeichnet), d.h. eine Situation, in der ein Steuerzahler im steuerlich relevanten Sinne Einkommen realisiert (und Steuern zu zahlen hat), ihm aber keine entsprechende Liquidität zufließt.

Somit werden die derzeitigen Gesellschafter der OpCo bei der Umsetzung des Flips einen steuerrelevanten Gewinn (Verlust) realisieren und zwar in Höhe der Differenz zwischen (i) dem "gemeinen Wert" der OpCo-Anteile und (ii) ihrem Buchwert und den Transaktionskosten (jeweils ermittelt auf den Zeitpunkt der Übertragung des dinglichen Eigentums oder, falls abweichend, des wirtschaftlichen Eigentums im Zuge des Flips).

Für deutsche einkommensteuerrechtliche Zwecke ist der gemeine Wert von Anteilen eines nicht börsennotierten Unternehmens in erster Linie von der Bewertung abzuleiten, die bei der Veräußerung von Anteilen an dem betreffenden Unternehmen in den vergangenen 12 Monaten zu Grunde gelegt wurde (dies kann die Bewertung bei der Anteilsausgabe im Rahmen von Finanzierungsrunden sein oder der Verkaufspreis bei Secondary Transactions). Hat es solche Veräußerungen

nicht gegeben oder kann der Wert nicht aus diesen Veräußerungen abgeleitet werden (keine fremdüblichen Bedingungen, Veräußerung von Anteilen einer anderen Anteilsklasse, etc.), ist der Wert auf Basis einer im allgemeinen Geschäftsverkehr für nichtsteuerliche Zwecke üblichen Bewertungsmethode zu ermitteln. Sollte dies ein Bewertungsgutachten erfordern, sollte dieses von einem anerkannten Bewertungsspezialisten angefertigt werden. Die Finanzverwaltung kann die Bewertungsmethode und die Annahmen des Bewertungsgutachtens hinterfragen (z. B. im Rahmen einer Betriebsprüfung) und einen abweichenden höheren Wert der GmbH und somit eine höhere Steuer festsetzen. Gegen eine solche Festsetzung könnten die Gesellschafter Rechtsmittel einlegen.

Hinsichtlich der effektiven Steuerlast unterscheidet sich die Situation, je nachdem ob es sich beim jeweiligen Anteilseigner der OpCo um

- eine deutsche Kapitalgesellschaft (wie z.B. eine Founder-Holding) oder
- eine der deutschen Besteuerung unterliegende natürliche Person handelt.

Kapitalgesellschaften sollten regelmäßig in den Genuss der üblichen deutschen Steuererleichterung kommen. Damit wären effektiv 95% aller Gewinne aus dem Flip steuerfrei, während die verbleibenden 5% das zu versteuernde Einkommen erhöhen würden. Ein Verlust wäre vollständig steuerneutral (kein Steuervorteil). Abhängig vom lokalen Gewerbesteuerhebesatz führt die 95%ige Steuerbefreiung bei einer deutschen Kapitalgesellschaft zu einer effektiven Besteuerung von ca. max. 1,5% des Gewinns aus dem Flip. Eine Ausnahme (mit der Folge voller Besteuerung und einer Effektivsteuerlast auf einen Gewinn aus dem Flip von ca. 30%) besteht unter Umständen für Banken, Finanzdienstleistungsinstitute, Versicherungen und einige weitere Unternehmen mit besonderem Geschäftsmodell in der Form der Körperschaft.

Handelt es sich bei dem Anteilseigner dagegen um eine natürliche Person, die der deutschen Besteuerung unterliegt und innerhalb der letzten fünf Jahre zu irgendeinem Zeitpunkt zu mindestens 1% an der OpCo beteiligt war, wäre sein Gewinn aus dem Flip nur zu 40% steuerfrei, womit die effektive Steuerlast häufig bis zu ca. 28,5% betragen würde (ggf. zzgl. Kirchensteuer).

### 3.1.2 Verlustvorträge

Regelmäßig wird die OpCo auch über (u.U. erhebliche) Verlustvorträge verfügen. Diese könnten normalerweise mit zukünftigen steuerpflichtigen Gewinnen der OpCo verrechnet werden. Nach deutschem Recht gehen solche Verlustvorträge vorbehaltlich bestimmter Ausnahmen wie der so genannten "Stille-Reserven-Klausel" vollständig verloren, wenn innerhalb von fünf Jahren mehr als 50% des Stammkapitals der OpCo veräußert oder anderweitig an einen Dritten übertragen werden. Es besteht also ein erhebliches Risiko, dass im Falle eines Flips sämtliche Verlustvorträge verloren gehen. Wir können an dieser Stelle nicht ins Detail gehen; der Vollständigkeit halber sei aber erwähnt, dass das deutsche Recht seit einigen Jahren auch die Möglichkeit vorsieht, unter bestimmten Voraussetzungen trotz der Übertragung der Anteilsmehrheit eine fortdauernde Nutzungsmöglichkeit von Verlustvorträgen zu beantragen.

### 3.1.3 Zeitliche Verschiebung des steuerbaren Ereignisses durch einen synthetischen Flip

Wie wir gesehen haben, kann die Umsetzung des Flips erhebliche Steuerlasten auslösen. Hinzu kommt, dass ein möglicher Exit noch in der Zukunft liegt und den Anteilseignern der OpCo daher vielfach die Mittel fehlen werden, die durch den Flip verursachte Steuerlast heute zu tragen. Hier kann sich ggf. ein sog. synthetischer Flip anbieten. Ein synthetischer Flip wird in der Praxis häufig durch ein sogenanntes Deferred Exchange Agreement umgesetzt und verschiebt größtenteils die (dann u.U. aber erheblich höhere) Steuerlast in die Zukunft, genauer gesagt, wenn ein Exit oder anderes Liquiditätsereignis ansteht.

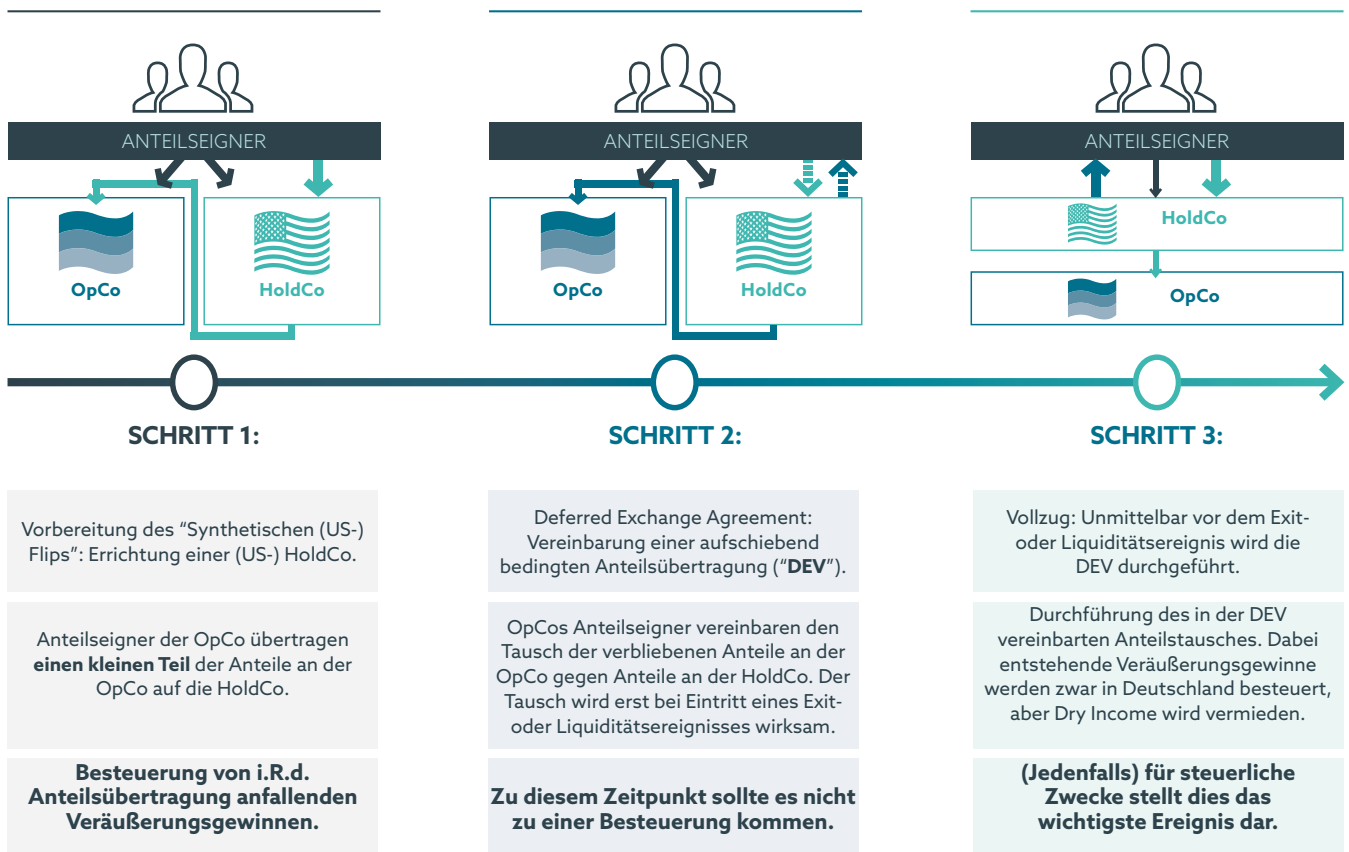
Kurzgefasst funktioniert der synthetische Flip wie folgt:

- Die Gesellschafter der OpCo bringen zunächst nur einen kleinen Teil ihrer OpCo-Beteiligung in die HoldCo ein und bleiben im Übrigen Gesellschafter der OpCo (nunmehr zusammen mit der HoldCo). Indem zunächst nur wenige Anteile eingebracht werden, kann die bei Einbringung entstehende Steuerlast niedrig gehalten werden.

- Die Gesellschafter der OpCo schließen ein sog. Deferred Exchange Agreement mit der HoldCo. Unter dieser Vereinbarung verpflichten sich die Parteien, die verbleibenden OpCo-Anteile gegen HoldCo-Anteile zu tauschen, wobei dieser Tausch erst unmittelbar vor einem Exit / Liquiditätsereignis (oder nach Ablauf einer bestimmten Zeitspanne) verlangt werden kann.

Dies lässt sich mit gegenseitigen Call- und Put-Optionen der OpCo-Gesellschafter und der HoldCo umsetzen. Nach deutschem Steuerrecht ist darauf zu achten, dass das wirtschaftliche Eigentum an den Anteilen nicht aufgrund wechselseitig eingeräumter Optionsrechte bereits durch Abschluss des Deferred Exchange Agreements übergeht. Insbesondere sollte darauf geachtet werden, dass Call- und Put-Optionen mit einem festen Kaufpreis sich zeitlich nicht überschneiden. Zur Absicherung der vorstehend skizzierten Struktur schließen die Parteien eine entsprechende Stimmvereinbarung für die HoldCo ab.

## Der "Synthetische (US-) Flip"



Man sollte allerdings im Hinterkopf behalten, dass ein synthetischer Flip zwar den Steuertatbestand weitestgehend in die Zukunft verschiebt, allerdings in vielen Fällen auch unter dem Strich zu einer insgesamt höheren Steuerlast führen kann. Vielfach wird im Zeitpunkt der Übertragung des Großteils der OpCo-Anteile an die HoldCo der gemeine Wert der OpCo-Anteile weiter gestiegen sein, was zu einer höheren Steuerlast führt. Allerdings fällt diese erst zu einem Zeitpunkt an, zu dem den Steuerpflichtigen durch den Exit (hoffentlich) entsprechende Liquidität zufließen wird. Der synthetische Flip erhöht auch die Komplexität der zu treffenden (Finanzierungs-) Vereinbarungen und später hinzutretende Investoren werden die mit dem synthetischen Flip (vermeintlich) einhergehende Transaktionsunsicherheit sich oft kritisch ansehen.

### 3.2 Steuerliche Folgen jeder Doppelstockstruktur

Während die oben skizzierte Dry Income-Problematik die Fälle betrifft, in denen die US/deutsche Holdingstruktur durch einen Flip entsteht, gibt es eine Reihe von steuerlichen Erwägungen, die für Doppelstockstrukturen generell gelten, gleich ob diese auf der grünen Wiese oder durch einen Flip entstehen.

Diese betreffen insbesondere die Zeit nach dem Aufsetzen der Struktur.

#### 3.2.1 Die steuerliche Ansässigkeit der HoldCo

Wie wir gesehen haben, wird die HoldCo nach dem Flip häufig eine reine Holdinggesellschaft ohne operative Geschäftstätigkeit sein, deren einziger Vermögenswert (zumindest anfänglich) ihre Beteiligung an der OpCo sein wird. Die Frage ist, welches Steuersystem für die HoldCo gilt, d.h. wird die HoldCo als in den USA oder in Deutschland steuerlich ansässig betrachtet? Die Tatsache, dass die HoldCo ein US-amerikanisches Unternehmen und in Delaware registriert ist, reicht allein nicht aus, um diese Frage zu beantworten. Stattdessen fragen die deutschen Steuerbehörden nach dem zentralen Ort der Geschäftsleitung (center-of-management) der HoldCo. Befindet sich der Ort der Geschäftsleitung in Deutschland, würde die HoldCo aus Sicht der deutschen Steuerbehörden als in Deutschland steuerlich ansässig gelten und der deutschen Besteuerung unterliegen.

Dies wiederum kann zu einer Doppelbesteuerung führen, da die US-Steuerbehörden die HoldCo aufgrund ihres Status als US-Unternehmen unabhängig vom Ort ihrer wesentlichen Geschäftstätigkeit als in den USA steuerlich ansässig betrachten. Dies mag harmlos klingen, hat aber erhebliche steuerliche und andere Konsequenzen, so dass Gründer hierauf genau achten sollten.

Es gibt keinen einfachen Test, um zu bestimmen, wo ein Unternehmen seinen zentralen Ort der Geschäftsleitung hat. Vielmehr wird der Ort der Geschäftsleitung im Wege einer ganzheitlichen Betrachtung ermittelt. Dabei kommt es auf den Ort oder die Orte an, an denen über einen gewissen Zeitraum die Geschäftsleitungsentscheidungen getroffen werden. Die Steuerbehörden werden nach dem Ort Ausschau halten, von dem aus die Mehrzahl der relevanten Managemententscheidungen im Namen der HoldCo getroffen werden. Bei der Bestimmung dieses Ortes werden die Steuerbehörden in der Praxis unter anderem Kriterien wie den physischen Ort der Sitzungen des Boards of Directors, den Wohnsitz der Directors, den Standort der Büros und ähnliche Dinge berücksichtigen. Diese Kriterien sind komplex und sollten im Detail geprüft werden. Um nach der Gründung des Unternehmens den Mittelpunkt der Geschäftsleitung der HoldCo in den USA zu gewähren, kann das Folgende als allgemeine Richtlinie dienen:

**Beschränkung der Rolle der HoldCo:** Wenn möglich, kann es ratsam sein, die Aktivitäten der HoldCo so weit wie möglich zu beschränken, z.B. auf die Mittelbeschaffung, die Ausgabe von Anteilen oder Optionen unter einem ESOP an Mitarbeiter und Partner, die Verwaltung der OpCo und ggf. weiterer Tochtergesellschaften sowie die Beauftragung bestimmter Dienstleister, soweit diese für die vorgenannten Aktivitäten notwendig sind.

**Ort der Entscheidungsfindung und Dokumentation:**

Alle relevanten Entscheidungen der Directors und Officers der HoldCo werden dann außerhalb Deutschlands und idealerweise auf US-amerikanischem Boden getroffen. Zu den relevanten Entscheidungen gehören typischerweise (keine abschließende Aufzählung):

- Beschlüsse des Boards of Directors;
- die entscheidende Phase von Verhandlungen mit Investoren (und, sofern die HoldCo operativ tätig ist, auch Kunden und Lieferanten usw.);

- die Unterzeichnung von Dokumenten;
- die Erstellung und Genehmigung von Jahresabschlüssen;
- die Einreichung von Steuererklärungen; und
- die Vornahme anderer formaler Unternehmensmaßnahmen für die HoldCo.

Entscheidungen gelten als dort getroffen, wo sich die Personen, die die Entscheidung treffen, zum Zeitpunkt der Entscheidung physisch befinden. Dies gilt auch für Entscheidungen, die über Zoom oder andere Online-Meeting-Tools getroffen werden. Auch bei Beschlussfassung in Textform (z.B. über DocuSign oder vergleichbare Dienste) fragen die deutschen Steuerbehörden, von wo der betreffende Director den Dienst genutzt hat. Kann bei einer relevanten Beratung oder Beschlussfassung ein Director Deutschland nicht verlassen, sollte erwogen werden, ihn – sofern möglich – aus dem entsprechenden Prozess zu nehmen.

Der Ort der tatsächlichen Entscheidungsfindung sollte dokumentiert werden, z.B. in Protokollen oder elektronischen Dokumenten, und die Reisepläne für die Directors und Officers der HoldCo sollten sorgfältig aufbewahrt werden.

Langfristig sollte eine physische Präsenz der HoldCo in den USA (Büros, einschließlich HomeOffice, mögliche andere Standorte) und perspektivisch die Ernennung von den in den USA ansässigen Directors und Officers erwogen werden.

**Externe Steuerberatung:** Ein qualifizierter Steuerberater sollte mit der Buchhaltung und der Erstellung und Einreichung der Steuererklärungen für die OpCo und die HoldCo beauftragt werden. Es ist ratsam, denselben deutschen Steuerberater damit zu beauftragen, die oben genannten Fragen zur steuerlichen Ansässigkeit der HoldCo regelmäßig zu überprüfen, insbesondere wenn sich die Umstände ändern, und zu beurteilen, ob die HoldCo (nunmehr) Steuererklärungen in Deutschland einreichen muss oder nicht.



### 3.2.2 Wegzugsbesteuerung der Gründer

Im Rahmen des Aufsetzens einer US-deutschen Doppelstockstruktur könnten sich die Gründer dazu entschließen, dass zumindest einer von ihnen in die USA ziehen sollte, um das Geschäft von dort aus zu führen (wie oben ausgeführt kann eine Bestellung dieser Person(en) zum Director und Officer der HoldCo dabei helfen, eine Steueransässigkeit der HoldCo in Deutschland zu vermeiden). Wenn Gründer Deutschland verlassen, um in die USA zu ziehen, kann dies allerdings zu einer Wegzugsbesteuerung führen. Folge einer Wegzugsbesteuerung ist eine fiktive Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften zu deren gemeinen Wert bei Wegzug, an denen der wegziehende Gründer in den letzten fünf Jahren mit mindestens 1% am Nominalkapital beteiligt war (z.B. Anteile an der HoldCo oder der Founder-Holding). Dadurch werden stille Reserven aufgedeckt und einer Besteuerung von bis zu 28,5% unterworfen (ggf. zzgl. Kirchensteuer).

Zu einer Wegzugsbesteuerung kommt es unter anderem dann, wenn eine natürliche Person (Gründer), die insgesamt mindestens sieben der letzten zwölf Jahre vor Wegzug in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtig war, ihren deutschen Wohnsitz und gewöhnlichen Aufenthalt (und damit die unbeschränkte Steuerpflicht im Inland) aufgibt.

**Beispiel:** Zwei Gründer sind zu je 50% an ihrem Start-up beteiligt. Entsprechend belaufen sich ihre Anschaffungskosten für die Beteiligung auf je EUR 12.500, also die Hälfte des Mindeststammkapitals, das für eine GmbH-Gründung zugesagt werden muss. Nach mehreren Finanzierungsrunden will das Start-up in die USA expandieren. Einer der Gründer, dessen Beteiligung nach der letzten Finanzierungsrunde EUR 1.000.000 wert ist, soll im Zuge dessen in die Bay Area ziehen, damit das Start-up mit einer glaubhaften "Silicon Valley Story" punkten kann. Auch wenn kein einziger Geschäftsanteil veräußert wird, können hierdurch im Zuge des Teileinkünfteverfahrens bis zu ca. EUR 280.000 (exklusive Kirchensteuer) an Steuern anfallen. Anders als bei der Aufdeckung stiller Reserven beim Flip hilft eine Founder-Holding hier nicht, die Steuerlast zu mindern. Die Wegzugsbesteuerung fällt dann mit Blick auf die Anteile des Gründers in der Founder-Holding an.

Dem Gründer bleiben aber noch einige Möglichkeiten, die Wegzugsbesteuerung zu vermeiden:

- Der Gründer behält einen Wohnsitz (je nach Einzelfall kann hierfür schon ein kleines Zimmer im Elternhaus mit Schlüsseln ausreichen) oder den gewöhnlichen Aufenthalt in Deutschland und behält seinen Lebensmittelpunkt in Deutschland. Je enger die Bindungen an Deutschland sind, desto einfacher lässt sich nachweisen, dass der Gründer seinen Lebensmittelpunkt nicht aus Deutschland verlegt hat. Liegt der Lebensmittelpunkt noch immer in Deutschland, kann der Gründer – je nach Doppelbesteuerungsabkommen zwischen Deutschland und dem Zielland – zeigen, dass er in steuerlicher Hinsicht Deutschland überhaupt nicht verlassen hat, sodass keine Wegzugsbesteuerung anfällt, so zumindest die Logik des deutschen Doppelbesteuerungsabkommens mit den USA.
- Besteht keine realistische Aussicht, einen deutschen Wohnsitz oder gewöhnlichen Aufenthalt sowie den Lebensmittelpunkt in Deutschland beizubehalten, kann der Gründer
  - die von ihm gezahlte Wegzugsbesteuerung zurückerstattet bekommen, wenn mehrere Voraussetzungen erfüllt sind, u.a. eine Rückkehr nach Deutschland innerhalb von sieben Jahren (bzw. auf Antrag max. 12 Jahre);
  - einen Antrag auf Stundung und Erlass der Wegzugsbesteuerung stellen, wenn mehrere Voraussetzungen erfüllt sind, u.a. eine Rückkehr nach Deutschland innerhalb von sieben Jahren (bzw. auf Antrag max. 12 Jahre) und (regelmäßig) die Stellung von Sicherheiten; oder
  - eine Zahlung in sieben zinslosen Jahresraten beantragen, wenn mehrere Voraussetzungen erfüllt sind, u.a. (regelmäßig) die Stellung von Sicherheiten.

Des Weiteren sollte darauf geachtet werden, den zentralen Verwaltungssitz der OpCo in Deutschland zu behalten, wenn der Gründer ins Ausland geht (die Frage nach dem zentralen Verwaltungssitz ist sowohl auf Ebene der HoldCo als auch der OpCo relevant). Wird der Ort der Geschäftsleitung der OpCo in die USA verlegt, kommt es regelmäßig auch auf Ebene der OpCo zu einer Besteuerung der stillen Reserven ihrer Wirtschaftsgüter (jedenfalls soweit Deutschland das diesbezügliche Besteuerungsrecht verliert).

Der Verwaltungssitz kann manchmal unbeabsichtigt verlegt werden, wenn Führungskräfte der OpCo ins Ausland ziehen. Dies ist aber unwahrscheinlicher, wenn die wegziehende Führungskraft statt geschäftsführender nur noch überwachende Funktionen wahrnimmt und/oder ein neuer Manager ihre Aufgaben übernimmt und glaubhaft dargelegt werden kann, dass er die wesentlichen Entscheidungen für die OpCo in Deutschland trifft.

**Besonderheiten für Flips:** Im Fall eines Wegzugs eines Gründers, der seine Anteile an OpCo (bis zum Flip) persönlich hält und kurz nach dem Flip in die USA zieht, sollte regelmäßig keine Wegzugsbesteuerung anfallen, da die stillen Reserven nur einmal (hier schon durch den Flip) besteuert werden. Der Wegzug führt dann nicht zu einer doppelten Besteuerung von stillen Reserven. Allerdings kann wie oben beschrieben auch in diesem Fall der Wegzug des Gründers nach dem Flip immer noch eine Wegzugsbesteuerung auf der Ebene seiner Founder-Holding (falls vorhanden) oder der OpCo auslösen. Dies kann verhindert werden, wenn in diesen Gesellschaften ein (weiterhin) von Deutschland aus tätiger Geschäftsführer installiert wird und der weggezogene Gründer sich auf die Aufsichts- und Weisungsrechte als Gesellschafter beschränkt.

---

## 4. AWV – IST DAS START-UP NOCH SO KLEIN

Manch Leser wird sich jetzt vielleicht fragen: "Ernsthaft?" Ein junges deutsches Start-up, das in eine US-Holdingstruktur flippt oder als solches auf der grünen Wiese aufgesetzt wird, kann tatsächlich für die deutsche Investitionskontrolle von Interesse sein? Es kann – jedenfalls unter gewissen Umständen. Auch wenn man vielleicht denken könnte, dass dies nach langweiligem Regulierungskram klingt, sollte man bedenken, dass ein Verstoß gegen diese Regeln eine Straftat darstellen kann. Vielleicht setzt man sich daher doch damit kurz auseinander. In diesem Kapitel geben wir einige grundlegende Hinweise, wann die deutschen Vorschriften für ausländische Direktinvestitionen relevant werden können und wie man einige Fallstricke umgehen kann (wie *Galadriel* einst sagte: "Möge es dir ein Licht sein an dunklen Orten, wenn alle anderen Lichter ausgehen").

### 4.1 Allgemeine Informationen

Um was geht es überhaupt, wenn wir über die Prüfung ausländischer Direktinvestitionen (oder "FDI-Kontrolle", wie faule Leute sagen würden) sprechen? Die FDI-Kontrolle soll verhindern, dass eine Transaktion die öffentliche Ordnung und Sicherheit Deutschlands beeinträchtigt. Klingt vage? Ist es in der Tat. Diese Beurteilung, die letztlich vom Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz vorgenommen wird, kann politischen Entscheidungen unterliegen, die oft im Verborgenen bleiben (d.h., es ist sehr wahrscheinlich, dass, sollte man sich zu einer Anmeldung entscheiden, man am Ende des Verfahrens nur eine kurze Entscheidung erhält, der Rest ist Schweigen).

Um die Frage zu beantworten, die wahrscheinlich für die meisten unserer Leser im Vordergrund steht: Wann kann ich diesen Teil überspringen?

Die FDI-Kontrolle gilt in der Regel<sup>13</sup> nicht, wenn ein nicht-deutscher oder nicht-EU-Investor weniger als 10% der Stimmrechte an dem deutschen Unternehmen erwirbt. Außer im Falle eines synthetischen Flips, den wir oben erörtert haben, erwirbt ein nicht-deutscher und nicht-EU-Investor (HoldCo) jedoch alle Anteile an einem deutschen Unternehmen (OpCo).

Darüber hinaus kann die deutsche Investitionskontrolle nur dann zum Tragen kommen, wenn die OpCo in bestimmten, in der deutschen Außenwirtschaftsverordnung aufgeführten Sektoren tätig ist (bzw. sein wird), wie z.B.:

- Herstellung oder Entwicklung von militärischen Gütern;
- kritische Infrastrukturen und zugehörige Software;
- Cloud-Computing-Dienste;
- medizinische Produkte oder Arzneimittel;
- Produkte, die künstliche Intelligenz nutzen;
- Kraftfahrzeuge oder unbemannte Luftfahrzeuge;
- Roboter; und
- IT-Produkte; und
- Waren für drahtlose oder drahtgebundene Datennetze.

<sup>13</sup>. Es ist zu bedenken, dass so genannte atypische Kontrollrechte greifen können, aber solche Details verdienen einen eigenen Ninja in unserer OLNS-Reihe. Nicht, dass wir es an dieser Stelle nicht erklären könnten, aber wie *Phoebe Buffay* (Friends) sagen würde: "O ich wünschte, ich könnte, aber ich möchte nicht".

Diese Kategorien werden eher weit ausgelegt. So kann beispielsweise auch Software, die theoretisch in kritischen Infrastrukturen eingesetzt werden kann, unter die oben genannten Kategorien fallen. Um zu verhindern, dass eine Investition insbesondere zu einem späteren Zeitpunkt noch Probleme mit den Behörden verursacht, mag es sich in bestimmten Fällen anbieten, eine Unbedenklichkeitsbescheinigung zu beantragen (was bis zu zwei Monate dauern kann, aber Rechtssicherheit bringt).

## 4.2 Ausnahmen

Das Gesetz sieht bestimmte Ausnahmen von der FDI-Anmeldepflicht vor, d.h. selbst in Fällen, in denen die OpCo in einem der oben genannten Bereiche tätig ist oder tätig werden wird, bedeutet das nicht zwingend, dass man eine US-Holdingstruktur erst aufsetzen kann, wenn die deutsche Aufsichtsbehörde grünes Licht gegeben hat. Allerdings ist Vorsicht geboten, denn die Ausnahmeregelungen sind recht komplex und erfordern unter Umständen eine vertiefte Prüfung im Einzelfall. Wenn dies nach schamloser Eigenwerbung klingt, sollte der Leser seinen Instinkten vertrauen...

**Der Flip:** Wie oben erwähnt, kann die Übertragung aller Anteile an einer bestehenden OpCo auf die HoldCo den deutschen FDI-Vorschriften unterliegen. In diesem Szenario greift auch eine vom Gesetz vorgesehene Befreiung bei internen Umstrukturierungen nicht. Dies liegt daran, dass eine solche Befreiung nur gilt, wenn alle beteiligten Parteien (d.h. OpCo und HoldCo) ihren Sitz in ein und demselben Land haben, was bei einer (US) HoldCo und einer (deutschen) OpCo offensichtlich nicht der Fall ist.

**Set-up auf der grünen Wiese:** Wenden wir uns nun einem Szenario zu, in dem es noch keine bestehende OpCo gibt, sondern nur ein aufstrebendes Gründerteam, das seine amerikanische/deutsche Holdingstruktur auf der grünen Wiese aufsetzt. Wenn man sich die Kategorien der Tätigkeiten ansieht, die ein verpflichtendes FDI-Verfahren zur Folge haben, könnte man vielleicht denken "Klar, unsere Produkte fallen genau da rein... sobald wir sie denn mal entwickelt haben." Die gute Nachricht ist, dass eine reine Greenfield-Transaktion, d.h. der Erwerb der Anteile an der deutschen Gesellschaft durch eine ausländische Gesellschaft im Rahmen der Gründung eines neuen Unternehmens oder zur Entwicklung eines neuen Projekts, nicht unter die deutsche FDI-Regelung fällt.

Gibt es also weder eine OpCo noch wurde etwa bislang relevante IP geschaffen, sollte in der Regel keine Anmeldepflicht greifen. Doch wo Licht ist, gibt es auch Schatten. Die deutsche Regierung prüft derzeit, ob solche Transaktionen auch grundsätzlich unter die Regelung für ausländische Direktinvestitionen fallen sollten. Damit soll vor allem verhindert werden, dass ausländische Unternehmen als relevant angesehene Ideen erwerben, bevor ein Produkt marktreif ist.

---

## IV. Grundlagen der Unternehmensführung in einer Doppelstockstruktur

Auf dem Weg zu einer erfolgreichen doppelstöckigen Struktur, mit der das Start-up sowohl auf dem deutschen als auch dem US-amerikanischen Markt tätig wird, gilt es verschiedene rechtliche Fallstricke im Blick zu behalten. Ist die Doppelstockstruktur einmal aufgesetzt, müssen die Gründer in zwei sehr komplexen Rechtssystemen agieren, die jeweils ihren eigenen Regeln folgen. In den folgenden Kapiteln möchten wir einige rechtliche Besonderheiten vorstellen, mit denen sich nach unserer Erfahrung viele Gründer und Investoren deutscher Tech-Unternehmen auseinandersetzen sollten.

### 1. GRUNDLAGEN UND WESENTLICHE UNTERSCHIEDE ZWISCHEN EINER GMBH UND EINER US-CORPORATION

Im amerikanischen Recht gibt es nur eine Form der Kapitalgesellschaft, die Corporation. Diese kann als *Close Corporation* eher personalistisch ("closely held" durch eine überschaubare Gruppe von Gesellschaftern) in Erscheinung treten oder als *Public Corporation* Anteile haben, die an einer Börse gehandelt werden. Die deutsche GmbH ist am ehesten mit der *Close Corporation* zu vergleichen. Nichtsdestotrotz gibt es Unterschiede zwischen beiden Gesellschaftsformen; die folgenden sind nach unserer Erfahrung aus der Sicht deutscher Gründer besonders relevant.

**Corporate Governance:** Nach dem amerikanischen Verständnis von Corporate Governance sind Eigentümerstellung und Unternehmensführung getrennt. Dabei geht man im Grunde von folgender Vorstellung aus (die man, wie wir ergänzen möchten, aber gerade bei Start-ups so in der Praxis nicht antrifft). Eine Gesellschaft steht üblicherweise im Eigentum verschiedener Anteilseigner, denen das erforderliche Know-how und aufgrund ihrer oftmals geringen Beteiligungsquote auch regelmäßig die Motivation fehlt, sich im Tagesgeschäft des Unternehmens zu engagieren. Deshalb ist es effizienter, Managementverantwortung an eine kleine Gruppe erfahrener Experten zu delegieren, deren alleiniger Fokus der Entwicklung des Unternehmens gilt.

US-amerikanische Gesellschaften sind pyramidenförmig strukturiert. Die Gesellschafter bilden das Fundament und haben das Recht, über bestimmte grundlegende

Maßnahmen abzustimmen und die Mitglieder des Boards of Directors zu bestimmen. Auf der nächsten Stufe steht das Board of Directors, dessen Rolle es ist, die Unternehmensstrategie und -politik zu entwickeln und bei Managemententscheidungen zu beraten. An der Spitze stehen die Officers, die für das operative Geschäft zuständig sind und die vom Board of Directors bestellt und abberufen werden.

Im Gegensatz zum doppelstöckigen Corporate Governance-Modell verschiedener Jurisdiktionen außerhalb der USA (z.B. Deutschland, wo in einer Aktiengesellschaft zwischen Vorstand und Aufsichtsrat unterschieden wird) herrscht in den USA ein einstufiges System vor. Dieses weist die primäre Kontrolle über die Gesellschaft entweder einer oder mehreren Personen zu, die zusammen das Board of Directors bilden. Das Board of Directors, das rechtlich verpflichtet ist, im besten Interesse der Gesellschafter zu handeln, überwacht die Geschäfte und Angelegenheiten des Unternehmens und ist verantwortlich für die Einstellung von Führungskräften, die dann das Tagesgeschäft leiten (siehe Kapitel A.IV.2.2.).

**Finanzverfassung:** Was die Finanzverfassung angeht, so gibt es nur bei der GmbH ein Mindeststammkapital von EUR 25.000. Eine Delaware Corporation hingegen kennt kein Mindestkapital, sondern nur ein sog. Stated Capital, das Auszahlungen an die Gesellschafter beschränkt. Einfach gesprochen ist das Stated Capital die Summe des Nennwerts aller zum Nennwert ausgegebenen Anteile und der Gegenleistung für die nicht zum Nennwert ausgegebenen Anteile, sofern diese nicht Teil der Rücklagen ist. Da das Board of Directors dafür verantwortlich ist, die Anteile auszugeben, kann es auch darüber entscheiden, welcher Teil der Gegenleistung dem Stated Capital und welcher Teil den Rücklagen zugeführt werden soll.

Des Weiteren steht den Gesellschaftern einer GmbH im Falle einer Kapitalerhöhung ein Bezugsrecht für die neuen Anteile zu, durch welches sie so viele Anteile zeichnen können, wie sie benötigen, um ihre prozentuale Beteiligung an der Gesellschaft ohne Verwässerung aufrechtzuerhalten.

Das Gesellschaftsrecht des Staates Delaware sieht kein derartiges Bezugsrecht vor. Die (Haupt-) Investoren (die Major Investors, s.o.) werden jedoch im Regelfall darauf bestehen, ein solches Bezugsrecht in den Finanzierungsvereinbarungen eingeräumt zu bekommen.

**Minderheitenschutz:** Zusätzlich genießen GmbH-Gesellschafter verschiedene unveräußerliche Rechte. Beispielsweise haben sie umfassende Informationsrechte gegenüber der Gesellschaft und können fehlerhafte Beschlüsse der Gesellschafterversammlung anfechten. Im Gegensatz hierzu können die Gesellschafterrechte in den USA deutlich weitreichender eingeschränkt werden. Vor diesem Hintergrund (und aus einer Reihe weiterer (steuer-) rechtlicher Unterschiede) sind etwa eigenkapitalbasierte Beteiligungsprogramme in den USA viel verbreiteter als in Deutschland (wo weiterhin die virtuellen Mitarbeiterbeteiligungsprogramme vorherrschen, auch wenn jüngst das Zukunftsfinanzierungsgesetz solche eigenkapitalbasierten Programme jedenfalls etwas attraktiver gemacht hat), weil die Minderheitsgesellschafter in den USA trotz ihrer Eigenkapitalbeteiligung weitestgehend von jeder Einflussnahme auf die Führung der Gesellschaft ausgeschlossen sind.

---

## 2. DAS BOARD OF DIRECTORS – WAS MAN BEACHTEN SOLLTE

### 2.1 Unterschiede der Board-Konzepte einer GmbH und einer Corporation

Einer der wesentlichen Unterschiede zwischen dem deutschen und amerikanischen Gesellschaftsrecht ist, dass amerikanische Gesellschaften ein einstufiges, deutsche Unternehmen hingegen ein doppelstöckiges Board-System haben. Das darf man nicht aus den Augen verlieren, wenn man von einem "Board" redet, wobei diese Bezeichnung bei deutschen Gesellschaften nicht eindeutig belegt ist und verschiedene Bedeutungen haben kann. Eine deutsche GmbH hat zunächst einen oder mehrere Geschäftsführer, die die Gesellschaft vertreten und für das Tagesgeschäft verantwortlich sind. Zudem kann ein Beirat als weiteres Gesellschaftsorgan eingerichtet werden, um die Geschäftsführer zu beraten und bestimmte Maßnahmen zu genehmigen, für die nach den entsprechenden

Vereinbarungen der betreffenden Gesellschaft die vorherige Zustimmung des Beirats erforderlich ist. In größeren GmbHs ist weiterhin ein Aufsichtsrat (mit weitergehenden Überwachungsaufgaben) zwingend vorgesehen. Dies ist die oben angesprochene Teilung der Funktionen Management und Kontrolle, welche hier zwei unterschiedlichen Gesellschaftsorganen zugewiesen werden.

**Die Rolle des Boards in einer Delaware Inc.:** In einer Delaware Corporation müssen die Geschäfte und Angelegenheiten der Gesellschaft vom Board of Directors oder unter der Leitung des Boards of Directors geführt werden. Dabei verfügen die Directors über einen breiten Ermessensspielraum, um zu entscheiden, wie sie diese Verantwortung wahrnehmen, einschließlich der Frage, welche Aufgaben an die Officers delegiert werden sollen. Dabei gilt es zu beachten, dass für die Directors einer Delaware Corporation auch Regelungen und Wertung des US-amerikanischen Wertpapierrechts und ggf. der Börsenregelungen Anwendung finden können.

Zu den Hauptaufgaben vieler Boards gehören:

- Überprüfung und Genehmigung der Jahresbudgets, der wichtigsten Strategien, Pläne und Ziele des Unternehmens, einschließlich des Business Plans und wesentlicher Budgets;
- Beratung und Anweisung der Unternehmensleitung, insbesondere des CEO, in wichtigen Fragen, die das Unternehmen betreffen;
- Überwachung der Leistung des Managements, Bewertung der Leistungen des Managements und Auswahl und Abberufung der Officers (einschließlich des President und CEO);
- Festsetzung der Vergütung von Führungskräften;
- Änderung der Charter und der Bylaws des Unternehmens;
- Genehmigung von Kapitalbeschaffungsmaßnahmen;
- Genehmigung der Ausgabe von Anteilen;
- Genehmigung von wesentlichen Verträgen;
- Genehmigung der Verschuldung des Unternehmens (z.B. Finanzierung einer Wandelanleihe oder einer Kreditfazilität);



- Genehmigung von M&A-Transaktionen oder anderen außergewöhnlichen Aktivitäten; und
- bei börsennotierten Unternehmen und nichtnotierten Unternehmen in der Spätphase: Einrichtung und Überwachung wirksamer Prüfungsverfahren, damit das Board angemessen über den Finanzstatus des Unternehmens informiert ist (einschließlich der Auswahl unabhängiger Prüfer und gegebenenfalls der Einrichtung von Prüfungsausschüssen).

Am Ende des Tages ist das Board of Directors für die Leitung und Überwachung der Geschäfte und Angelegenheiten des Unternehmens verantwortlich. Das Board of Directors delegiert die Befugnis zur Führung des Tagesgeschäfts an das Management und die Officers des Unternehmens. Insbesondere bei börsennotierten Gesellschaften und Start-ups in späteren Wachstumsphasen ist das Board of Directors zunehmend für das Thema Compliance verantwortlich und muss sicherstellen, dass das Unternehmen angemessene Vorkehrungen für die Einhaltung der Gesetze trifft (insbesondere durch die Etablierung entsprechender Unternehmensrichtlinien).

Das Board of Directors ist ein kollektives Entscheidungsgremium. Einzelne Directors handeln nicht im Namen des Unternehmens. Handlungen oder Genehmigungen müssen bei einer Sitzung (telefonisch, per Videokonferenz oder persönlich) vorgenommen werden. Das Board muss dabei beschlussfähig sein (was in der Regel die Anwesenheit/Teilnahme der Mehrheit der Directors voraussetzt).

## 2.2 Unterschiedliche Haftungsmaßstäbe und Fragen der Haftungsfreistellung

In diesem Kapitel geben wir zunächst einen allgemeinen Überblick über die Pflichten, die Directors und Officers und bis zu einem gewissen Grad auch die Mehrheitsanteilseigner einer Delaware Inc. beachten müssen, bevor wir uns einigen Start-up-spezifischen Fragen widmen. Abschließend wollen wir die Möglichkeiten erörtern, wie man einige Haftungsrisiken mindern kann, die für das Start-up Ökosystem der USA typisch sind. In einer anderen Publikation gehen wir näher auf die besonderen Herausforderungen und Haftungsrisiken bei einem Verkauf der Gesellschaft (insbesondere bei Distressed M&A) oder einer von Bestandsgesellschaftern (also Insidern) angeführten Downround ein und können daher an dieser Stelle auf die dortigen Ausführungen verweisen<sup>15</sup>.

### 2.2.1 Aufgaben und Pflichten der Directors und Officers in einer Corporation – ein Überblick

Das Recht des Staates Delaware legt den Directors, den Officers und in bestimmten Fällen den Mehrheitsgesellschaftern einer Delaware Inc. Sorgfalts- und Treuepflichten (die sog. Fiduciary Duties of Care and Loyalty) gegenüber ihrer Gesellschaft und deren Gesellschaftern auf.

**Sorgfaltspflicht (Duty of Care):** Die Directors und Officers sind verpflichtet, mit der Sorgfalt zu handeln, die eine in normalem Umfang vorsichtige und umsichtige Person an den Tag legen würde. Grobe Fahrlässigkeit ist der Maßstab, an dem die Gerichte in Delaware die Erfüllung der Sorgfaltspflicht messen, d.h. eine rücksichtslose Gleichgültigkeit gegenüber der Gesamtheit der Gesellschafter oder eine vorsätzliche Missachtung dieser oder ersichtlich unvernünftige Handlungen. Bevor sie eine geschäftliche Entscheidung treffen, sind die Directors daher verpflichtet, sich alle wesentlichen Informationen, die ihnen vernünftigerweise zur Verfügung stehen, zu verschaffen, sich (nach ihrem Ermessen) ausreichend Zeit zu nehmen, um die relevanten Fragen zu verstehen und zu prüfen, und, falls sie dies in ihrem Ermessen für erforderlich halten, den Rat von Experten (wie Rechts- und Finanzberatern) und den Officers einzuholen.

Nach dem Recht Delawares ist es zulässig (und in der Praxis für Start-ups üblich), im Certificate of Incorporation eine Bestimmung aufzunehmen, die die persönliche Haftung eines Directors für finanzielle Schäden aufgrund einer Verletzung der Sorgfaltspflicht ausschließt. Eine solche Klausel führt regelmäßig zur Abweisung der meisten Klagen, die eine Verletzung der Sorgfaltspflicht durch den Director in seiner persönlichen Eigenschaft geltend machen.

15. Siehe OLNS#11 "Bridging the Pond". Der Guide kann hier heruntergeladen werden: <https://media.orrick.com/Media%20Library/public/files/insights/2023/olns11-bridging-the-pond.pdf>.

**Treuepflicht (Duty of Loyalty):** Da die Gesellschafter zwar die eigentlichen Eigentümer des Unternehmens, aber mit Blick auf die Unternehmensstrategie und -leitung weitgehend machtlos sind, sichert die Treuepflicht die Verpflichtung der Directors und Officers, im besten Interesse der Gesellschaft und ihrer Gesellschafter zu handeln. Die Treuepflicht zielt darauf ab, das Unternehmen davor zu schützen, dass ein Director oder Officer das in ihn gesetzte Vertrauen zu seinem persönlichen Vorteil nutzt.

**Treu und Glauben (Duty of Good Faith):** In den vergangenen mehr als zehn Jahren haben Gerichte in Delaware darüber diskutiert, ob die Pflicht, nach Treu und Glauben zu handeln eine unabhängige Pflicht oder "nur" eine Ausprägung der allgemeinen Sorgfalts- und Treuepflicht ist. Die jüngste Rechtsprechung unterscheidet das Konzept von Treu und Glauben von der Sorgfalts- und von der Treuepflicht und ordnet Treu und Glauben als ein Element der Treuepflicht ein. Der Supreme Court of Delaware hat dabei nicht positiv definiert was Handeln in Treu und Glauben ist, sondern stattdessen als Negativbeispiele zwei Kategorien von bösgläubigem Verhalten herausgearbeitet. Die erste Kategorie umfasst Verhalten, das durch die konkrete Absicht motiviert ist, Schaden anzurichten. Unter der zweiten Kategorie wird Bösgläubigkeit dann angenommen, wenn der Betreffende vorsätzlich zu einem anderen Zweck als dem der Förderung der besten Interessen der Gesellschaft handelt, wenn er in der Absicht handelt, geltendes Recht zu verletzen, oder wenn er in Kenntnis einer bekannten Handlungspflicht nicht aktiv wird und seine Pflichten damit bewusst missachtet. Die letztgenannte Kategorie kann in Fällen vorliegen, in denen die Handlungen eines Directors einen höheren Verschuldensgrad als grobe Fahrlässigkeit vorweisen, ohne dass ein klassischer Eigeninteressenkonflikt vorliegt.



## ERFÜLLUNG DER SORGFALTS- UND TREUEPFLICHT - GENERELLE HINWEISE

Die Sorgfaltspflicht verlangt vom Board ein gewissenhaftes Vorgehen. Hier sind einige (Verfahrens-) Empfehlungen, um dieser Pflicht Genüge zu tun:

- Wende die erforderliche Aufmerksamkeit auf, die der Situation angemessen ist, und "mach deine Hausaufgaben".
- Lies alle Hintergrundinformationen, die dem Board of Directors zur Verfügung stehen.
- Nimm an allen Board- und (sofern relevant) Ausschusssitzungen teil und komm vorbereitet; nimm aktiv an den Sitzungen teil, diskutiere Vor- und Nachteile von Vorschlägen und äußere deine Bedenken.
- Die Directors müssen sich über alle wesentlichen Informationsquellen, die für sie mit zumutbarem Aufwand verfügbar sind, informieren, ehe sie eine Entscheidung treffen. Dies schließt auch, falls notwendig, die Einholung externen Expertenrats in Finanz-, Rechts-, Buchhaltungs- oder sonstigen Fragen ein. Die Directors können sich auf Aufzeichnungen und Berichte des Unternehmens oder von Experten und Fachleuten stützen, sofern sie insoweit in gutem Glauben handeln.
- Die Directors müssen sich ausreichend Zeit nehmen, um relevante Themen zu verstehen und abzuwägen sowie relevante Fragen zu stellen. Erkundige dich nach Themen, die Anlass zur Besorgnis oder zu weiteren Maßnahmen zu geben scheinen.
- Wende stets die Zeit für Beratungen auf, die der Tragweite der Entscheidung angemessen ist.
- Stelle dem Management und externen Experten Fragen, um einer Sache auf den Grund zu gehen und hake nach.
- Finde heraus, ob es zu einer vorgeschlagenen Handlung Alternativen gibt und bewerte diese.
- Sieh die Board- und Ausschussprotokolle sorgfältig durch und korrigiere diese falls notwendig.
- Lege Interessenskonflikte offen, wo dies angezeigt ist.

**Überwachungspflicht (Duty of Oversight):** Die Sorgfaltspflicht der Directors erstreckt sich auch darauf, zu überwachen, ob die Officers die ihnen zugewiesenen Aufgaben ordnungsgemäß ausführen. Diese Überwachungspflicht leitet sich aus den Sorgfalts- und Treuepflichten ab, wird aber von den Gerichten in Delaware nicht als eigenständige Treuepflicht anerkannt. Der Supreme Court of Delaware hat entschieden, dass ein Director z.B. dann gegen seine Überwachungspflicht verstößt, wenn er es gänzlich versäumt hat, ein Berichts- oder Informationssystem oder Kontrollen in seinem Unternehmen einzuführen oder ein solches System oder solche Kontrollen zwar eingeführt, es aber bewusst versäumt hat, das Unternehmen dann auch entsprechend zu überwachen und zu beaufsichtigen, wodurch er sich selbst daran hindert, über Risiken oder Probleme informiert zu werden, die seine Aufmerksamkeit erfordern.

**Offenlegungspflicht (Duty of Disclosure):** Wie die Überwachungspflicht ist auch die Offenlegungspflicht keine eigenständige Treuepflicht, sondern eine Unterkategorie der allgemeinen Sorgfalts- und Treuepflicht. Die Directors haben die Pflicht, alle wesentlichen Informationen gegenüber den Gesellschaftern offenzulegen, wenn sie deren Zustimmung anstreben (z.B. bei Aufrufen zur Stimmrechtsvertretung oder bei eigenen Angeboten).

## VERFAHRENSWEISE IM BOARD - ALLGEMEINE HINWEISE



Hier sind einige zentrale Regeln für die Vorbereitung und Durchführung von Board-Sitzungen, die dabei helfen sollen, rechtliche Risiken möglichst zu vermeiden:

- Verteile rechtzeitig vor den Sitzungen an die Directors die für die Tagesordnung relevanten Unterlagen, z.B. Kopien von Studien, Vereinbarungen, Berichten und anderen wesentlichen Unterlagen.
- Vertage die Sitzungen und tretet zu einem späteren Zeitpunkt wieder zusammen, wenn die Directors mehr Zeit benötigen, um die aufgerufenen Themen zu erörtern oder relevante Informationen zu prüfen.
- Sei dir bewusst, dass bei Rechtsstreitigkeiten die Directors wahrscheinlich aufgefordert werden, über den Ablauf und Inhalt der relevanten Sitzungen Auskunft zu geben.
- Die Protokolle der Board-Sitzungen sind die offiziellen Aufzeichnungen über die Arbeit des Boards und sollten mit der entsprechenden Sorgfalt erstellt und geprüft werden.
- Dokumente, auch Notizen und E-Mails, sollten sorgfältig erstellt und aufbewahrt werden. Auf diese Dokumente könnte in späteren gerichtlichen Auseinandersetzungen oder bei behördlichen Ermittlungen zurückgegriffen werden. Wenn du dich entschließt, Notizen von Board-Sitzungen (oder -Gesprächen) aufzubewahren oder Notizen zu von der Gesellschaft erhaltenen Materialien anzufertigen, stelle sicher, dass sie sachlich, genau, vollständig und frei von redaktionellen Kommentaren oder Aussagen sind, die, wenn aus dem Zusammenhang gerissen, missverstanden werden könnten.

## 2.2.2 Haftungsrisiken und Möglichkeiten der Reduktion von Haftungsrisiken

### Die Business Judgment Rule und die Entire Fairness

**Doctrine:** Eine Verletzung der Treuepflichten eines Directors oder Officers würde es den Anteilseignern der Gesellschaft (oder einem von ihnen) ermöglichen, einen Anspruch gegen den Director oder Officer persönlich geltend zu machen. Angesichts des breiten Spektrums dieser Pflichten (die von den Gerichten zudem noch fortlaufend weiterentwickelt und verfeinert werden) hat die Rechtsprechung die Business Judgment Rule als einen "sicheren Hafen" für die Directors und Officers entwickelt. Dadurch soll verhindert werden, dass aus Angst vor Haftungsrisiken die Entscheider eines Unternehmens quasi vor Angst erstarren und keine mutigen unternehmerischen Entscheidungen mehr treffen. Nach der Business Judgment Rule wird die Handlung eines Directors (oder eines Officers) als zulässig erachtet, wenn der Director auf der Grundlage von angemessenen Informationen, in gutem Glauben und in der tatsächlichen Überzeugung gehandelt hat, dass seine Handlung im besten Interesse des Unternehmens lag. Das Gesellschaftsrecht des US-Staates Delaware sieht ferner vor, dass sich die Directors in gutem Glauben auf Informationen, Einschätzungen, Berichte und Aussagen von Mitgliedern des Boards oder der Ausschüsse des Boards, Mitarbeitern des Unternehmens oder externen Dritten verlassen können, wenn diese Themen betreffen, von denen der Director begründeterweise annimmt, dass sie innerhalb der beruflichen oder fachlichen Kompetenz dieser Person liegen. Voraussetzung ist aber, dass die Person mit angemessener Sorgfalt von oder im Namen des Unternehmens ausgewählt wurde.

Unter der Business Judgment Rule getroffene Entscheidungen werden durch Gerichte grundsätzlich nicht in Hinblick auf ihre Richtigkeit geprüft, solange die klagende Partei nicht beweisen kann (und hierfür bedarf es jedenfalls überwiegender Wahrscheinlichkeit), dass die Entscheidung des Directors eine Treuepflicht verletzt hat. In bestimmten Ausnahmefällen kann die Entscheidung des Directors jedoch gerichtlich weitergehend überprüft werden; für diese strengere Gerichtsprüfung gibt es zwei praxisrelevante Fälle: (i) die sogenannte Entire Fairness Doctrine und (ii) den (sonstigen) erhöhten Prüfungsmaßstab (Enhanced Scrutiny Standard).

- Kann die Klägerin die Vermutung der Business Judgment Rule erfolgreich widerlegen, müssen die Directors die "**vollständige Fairness**" ihres Handelns beweisen. Das Gericht wendet den Entire Fairness-Maßstab zudem immer dann an, wenn ein Mehrheits- oder beherrschender Anteilseigner auf beiden Seiten einer Transaktion steht oder wenn die Mehrheit der Directors ein persönliches Interesse an der Transaktion hat. In diese Kategorie fallen einige für VC-finanzierte Start-ups durchaus relevante Fallgestaltungen, die wir an anderer Stelle vorgestellt haben<sup>17</sup>. Daher hier in aller Kürze nur folgender Hinweis: Jüngere Gerichtsentscheidungen in Delaware haben betont, dass die Entire Fairness Doctrine zwei Voraussetzungen hat: Einerseits ein faires Verfahren und andererseits einen fairen Preis. Die Überprüfung des fairen Preises erfordert, dass der Preis pro Anteil der höchste realistisch erzielbare Preis unter den gegebenen Umständen war, während die Prüfung des fairen Verfahrens den Zeitpunkt, die Struktur und die Art und Weise der Transaktion bewertet. Die Gerichte in Delaware haben herausgearbeitet, dass es zwar zunächst der Gesellschaft obliegt, die Fairness einer Transaktion darzutun, sich die Beweislast aber auf den Kläger verlagert, wenn die Gesellschaft ein unabhängiges Komitee von Directors zur Bewertung der Transaktion eingesetzt hatte oder wenn die Transaktion von einer Mehrheit der Minderheitsgesellschafter genehmigt wurde.
- **Der erhöhte Prüfungsmaßstab** (Enhanced Scrutiny Standard) ist ein Zwischenmaß, das zwischen der Business Judgment Rule und der Entire Fairness Doctrine liegt. Der erhöhte Prüfungsmaßstab wird von US-Gerichten u.a. in Fällen herangezogen, bei denen eine Mehrheitsbeteiligung am Unternehmen veräußert wird.

**Freistellungsvereinbarungen:** Unter bestimmten Umständen können die Directors ihre Haftung für Verstöße gegen ihre Treuepflichten ausschließen oder zumindest beschränken. Namentlich können sowohl die Directors als auch die Officers Freistellungsvereinbarungen (Indemnification Agreements) mit der Gesellschaft abschließen, in deren Rahmen die Gesellschaft auf ihre Kosten die betreffenden Directors und Officers gegen deren Inanspruchnahme durch Dritte verteidigen wird.

17. Siehe OLS#11 "Bridging the Pond". Der Guide kann hier heruntergeladen werden: <https://media.orrick.com/Media%20Library/public/files/insights/2023/ols11-bridging-the-pond.pdf>.



Derartige Freistellungsvereinbarungen führen dazu, dass das Unternehmen dem Director oder Officer die Kosten für Klagen erstattet, die sich aus ihren Handlungen im Rahmen ihrer Tätigkeit für das Unternehmen ergeben. Dadurch soll die Freiheit der betreffenden Personen gesichert werden, angemessene wirtschaftliche Risiken einzugehen. Wenn ein Director sämtliche Kosten selbst tragen müsste, wäre dieser zurückhaltender, die notwendigen Geschäftsentscheidungen zu treffen, unterstellt man würde überhaupt entsprechend qualifizierte und motivierte Menschen finden, die bereit wären, im klagefreudigen Amerika derartige Leitungsfunktionen zu übernehmen.

Üblicherweise umfassen Freistellungsvereinbarungen die folgenden Aspekte:

- **Von Dritten angestrengte Verfahren:** Das Unternehmen stellt den Director oder den Officer frei mit Blick auf Kosten, Urteile, Bußgelder, Vergleichszahlungen, die jeweils aus Klagen Dritter herrühren.
- **Verfahren durch oder für das Unternehmen:** Da das Verhalten der Directors oder Officers nicht nur Schadensersatzansprüche Dritter nach sich ziehen kann, sondern auch das Unternehmen selbst geschädigt sein kann, ist es von entscheidender Bedeutung, die Haftungsfreistellung auch auf diejenigen Kosten zu erstrecken, die dem Freistellungsbegünstigten aus oder im Zusammenhang mit durch oder für das Unternehmen angestrengte Verfahren entstehen.
- **Obsiegen im Verfahren:** Wenn der Director in der Sache oder anderweitig bei der Verteidigung eines Verfahrens durch das Unternehmen oder eine dritte Partei erfolgreich war, sind die Kosten, die sich aus dieser Klage ergeben, ebenfalls Teil einer üblichen Freistellungsklausel (nach dem nicht kodifizierten, aber weitgehend anerkannten Rechtsgrundsatz der sog. American Rule of Costs trägt in einem Zivilverfahren grds. jede Partei ihre Anwaltskosten selbst).
- **Zeugenaufwendungen:** Der Director kann sich auch an einem anderen Verfahren beteiligen, z.B. als Zeuge, so dass auch die entsprechenden Kosten von der Freistellungsvereinbarung gedeckt werden sollten.

Eine übliche Freistellungsvereinbarung – der von der NVCA veröffentlichte Standard<sup>19</sup> ist bei US-Start-

ups weit verbreitet – wird zudem festlegen, dass die Freistellung in dem nach geltendem Recht maximal zulässigen Umfang gewährt wird. Fällt ein Handeln des Directors nicht unter die Regelungen einer Freistellungsvereinbarung mit dem Unternehmen, kann der Director dennoch ggf. unter den Schutz einer vom Unternehmen abgeschlossenen Directors & Officer (D&O) Versicherung fallen.

Außerdem ist es üblich, den Directors einen Kostenvorschuss zu gewähren. Nach dem Recht von Delaware besteht ohne gesonderte Regelung gerade kein Anspruch auf einen solchen Vorschuss. Aber vor dem Hintergrund, dass ein Director oft nicht finanziell in der Lage sein wird, die Kosten eines Verfahrens selbst zu tragen, ist es ratsam, eine entsprechende Klausel in die Freistellungsvereinbarung aufzunehmen. Diese Bestimmung sollte festlegen, dass das Unternehmen verpflichtet ist, den Vorschuss in einem bestimmten Zeitraum (z.B. 30 Tage) nach der Benachrichtigung über die Klage zu zahlen. Um Unsicherheiten und Streitigkeiten zwischen der Gesellschaft und dem Director zu vermeiden, empfehlen wir auch, dass der Vorschuss unabhängig davon gewährt wird, ob der jeweilige Director die Kosten tragen könnte oder nicht.

---

## 3. CORPORATE OFFICERS

### 3.1 Einführung

Das Tagesgeschäft einer US-Gesellschaft wie der HoldCo obliegt weniger den Directors als vielmehr einer Klasse von Unternehmensvertretern, zu denen insbesondere die Officers gehören. Die Officers leiten ihre Autorität vom Board ab und werden durch einen Board-Beschluss bestellt.

Das Recht des Staates Delaware verlangt, dass es zwei Officers gibt, schreibt aber nicht vor, bestimmte Rollen für diese zu definieren. Die meisten Start-ups beginnen aber mit einem "President/CEO" und einem "Secretary", wobei beide Officer-Positionen von einer Person übernommen werden können. Unternehmen, die in Kalifornien tätig sind (auch wenn sie anderswo (z.B. in Delaware) gegründet wurden), müssen einen President, einen Secretary und einen Chief Financial Officer haben (auch hier kann eine Person mehrere oder alle diese Rollen übernehmen).

19. Siehe das Musterdokument unter: <https://nvca.org/model-legal-documents/>



## 3.2 Die Funktionen

### 3.2.1 President und CEO

Die oberste Managementfunktion überträgt das Board dem President oder CEO. Auch wenn einige Unternehmen die Position des President und die des CEO personell trennen (wobei man nicht allgemein sagen kann, welche Position grundsätzlich die weitreichenderen Befugnisse hat), nimmt in den meisten Unternehmen in der Frühphase eine Person beide Ämter wahr. Der CEO untersteht direkt dem Board of Directors und ist verantwortlich für die Umsetzung der vom Board festgelegten Strategien sowie für die Überwachung der Geschäftsleitung und der Vertreter des Unternehmens (Corporate Agents). Der CEO/President ist plastisch gesprochen das Gesicht des Unternehmens, von dem erwartet wird, für das Unternehmen Dokumente zu unterzeichnen. In vielen Start-ups ist der CEO auch Mitglied des Boards of Directors, oftmals sogar Vorsitzender des Boards (wobei es keine rechtliche Vorgabe gibt, dass ein Board einen Vorsitzenden haben muss).

### 3.2.2 Secretary

Einfach ausgedrückt bewahrt der Secretary die für die Unternehmensverfassung wesentlichen Unterlagen der HoldCo auf und muss die Gültigkeit dieser Dokumente bei verschiedenen Transaktionen, einschließlich Finanzierungsrunden, bescheinigen.

Für die juristisch Interessierten unter unseren Lesern (Obacht, es geht um das deutsche Notarwesen...): Um eine doppelstöckige Struktur mit einer deutschen OpCo zu errichten, ist der Secretary von besonderer Bedeutung: Sowohl bei der Neugründung einer GmbH als auch bei einem Flip sind ein deutscher Notar und das deutsche Handelsregister eingebunden. Jedes Mal, wenn der President oder CEO der HoldCo im Namen der Gesellschaft handelt, muss gegenüber dem Notar bzw. dem Handelsregister die Vertretungsberechtigung nachgewiesen werden. Da aber in den USA weder auf Staats- noch auf Bundesebene ein dem deutschen Handelsregister vergleichbares Register besteht, kann es mitunter Schwierigkeiten bereiten, diesen Nachweis zu erbringen.

An dieser Stelle kommt der Secretary ins Spiel: Der deutsche Notar und das Handelsregister akzeptieren regelmäßig eine Bestätigung vom Secretary (diese ist zu beglaubigen und für sie ist bei Beglaubigungen im

Ausland meist eine Apostille beizubringen) über die wirksame Vertretung der HoldCo durch den President und CEO oder jedes anderen Vertreters, für den der Secretary dies bestätigt. Und was ist mit Fällen, in denen der President/CEO und der Secretary dieselbe Person sind (wie oben gesagt, die Gesellschaft muss vielleicht zwei Officer bestellen, aber das kann auch dieselbe Person sein)? Kurioserweise kann der Secretary auf diese Weise auch sich selbst bescheinigen, dass er selbst in seiner Funktion als President oder CEO zur Vertretung der Gesellschaft berechtigt ist. Allerdings lehnen erfahrungsgemäß viele Notare oder Handelsregister eine solche Selbstbestätigung ab; dann kann die Stellungnahme oder Bestätigung durch einen externen (Rechts-) Berater Abhilfe schaffen.

### 3.2.3 Andere Funktionen

Die HoldCo kann eine Vielzahl weiterer Officers in verschiedenen Funktionen bestellen. Neben dem CEO und dem Secretary ist dies häufig der Chief Financial Officer/Treasurer, dem die Verantwortung für die Finanzen der HoldCo übertragen wird. Gerade in späteren Phasen der Unternehmensentwicklung ernennen viele Technologieunternehmen auch einen Chief Technology Officer oder einen Chief Legal Officer.

## V. Finanzierungsaspekte

Nachdem nunmehr die Doppelstockstruktur steht und wir uns mit der Corporate Governance der HoldCo vertraut gemacht haben, wenden wir uns in diesem Kapitel einigen wesentlichen Finanzierungsaspekten in der Anfangsphase jeder Doppelstockstruktur zu.

Ganz egal, wie gut eine Geschäftsidee auch sein mag: Ein wesentlicher Faktor für den Erfolg der meisten Start-ups ist die Fähigkeit, in der Früh- und Wachstumsphase die nötige Finanzierung einzuwerben. Da wir die Besonderheiten echter Eigenkapitalfinanzierungsrunden durch Anteilsausgabe (sog. "Priced Rounds") in den USA und die wesentlichen Unterschiede zur deutschen Marktpraxis bereits in einem anderen Guide detailliert vorgestellt haben<sup>21</sup>, konzentrieren wir uns hier auf die Finanzierung durch SAFEs als dem Mittel der Wahl für die ersten Finanzierungen in den USA.

### DAS ORRICK TOOLKIT FÜR SAFE-FINANZIERUNGEN



Wir haben ein Toolkit zusammengestellt, um Start-ups und Investoren die Möglichkeit zu geben, schnell und einfach die Bedingungen festzulegen, zu denen ein Unternehmen über SAFEs Geld einwerben soll. Das Toolkit ist hier verfügbar [www.orrick.com/en/tech-studio/forms/SAFE-Financing-Toolkit](https://www.orrick.com/en/tech-studio/forms/SAFE-Financing-Toolkit)

Im zweiten Teil dieses Kapitels werden wir uns mit einigen praktischen Finanzierungsfragen auseinandersetzen, die sich nach unseren Erfahrungen bei vielen Start-ups in den ersten Monaten nach dem Aufsetzen der Doppelstockstruktur stellen.

## 1. FINANZIERUNGEN DURCH SAFES

### 1.1 Einführung

"SAFE" steht für Simple Agreement for Future Equity. Mit einem SAFE stellen Investoren der Gesellschaft Barmittel zur Verfügung und erhalten als Gegenleistung die Zusicherung, bei der nächsten Eigenkapitalfinanzierung (Priced Round) der Gesellschaft Anteile an der Gesellschaft zu erhalten. SAFEs wurden als Ersatz für herkömmliche Convertible Notes (vergleichbar mit den

aus dem deutschen Markt bekannten Wandeldarlehen<sup>23</sup>) in den USA eingeführt. Ein SAFE ist eine einfache Finanzierungsvereinbarung, welche aus einem einzigen Dokument besteht und für Start-ups und ihre Investoren in der Frühphase allgemein akzeptable und standardisierte Bedingungen vorhält. Daher bedarf ein SAFE mit Ausnahme der wirtschaftlichen Eckdaten (meist) keiner Verhandlung. Wie wir sehen werden, ist in der Praxis die Situation bisweilen doch etwas komplexer und Gründer sind gut beraten, auch bei SAFEs hinzuschauen, zumal die Ausgabe von verschiedenen SAFEs über einen gewissen Zeitraum es erschweren kann, die eigene zukünftige Verwässerung im Blick zu behalten.

“

Wir haben die Finanzierung vom YC bekommen, nachdem unser deutsch-amerikanisches Set-up stand und unmittelbar danach ein SAFE mit einem anderen Investor unterzeichnet. Die Möglichkeit, Gelder über SAFEs einzusammeln, vereinfacht die Mittelbeschaffung erheblich und macht sie superschnell.

Florian Bauer, Mitgründer von kiteKRAFT, Inc.

”

SAFEs kommen meist vor einer Seed-Finanzierungsrunde zum Einsatz. Dies liegt daran, dass Start-ups SAFEs nutzen können, um schnell Geld zu beschaffen, ohne eine zu große Beteiligung abzugeben (hoffentlich). SAFEs sind bei Start-ups in späteren Phasen der Unternehmensentwicklung weniger üblich, da diese Unternehmen wahrscheinlich schon mehrere Finanzierungsrunden hinter sich haben und SAFEs in der Regel von niedrigeren Unternehmensbewertungen ausgehen.

21. Siehe OLS#11, der Guide kann hier heruntergeladen werden: <https://media.orrick.com/Media%20Library/public/files/insights/2023/ols11-bridging-the-pond.pdf>.

23. Für einen ausführlichen Einblick in das Thema Wandeldarlehen siehe unseren Guide OLS#2 – Wandeldarlehen für Technologieunternehmen: <https://www.orrick.com/de-DE/Insights/2019/09/Orrick-Legal-Ninja-Series-OLS-2-Convertible-Loans-for-Tech-Companies>

Im Jahr 2013 vom Y-Combinator eingeführt, haben SAFEs in etwas mehr als einem Jahrzehnt Frühphasenfinanzierungen in den USA revolutioniert. Wie dominant SAFEs hier mittlerweile geworden sind, zeigen Daten des Dienstleisters Carta. Für Q4/2023 kommt Carta für SAFEs auf einen Anteil von erstaunlichen 89% an allen Pre-Seed Finanzierungsrunden (Carta definiert Pre-Seed als Runden, in denen weniger als USD 1.000.000 eingesammelt wurde). Der Anteil der traditionelleren Convertible Notes lag aber in einzelnen Sektoren wie BioTech, MedTech und Energy bei immerhin noch ca. 30%. Auch wenn wir weiterhin einen Trend zu größeren SAFEs sehen, nutzen Start-ups für Finanzierungsrunden ab einem Volumen von ca. USD 3.000.000 aufwärts überwiegend Priced Rounds statt SAFEs.

Unserer Erfahrung nach werden SAFEs auch in anderen Ländern als den USA, z.B. in Großbritannien und Frankreich, zunehmend beliebter. Obwohl es einige Versuche gab, SAFEs für den deutschen Markt anzupassen, um Start-ups in Form einer GmbH oder UG (haftungsbeschränkt) zu finanzieren, sind solche "deutschen" SAFE-Finanzierungen bislang sehr selten geblieben. Dies liegt vor allem daran, dass in der Regel alle Gesellschafter einer solchen Vereinbarung als Partei beitreten müssten, um die Durchsetzbarkeit von Wandlungsrechten zu gewährleisten. Darüber hinaus bestehen Unsicherheiten hinsichtlich der korrekten Bilanzierung von "deutschen" SAFEs als Fremd- oder Eigenkapital. Damit leiden zwei der wichtigsten Vorteile, welche hinter der Einführung von SAFEs in den USA standen, *i.e.*, Geschwindigkeit und Einfachheit.

## 1.2 SAFEs und Convertible Notes

Vor der Einführung von SAFEs nahmen viele frühphasige Start-ups in den USA vor ihrer ersten (Eigenkapital-) Finanzierungsrunde zumeist Convertible Notes auf. Dabei handelt es sich im Gegensatz zu einem SAFE zunächst um ein – freilich auf Wandlung angelegtes – Fremdkapitalfinanzierungsinstrument (das Wort gibt übrigens 55 Punkte bei Scrabble, gern geschehen). Die Forderung unter der Convertible Note erlischt, wenn die Convertible Note vor ihrem Laufzeitende im Rahmen der nächsten Finanzierungsrunde in Vorzugsanteile gewandelt wird. Während die Ausgabe von Vorzugsanteilen in einer "echten" Finanzierungsrunde einer umfangreichen und komplexen Dokumentation bedarf, können Convertible Notes wesentlich einfacher und günstiger ausgegeben werden. Allerdings erfordert

die Ausgabe von Convertible Notes trotzdem, dass die Parteien sich über die einzelnen Bedingungen der Convertible Note verständigen und die erforderlichen, auf den Einzelfall angepassten Dokumente erstellt werden (anders als für SAFEs gibt es hier keine allgemein akzeptierten Standards). Auch wenn diese Dokumente weniger komplex sind als bei Eigenkapitalfinanzierungen, lässt sich dieser Komplexitätsgrad dennoch noch einmal deutlich durch die sehr stark standardisierten SAFEs reduzieren.

Im Gegensatz zu einer Convertible Note sind SAFEs keine Fremd-, sondern Eigenkapitalfinanzierungsinstrumente. SAFEs haben weder Zinsen, noch eine feste Vertragslaufzeit.

“

Aber weißt Du, was das Abgefahrenste an Europa ist?"  
- "Was?" - "Das sind die kleinen Unterschiede. Ich mein, die haben den gleichen Scheiß, der hier läuft, aber da läuft's ne Spur anders.

Vincent Vega, Pulp Fiction  
(1994)

”

Somit können mit SAFEs die mit dem Investment angestrebten Interessen und Absichten des Start-ups und seiner Investoren im Allgemeinen besser in Einklang gebracht werden. Da es sich bei Convertible Notes um Fremdkapitalfinanzierungsinstrumente handelt, müssen die Parteien sich wie gesagt über einen Zinssatz und eine Laufzeit verständigen. Kommt es bis dahin nicht zur Wandlung, ist die Convertible Note zur Rückzahlung fällig. Das Start-up und seine Investoren sehen das Investment jedoch in der Regel weniger als ein Darlehen an die Gesellschaft, sondern als einen "vorgezogenen" Teil einer Eigenkapitalfinanzierung. Aufgrund der Ungewissheit über den Zeitpunkt, zu dem das Start-up eine Eigenkapitalfinanzierung abschließen kann, muss man die auflaufenden Zinsen sowie die Laufzeit der Convertible Notes stets im Blick haben.

Ggf. muss man sich rechtzeitig um die Verlängerung der Laufzeit kümmern. Zudem steigt der Wandlungsbetrag abhängig von Zinssatz und Laufzeit der Convertible Note, was zu einer stärkeren Verwässerung der Gründer und anderen Investoren als anfänglich vorgesehen führt.

Die Bedingungen eines SAFEs sind dagegen vergleichsweise einfach und unkompliziert. Häufig sind nur ein Abschlag bei der Wandlungsbewertung (Discount) und/oder die für die Wandlung maßgebliche Bewertungsobergrenze (Cap) zu verhandeln (bisweilen ggf. noch zusätzlich die Bedingungen eines aber meist recht schlanken Side Letters). Ein weiterer Vorteil der SAFEs besteht darin, dass Unternehmen nicht versuchen müssen, ein gemeinsames Closing mit allen Investoren zu koordinieren. Stattdessen kann mit dem einzelnen Investor dessen SAFE "geclosed" werden, sobald beide Parteien bereit sind zu unterschreiben (in der Praxis herrscht der Abschluss per DocuSign vor).





“ In der Seed-Stage erlauben Dir SAFEs sehr effizient immer nur so viel zu raisen, wie Du wirklich für den nächsten Meilenstein brauchst



## Ein Gespräch mit Dr. Patrick Großmann, CEO von Invitris

Orrick: Moin Patrick, in einem Satz, was macht Invitris?

Patrick: Wir helfen anderen Unternehmen, proteinbasierte Medikamente zu entwickeln.

Orrick: Ein spannendes Life Science Thema also. Ihr habt früh mit Eurer GmbH den Flip gemacht...

Patrick: Ja, ungefähr zwei Monate nach der Gründung wurden wir vom Y-Combinator akzeptiert und haben dann direkt den Flip gemacht. In der Rückschau hätten wir uns vielleicht manche Kosten und Mühen gespart, wenn wir zunächst etwas abgewartet hätten oder mit einer Inc. gestartet wären, ohne diese operativ zu führen. Aber wir wollten damals Laborräume anmieten, dafür brauchten wir eine Gesellschaft und dann haben wir halt direkt eine GmbH aufgesetzt, zum Glück mit individuellen Gründer-Holdings.

Orrick: Wenn Du zurückschaust, was war der größte Vorteil Eurer Struktur und wo gab es die größten Schmerzen beim Aufsetzen?

Patrick: Beides hat mit dem Thema Finanzen zu tun. Womit soll ich anfangen, die Vorteile oder die Schmerzen?

Orrick: Als gute Anwälte nehmen wir natürlich erst einmal die negativen Erfahrungen.

Patrick: Wir hatten im Zeitpunkt des Flips einige Wandeldarlehen mit unserer GmbH aufgenommen. Diese mussten wir ja eine Ebene höher heben und in SAFEs tauschen.

Orrick: Und da gab es Probleme?

Patrick: Am Ende haben wir alle Wandeldarlehensgeber an Bord bekommen, aber in der Rückschau hätten wir am Anfang besser kommunizieren sollen, was passiert. So ganz identisch sind die SAFEs und Wandeldarlehen dann doch nicht. Aber wenn man versucht, relativ

kleine SAFEs anzupassen, damit sie möglichst genau jede Verästelung eines deutschen Wandeldarlehens widerspiegeln, dann macht man eigentlich nur die Anwälte reich. No offense meant...

Orrick: No offense taken, aber der Punkt ist verstanden. Hier muss man dafür werben, dass man am Ende ein wirtschaftlich im Wesentlichen gleiches Instrument auf Ebene der Inc. kriegt, aber den großen Vorteil der SAFEs, Einfachheit und Geschwindigkeit, dabei nicht über Bord wirft.

Patrick: Genau und das bringt uns zu einem der wesentlichen Vorteile unserer Inc. Wir sind ja noch in der frühen Phase und haben im Y-Combinator gelernt, wie wichtig es ist, dass man in der frühen Phase idealerweise immer nur die Summe einsammelt, die man braucht, um den nächsten Meilenstein in der eigenen Entwicklung zu erreichen. Das können wesentliche Hires, technische Fortschritte, ein besserer Product/Market Fit etc. sein. Mit jedem dieser Meilensteine kann man laufend eine höhere Unternehmensbewertung bzw. höhere Caps durchsetzen. Das reduziert für die Gründer die Verwässerung. Solche häufigeren und maßvoll dimensionierten Finanzierungen gehen natürlich mit SAFEs sehr einfach und effizient.



### 1.3 SAFE ist nicht gleich SAFE – Post-Money SAFEs und Pre-Money SAFEs

Im Laufe der Jahre begannen immer mehr Unternehmen bereits in der Frühphase, größere Summen mit SAFEs aufzunehmen. Dadurch entwickelten sich SAFE-basierte Finanzierungen von kurzfristigen Brückenfinanzierungen mehr und mehr zu eigenständigen Seed-Runden. Als Reaktion darauf überarbeitete der Y-Combinator Ende 2018 die SAFE-Bedingungen und führte als Alternative den sog. Post-Money SAFE ein. Der Post-Money SAFE behandelt alle SAFEs und alle anderen von einer Gesellschaft vor ihrer nächsten Eigenkapitalfinanzierungsrunde ausgegebenen Convertible Notes oder sonstige Wandelinstrumente als unabhängige Seed-Runde mit einer zuvor festgelegten Post-Money Bewertung. Seitdem werden die ursprünglichen SAFEs oft zur Abgrenzung als "Pre-Money SAFEs" bezeichnet.

Auch wenn einem in der Praxis sowohl Pre-Money als auch Post-Money SAFEs begegnen, sind letztere deutlich verbreiteter. Der Dienstleister Carta fand in einer Auswertung der bei ihm registrierten SAFEs für Q4/2023, dass 80% der SAFEs aus diesem Zeitraum Post-Money SAFEs waren.

#### Verschiedene Spielarten des SAFEs

Während die Unterscheidung zwischen einem Post-Money und einem Pre-Money SAFE von entscheidender Bedeutung ist, muss man auch verstehen, dass beide Versionen des SAFEs in einigen Varianten auftreten, und zwar

- mit einer Bewertungsobergrenze (Cap), aber ohne Bewertungsabschlag (Discount);
- ohne Bewertungsobergrenze, aber mit einem Bewertungsabschlag;
- mit einer Bewertungsobergrenze und einem Bewertungsabschlag; und
- ohne Bewertungsobergrenze oder Bewertungsabschlag, aber mit einer Meistbegünstigungsklausel.

Gründer müssen den u.U. erheblichen wirtschaftlichen Unterschied zwischen Pre- und Post-Money SAFEs verstehen. Pre- und Post-Money SAFEs legen die Bewertungsobergrenze (Cap) unterschiedlich fest und das kann sich auf die Wandlung des SAFE in echte Anteile an der Gesellschaft und die damit einhergehende Verwässerung der Gründer auswirken.

Eine Pre-Money Bewertung und eine Post-Money Bewertung beschreiben im Allgemeinen die gleiche Bewertung des Unternehmens zu zwei Zeitpunkten: Bevor (pre) und nachdem (post) das Unternehmen die entsprechenden Investitionen erhalten hat. Ob das Unternehmen also USD 2.000.000 bei einer Pre-Money Bewertung von USD 8.000.000 oder USD 2.000.000 bei einer Post-Money Bewertung von USD 10.000.000 aufnimmt, führt zu demselben wirtschaftlichen Ergebnis für die Beteiligung der Investoren, wenn (und das ist entscheidend) das Unternehmen davor nicht weitere SAFEs oder Convertible Notes etc. ausgegeben hat und dies auch nicht tut, bis die SAFEs bei der nächsten Eigenkapitalfinanzierung wandeln.

Um den Unterschied zu erläutern: Post-Money SAFEs behandeln alle SAFEs und alle anderen Convertible Notes und vergleichbare Instrumente, die das Start-up vor seiner nächsten Eigenkapitalfinanzierung ausgegeben hat, als eine unabhängige Seed-Runde. Aus diesem Grund gibt die standardmäßige Post-Money Bewertungsobergrenze (Cap) die Bewertung nicht nur nach den Mitteln an, die mit dem betreffenden SAFE aufgenommen wurden, sondern nach allen anderen Mitteln, die durch SAFEs/Convertible Notes sonst noch eingesammelt werden, unabhängig davon, ob dies vor oder nach dem jeweiligen SAFE geschieht.

Die folgende Darstellung zeigt, wie Pre-Money SAFEs und Post-Money SAFEs den für die Wandlung geltenden Wandlungspreis (Conversion Price) berechnen (in beiden Fällen erfolgt diese Berechnung ohne Berücksichtigung der Eigenkapitalfinanzierungsrunde, in der die SAFEs wandeln).

#### Conversion Price =

Pre-Money SAFE	Post-Money SAFE
Pre-Money Bewertungsobergrenze / Pre-Money Kapitalziffer	Post-Money Bewertungsobergrenze / Post-Money Kapitalziffer

Die Kapitalziffer beim Pre-Money SAFE berücksichtigt nicht die durch die Wandlung weiterer SAFEs oder Convertible Notes ausgegebenen Anteile, während diese bei einem Post-Money SAFE berücksichtigt werden. Dies bedeutet, dass Investoren mit Post-Money SAFEs anders als mit Pre-Money SAFEs nicht durch andere SAFEs/Convertible Notes etc. verwässert werden, sondern nur durch die Anteilsausgabe in der Eigenkapitalfinanzierungsrunde selbst. Die Post-Money Bewertungsobergrenze schließt auch den bestehenden Optionspool ein, nicht aber die Poolerhöhung, die für die Eigenkapitalfinanzierung, in die der SAFE umgewandelt wird, vereinbart werden kann. Dagegen berücksichtigt ein Pre-Money SAFE regelmäßig eine etwaige Poolerhöhung in der Finanzierungsrunde.

Die Investition in einen Post-Money SAFE mit Bewertungsobergrenze ermöglicht es den Anlegern, ihren Anteil am Unternehmen unmittelbar vor der Eigenkapitalfinanzierung zu berechnen, und den Gründern, ihre Verwässerung genauer zu berechnen, als dies unter Pre-Money SAFEs der Fall war (ein Vorteil, der mit einer höheren Verwässerung der Gründer einhergeht, falls das Unternehmen vor der Eigenkapitalfinanzierung weitere SAFEs oder Convertible Notes aufnimmt).

**Beispiel:** Wir wollen abschließend die Unterschiede zwischen Pre-Money und Post-Money SAFEs an einem (vereinfachten) Beispiel verdeutlichen:

**Szenario 1 – Pre-Money SAFE:** Gehen wir von folgendem Szenario aus:

- Die HoldCo hat zwei Gründer (Gründer 1 und Gründer 2), die jeweils 5.000.000 Stammanteile der HoldCo halten (über ihre Founder-Holdings). Der Einfachheit halber ignorieren wir Mitarbeiterbeteiligungsprogramme und nehmen an, dass das Unternehmen eine Gesamtkapitalisierung (Kapitalziffer) von 10.000.000 Anteilen hat.
- Investor 1 investiert nun USD 500.000 in die HoldCo über einen SAFE mit einer Bewertungsobergrenze von USD 5.000.000 aber ohne Bewertungsabschlag. Investor 2 investiert weitere USD 800.000 zu den gleichen Konditionen.
- Die HoldCo schließt dann mit Investor 3 eine Finanzierungsrunde über USD 1.500.000 zu einer Pre-Money Bewertung von USD 12.000.000 ab.

Nehmen wir an, dass Investor 1 und Investor 2 einen Pre-Money SAFE verwendet haben. Für sie wird der für

ihre SAFEs relevante Wandlungspreis (Conversion Price) wie folgt berechnet:

$$\frac{\text{Pre-Money Bewertungsobergrenze}}{\text{Pre-Money Kapitalisierung}}$$

Die Pre-Money Bewertungsobergrenze im Rahmen des SAFE wird relevant, wenn die HoldCo ihre Finanzierungsrunde (wie hier) zu einer höheren Bewertung abschließen kann. Die Kapitalisierung des Unternehmens ist die Gesamtzahl der Anteile vor der neuen Finanzierungsrunde und ohne alle zu wandelnden SAFE-Investitionen, d.h. 10.000.000 Anteile. Der Conversion Price beträgt somit USD 5.000.000 / USD 10.000.000 = USD 0,5 pro Anteil. Somit erhält Investor 1 für seine USD 500.000 SAFE-Investition insgesamt 1.000.000 Anteile an der HoldCo, während Investor 2 für seine USD 800.000 Investition insgesamt 1.600.000 Anteile einstreicht.

Da sich jedes SAFE auf das andere auswirkt, können unsere Investoren erst zu diesem Zeitpunkt ihre Beteiligungsquote an der HoldCo bestimmen, bevor es zur Finanzierungsrunde kommt. Bei einer Gesamtkapitalisierung von 12.600.000 Anteilen (zur Erinnerung: 10.000.000 Anteile der Gründer, 1.000.000 Anteile von Investor 1 und 1.600.000 Anteile von Investor 2) ergibt sich folgendes Bild:

Partei	Anzahl der Anteile	Prozentualer Anteil
Gründer 1	5.000.000	39,68%
Gründer 2	5.000.000	39,68%
Investor 1	1.000.000	7,94%
Investor 2	1.600.000	12,69%

Sowohl die Gründer als auch die SAFE-Investoren werden nun durch die Eigenkapitalfinanzierung von Investor 3 verwässert. Die Finanzierungsrunde erfolgt auf Basis des folgenden Anteilskaufpreises:

$$\frac{\text{Pre-Money Bewertungsobergrenze}}{\text{Pre-Money Kapitalisierung}}$$

Der sich bei einer üblichen fully-diluted Betrachtung ergebende Kaufpreis für Investor 3 beträgt USD 12.000.000 / 12.600.000 Anteile = USD 0,9524 pro neuem Anteil. Somit wird Investor 3 insgesamt 1.574.968 Anteile erhalten.

Bei einer Gesamtkapitalisierung von 14.174.968 Anteilen sehen die Beteiligungsquoten der Parteien dann wie folgt aus:

Partei	Anzahl der Anteile	Prozentualer Anteil
Gründer 1	5.000.000	35,27%
Gründer 2	5.000.000	35,27%
Investor 1	1.000.000	7,06%
Investor 2	1.600.000	11,29%
Investor 3	1.574.968	11,11%

**Szenario 2 - Post-Money SAFEs:** Unser Beispiel entspricht im Ausgangspunkt dem aus Szenario 1, aber Investor 1 und Investor 2 verwenden jetzt Post-Money SAFEs. Nehmen wir an, dass Investor 1 sich mit der HoldCo auf eine Post-Money Bewertungsobergrenze von USD 8.000.000 einigt und Investor 2 ein SAFE mit einer Post-Money Bewertungsobergrenze von USD 10.000.000 hat.

Mit den Post-Money SAFEs haben Investor 1 und Investor 2 die folgenden Beteiligungsquoten für ihre SAFE-Wandlung festgelegt:

- Investor 1:  $\text{USD } 500.000 / \text{USD } 8.000.000 = 6,25\%$ .
- Investor 2:  $\text{USD } 800.000 / \text{USD } 10.000.000 = 8\%$ .

Mit dem Investment von Investor 3 wird die Wandlung dieser beiden SAFEs ausgelöst. Dann erhalten Investor 1 und Investor 2 ihre im vorherigen Schritt berechneten Eigentumsanteile. In diesem Fall verwässern sich die SAFEs bei der Wandlung nicht gegenseitig. Um Investor 1 und Investor 2 zusammen einen Anteil von 14,25% an der HoldCo zu geben, muss die Gesamtkapitalisierung der HoldCo erhöht werden auf

$$10.000.000 / (1 - 0,1425) \approx 11.661.807 \text{ Anteile.}$$

Der sich daraus ergebende Cap Table sieht wie folgt aus:

Partei	Anzahl der Anteile	Prozentualer Anteil
Gründer 1	5.000.000	42,875%
Gründer 2	5.000.000	42,875%
Investor 1	728.863	6,25%
Investor 2	932.944	8%

Jetzt tritt Investor 3 auf die Bühne und es kommt zur Finanzierungsrunde. Der von Investor 3 zu zahlende Preis errechnet sich aus der Pre-Money Bewertung der HoldCo von USD 12.000.000 geteilt durch die fully-diluted Kapitalisierung (einschließlich SAFEs):

$$\text{USD } 12.000.000 / 11.661.807 = \text{USD } 1,029 \text{ pro Anteil.}$$

Dies bedeutet, dass Investor 3 für seine Investition von USD 1.500.000 insgesamt 1.457.726 Anteile erhält und die Gesamtkapitalisierung auf 13.119.533 Anteile steigt, was zu dem folgenden Cap Table führt:

Partei	Anzahl der Anteile	Prozentualer Anteil
Gründer 1	5.000.000	38,11%
Gründer 2	5.000.000	38,11%
Investor 1	728.863	5,56%
Investor 2	932.944	7,11%
Investor 3	1.457.726	11,11%

Ein Post-Money SAFE schafft mehr Klarheit und gibt den Investoren und Gründern mehr Planbarkeit, da sie die prozentualen Eigentumsverhältnisse im Verhältnis zu den anderen Beteiligten bereits vor der neuen Finanzierungsrunde, die die Wandlung auslöst, kennen können. Diese Aussagen müssen jedoch etwas relativiert werden, da in unserem Beispiel die Gründer sowie Investor 1 und Investor 2 durch die Finanzierungsrunde von Investor 3 erneut verwässert werden. Da die Finanzierungsrunde, die die Wandlung der SAFEs auslöst, eine Unbekannte ist, wissen die Investoren im Rahmen eines Post-Money SAFE nicht mit Sicherheit, welchen Prozentsatz sie nach Eintritt dieses Ereignisses halten werden. Sie haben jedoch eine größere Sicherheit in Bezug auf ihre Beteiligung als bei der Verwendung von Pre-Money SAFEs.

#### 1.4 Weitere typische Bestimmungen in SAFEs

Wie oben erläutert, liegt einer der Hauptgründe für die weite Verbreitung von SAFEs darin, dass sie in einer standardisierten Form vorliegen, die neben der Wahl zwischen der Pre-Money- und der Post-Money-Version in der Regel nur sehr begrenzte Verhandlungen über die folgenden Punkte erfordert.

**Bewertungsobergrenze (Cap):** Eine Bewertungsobergrenze stellt sicher, dass ein SAFE bei der nächsten Eigenkapitalfinanzierung des Unternehmens zu einem der Höhe nach begrenzten Preis in Vorzugsanteile gewandelt wird, garantiert aber nicht, dass der Investor in jedem Fall zu einem Preis wandelt, der unter dem von den neuen (Cash-) Investoren gezahlten Preis liegt. Der Höchstpreis wird berechnet, indem die (Pre- oder Post-Money) Bewertungsobergrenze durch die Kapitalziffer des Unternehmens unmittelbar vor der Eigenkapitalfinanzierung geteilt wird. Ist der Höchstpreis niedriger als der von den neuen (Cash-) Investoren der Eigenkapitalfinanzierung gezahlte Preis pro Vorzugsanteile, wird der SAFE auf der Grundlage dieses Höchstpreises in Vorzugsanteile einer sog. Shadow Series (die "**SAFE-Vorzugsanteile**") der (Cash-) Investoren zugeteilten Vorzugsanteile ("**Standard-Vorzugsanteile**") gewandelt. Liegt die Unternehmensbewertung für die Eigenkapitalfinanzierung unter oder zu nahe an der vereinbarten Bewertungsobergrenze und ist somit der Höchstpreis gleich oder höher als der von den neuen (Cash-) Investoren gezahlte Preis, wird der SAFE in Standard-Vorzugsanteile zu dem von den neuen (Cash-) Investoren gezahlten Preis gewandelt.

**Bewertungsabschlag (Discount):** Ein Abschlag stellt sicher, dass der SAFE bei der nächsten Eigenkapitalfinanzierung des Unternehmens in Vorzugsanteile umgewandelt wird, und zwar zu einem Preis, der unter dem von den neuen (Cash-) Investoren gezahlten Preis liegt, wobei dieser reduzierte Preis nicht begrenzt ist (wenn kein Cap vereinbart ist). Der Abschlag wird auf den von den neuen (Cash-) Investoren gezahlten Kaufpreis pro Anteil für die Standard-Vorzugsanteile angewandt, und der SAFE wird in jedem Fall in SAFE-Vorzugsanteile gewandelt. Die Abschläge liegen in der Regel zwischen 10% und 25%, wobei unserer Erfahrung nach in vielen Sektoren 20% die Norm sind.

Mit einem Abschlag (und einer Bewertungsobergrenze) verlangt der SAFE-Investor eine angemessene Vergütung für sein höheres Investitionsrisiko, wenn er in einer früheren Phase investiert als die Investoren, die in der nächsten Eigenkapitalfinanzierungsrunde investieren. Ein SAFE mit einer Bewertungsobergrenze und einem Abschlag stellt sicher, dass der Investor in jedem Fall ein besseres Geschäft macht als die neuen (Cash-) Investoren, indem er den Preis begrenzt, wenn die Bewertung der folgenden Finanzierungsrunde hoch ausfällt, oder einen Abschlag auf den Rundenpreis vornimmt, wenn die Bewertung hinter der Bewertungsobergrenze zurückbleibt.

In einer aktuellen Studie von Carta zu SAFEs aus dem Zeitraum Q1/2023 bis Q1/2024 wiesen mehr als die Hälfte der analysierten SAFEs eine Bewertungsobergrenze (54%) oder eine Bewertungsobergrenze und einen Bewertungsabschlag (35%) auf. Die meisten Bewertungsabschläge betragen dabei 20%.

**Meistbegünstigungsklausel:** SAFEs können auch eine Meistbegünstigungsklausel enthalten. Wenn eine Gesellschaft SAFEs mit Meistbegünstigungsklauseln abschließt und später weitere SAFEs ausgibt, deren Bestimmungen besser sind als die des ersten SAFE, gelten diese besseren Bedingungen automatisch für die zuvor abgeschlossenen SAFEs. SAFEs ohne Bewertungsobergrenze und Abschlag, aber mit einer Meistbegünstigungsklausel kommen z.B. zum Einsatz, wenn eine Eigenkapitalfinanzierung kurz bevorsteht, man Einigkeit über deren Konditionen erzielt hat, die Gesellschaft aber noch kurzfristig Liquidität braucht.

**Pro Rata Recht:** Die Standardvariante des Post-Money SAFE sieht kein (*pro rata*) Bezugsrecht für den SAFE-Investor vor und es ist auch eher unüblich, dieses allen SAFE-Investoren einzuräumen. Der Investor und das Start-up können aber im Rahmen eines Side Letters vereinbaren, dass der betreffende Investor das Recht erhält, an der nächsten Eigenkapitalfinanzierung bei der SAFEs gewandelt werden, teilzunehmen, um seine Beteiligungsquote zu halten. Der Y-Combinator hat auch hier einen Standard für einen solchen Side Letter veröffentlicht, der in der Praxis weit verbreitet ist.

### 1.5 Können SAFEs an jeden ausgegeben werden?

Was ein US-Unternehmen (wie die HoldCo) über die Ausgabe von Wertpapieren (einschließlich des Verkaufs von SAFEs) wissen muss, ist, dass die Ausgabe von Wertpapieren in den USA sowohl auf Bundes- wie auch auf Landesebene reguliert ist. Das US-Bundesrecht verlangt zum Beispiel, dass ein Unternehmen viele Informationen mit der Öffentlichkeit teilen muss, wenn es Wertpapiere ausgeben will, es sei denn, dass das betreffende Unternehmen sich auf eine Ausnahmeregelung berufen kann. Die beliebteste Ausnahmeregelung, die von Start-ups im Technologiesektor in Anspruch genommen wird, ist die sog. "Rule 506", die es einem Unternehmen erlaubt, Wertpapiere an bereits bestehende Kontakte (d.h. es darf keine weit verbreitete Kommunikation über das Angebot erfolgen) auszugeben, die akkreditierte Investoren sind (d.h. wohlhabende und einkommensstarke Einzelpersonen, Investmentfonds und die Gründer selbst; es reicht insoweit die Erfüllung der Kriterien, ein formaler Akkreditierungsprozess ist nicht erforderlich).

Unter der Vielzahl weiterer Ausnahmen, die in den Bundeswertpapiergesetzen vorgesehen sind, sollten deutsche Gründerteams angesichts ihrer Bedeutung im grenzüberschreitenden Kontext von der "Regulation S" gehört haben. Regulation S befreit Emittenten, die Wertpapiere "außerhalb der Vereinigten Staaten" anbieten und verkaufen, von den Registrierungsanforderungen der US-Wertpapiergesetze. Der in Regulation S vorgesehene "Safe Harbor" setzt in der Regel (unter anderem) voraus, dass das Angebot zum Verkauf von Wertpapieren an eine Person außerhalb der USA gerichtet ist und dass sich der Käufer zum Zeitpunkt des Kaufs außerhalb der USA befindet.

## 2. WEITERLEITUNG VON FINANZMITTELN AN DIE OPCO

Sobald die HoldCo eine Finanzierung erhalten hat (sei es durch SAFEs oder eine Priced Round), stellt sich die Frage, wie diese Mittel an die OpCo weitergeleitet werden können. Da die OpCo in den meisten Fällen die Mitarbeiter des Start-ups beschäftigen und dessen Technologie und Dienstleistungen entwickeln wird, werden hier die meisten Kosten anfallen.

In der Praxis gibt es insbesondere die folgenden zwei Möglichkeiten, Gelder der HoldCo an die OpCo weiterzugeben:

**Einzahlung in die freie Kapitalrücklage:** Dies ist die einfachere und nach unserer Erfahrung auch die häufigere Variante für Start-ups in der Frühphase. Hierbei werden die Mittel von der HoldCo an die OpCo gezahlt und in die freie Kapitalrücklage der OpCo gemäß § 272 Abs. 2 Nr. 4 Handelsgesetzbuch eingestellt. Aus Sicht der OpCo wird die Zahlung als Einlage ihrer Alleingesellschafterin (d.h. der HoldCo) angesehen. Für steuerliche Zwecke ist diese Einlage zu dokumentieren. Dazu reicht es aus, wenn die HoldCo einen Gesellschafterbeschluss auf Ebene der OpCo fasst. Ein solcher Beschluss unterliegt keinen besonderen Formvorschriften. Die Einbringung erfordert keine Erhöhung des Stammkapitals der OpCo.

Die Einlage ist auf Ebene der OpCo regelmäßig steuerneutral, wenn die Zahlung nicht als Betriebsausgabe oder anderweitig vom steuerpflichtigen Einkommen der HoldCo abgezogen wird.



**Gewährung eines Gesellschafterdarlehens:** In diesem Fall stellt die HoldCo der OpCo die Mittel in Form eines verzinslichen Darlehens zur Verfügung.

In der oft verlustreichen Anfangsphase sollten in vielen Fällen die Vorteile der Einlage überwiegen. Sobald sich das Start-up der Gewinnzone nähert, kann es zudem eine Umstrukturierung der Einlagen in Erwägung ziehen.

In der Anfangsphase einer Neugründung werden solche steuerlichen Überlegungen jedoch oft nicht relevant sein. Darüber hinaus können die Zinsen auf der Ebene der HoldCo zu Zinserträgen auf der Ebene der OpCo führen. Auch hier sollte das Start-up seinen Steuerberater zu Rate ziehen.



## DIESE MITTEILUNGEN BITTE NICHT VERGESSEN

Die OpCo ist verpflichtet: (i) Eine Zahlungsmeldung abzugeben, wenn sie eine Zahlung von mehr als EUR 12.500 von einem Ausländer (inklusive der HoldCo) oder für seine Rechnung von einem Inländer erhält oder an einen Ausländer oder für seine Rechnung an einen Inländer leistet; (ii) eine Bestandsmeldung über grenzüberschreitende Unternehmensbeteiligungen an ausländischen Unternehmen abzugeben, wenn die Beteiligung am Kapital oder an den Stimmrechten 10% oder mehr beträgt und das ausländische Unternehmen eine Bilanzsumme von (umgerechnet) mehr als EUR 3.000.000 aufweist; (iii) eine Bestandsmeldung über grenzüberschreitende Unternehmensbeteiligungen abzugeben, wenn einem oder mehreren wirtschaftlich verbundenen Ausländern 10% oder mehr des Kapitals oder der Stimmrechte zuzurechnen sind und die inländische Gesellschaft eine Bilanzsumme von mehr als EUR 3.000.000 aufweist und (iv) eine Bestandsmeldung über Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber Ausländern abzugeben, wenn die Summe der Forderungen oder der Verbindlichkeiten bei Ablauf eines Monats mehr als EUR 5.000.000 beträgt. Gerade die Meldungen unter lit. (i) und lit. (iii) kommen in der Doppelstockstruktur regelmäßig vor. Grundsätzlich sind alle außenwirtschaftlichen Meldungen elektronisch über das Allgemeine Meldeportal Statistik direkt bei der Deutschen Bundesbank einzureichen.

## VI. Das ESOP auf Ebene der HoldCo

### 1. MITARBEITERBETEILIGUNGSPROGRAMME IN EINER CORPORATION

Ein wesentlicher Teil der Arbeit als CEO oder Gründer eines Start-ups ist es, die richtigen Mitarbeiter zu finden und anreizkompatible Vergütungssysteme zu etablieren. Hier kommen anteils- oder optionsbasierten Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen, die den (zentralen) Mitarbeitern eine Mitinhaberschaft am Unternehmen (vorbehaltlich üblicher Vesting-Regeln) einräumt, eine Schlüsselfunktion bei der Mitarbeiterbindung und-motivation zu.



Wir haben Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen (in einem deutschen Start-up) eine ganze Ausgabe der OLNS gewidmet<sup>25</sup>. Dort haben wir die wirtschaftlichen Interessenlagen und wichtigsten Entscheidungen erläutert, die Gründer treffen müssen, damit das eigene Programm nicht nur bei der Mitarbeitergewinnung, sondern auch bei der langfristigen Mitarbeiterbindung hilft. Wir verweisen den geneigten Leser auf die dortigen Ausführungen und werden uns in dieser Publikation auf einige Besonderheiten für deutsche Start-ups mit einer US-Holdinggesellschaft konzentrieren.

“

Der Grad der Mitarbeiterbeteiligung hängt vom Entwicklungsstand des Ökosystems ab. Je weiter entwickelt der Markt, desto mehr nimmt auch die Erfahrung der Mitarbeitenden zu und sie sind zunehmend bereit, auf Gehalt zu Gunsten von Optionen zu verzichten.

*Martin Mignot, Partner bei Index Ventures – Übersetzung des englischen Originalzitats durch die Autoren*

”

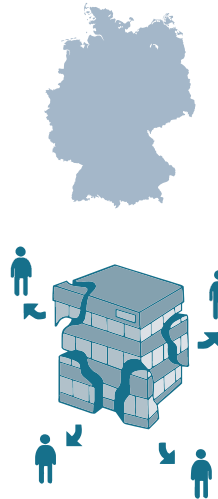
Typische deutsche Start-ups haben hier zwei grundsätzliche Strukturierungsmöglichkeiten: (i) "Echte" eigenkapitalbasierte Programme (ESOPs) und (ii) virtuelle Mitarbeiterbeteiligungsprogramme (VSOPs). Während ESOPs vereinfacht gesprochen dem Begünstigten das Recht geben, Anteile zu einem zuvor festgelegten Ausübungspreis (Strike Price) zu erwerben (oder direkt eine Beteiligung einräumt), sollen VSOPs ein ESOP wirtschaftlich nachbilden, jedoch ohne Ausgabe von tatsächlichen Anteilen oder Optionen. Vielmehr erhalten die Begünstigten nach näherer Maßgabe des Programms für den Fall eines Liquiditätsereignisses vertragliche Ansprüche (sogenannte "virtuelle Anteile" oder "virtuelle Optionen") gegen die ausgebende Gesellschaft auf eine Barzahlung, deren Höhe sich im Ausgangspunkt daran orientiert, was ein Stammesgeschafter im Liquiditätsereignis erhält (i.d.R. abzüglich eines Strike Price oder Base Price, der aber bei einem VSOP nicht zu zahlen ist, sondern lediglich als Abzugsposten dient).

25. Siehe OLNS#8 – der Guide kann hier heruntergeladen werden: <https://media.orrick.com/Media%20Library/public/files/insights/2021/olns-8-esops-vsops-co.pdf>

# BETEILIGUNGSMODELLE IN EINEM TYPISCHEN DEUTSCHEN START-UP

## Echte Kapitalbeteiligung und Optionen auf eine solche Kapitalbeteiligung

- Hier erhält der Begünstigte "echte" Anteile mit (üblicherweise) Stimm-, Informations- und Dividendenrechten.
- Ist das Start-up eine GmbH oder UG (haftungsbeschränkt) bedarf die Zuteilung echter Anteile der notariellen Beurkundung. Die Zuteilung reiner Optionen auf zukünftige Anteile bedarf unter bestimmten Voraussetzungen selbst nicht der Beurkundung.
- Risiko, dass bei einem Erwerb unter Marktpreis oder wenn es sich nicht um sog. 19a-Anteile handelt, es zu einer Dry-Income Besteuerung bereits beim Anteilserwerb kommt. Unter bestimmten Voraussetzungen kann der Begünstigte aber (jedenfalls teilweise) in die günstigere Kapitalertragsbesteuerung kommen.
- Derartige Programme sind in Deutschland noch eher selten, ausgenommen sind sog. Hurdle oder Growth Shares und seit Kurzem die sog. 19a-Anteile.



## ESOPs



Während VSOPs in Deutschland immer noch sehr verbreitet sind, werden Mitarbeiterbeteiligungsprogramme in den USA in aller Regel als eigenkapitalbasierte Programme aufgelegt. Das hängt vor allem mit zwei wesentlichen Unterschieden zwischen den beiden Rechtssystemen zusammen:

- Die Gesellschafterrechte können in den USA viel weitreichender eingeschränkt werden. Anders als in Deutschland ist es möglich, die Informationsrechte und das Recht, Beschlüsse anzufechten, auszuschließen. Während in den USA ein ESOP einen Exit also nicht komplexer macht (die Begünstigten haben weder ein vertragliches noch ein faktisches Veto-Recht), sollten ESOPs in Deutschland bei der Planung und Strukturierung eines Exits von vornherein in die Überlegungen einbezogen werden (diese sehen deshalb in Deutschland entweder

## Virtuelle Beteiligungsprogramme

- "Virtuelle" Anteile:
  - vermitteln keine echte Gesellschafterstellung; sondern
  - gewähren nur eine ökonomische Teilhabe an einem zukünftigen Liquiditätsereignis (Exit oder IPO).
- Es besteht kein Formzwang für Zuteilungen an Begünstigte.
- Die Besteuerung erfolgt einmalig, wenn der Begünstigte Zahlungen unter dem virtuellen Beteiligungsprogramm erhält. Diese unterliegen dann aber der höheren Einkommensbesteuerung.
- Solche Programme sind weiterhin die Norm in Deutschland, da sie die Governance-Probleme echter Beteiligungen vermeiden und besser skalieren.



## VSOPs

Mitveräußerungspflichten oder bei Optionen auf echte Anteile Regelungen vor, die der Gesellschaft ein Barablösungsrecht gewähren (sog. Cash Settlement Option), um gerade zu verhindern, dass der Begünstigte wirklich Anteilsinhaber wird).

- Anteile und Optionen einer US-Gesellschaft können ohne besondere Formvorschriften übertragen werden. In Deutschland hingegen wäre für die Übertragung von Anteilen (und in bestimmten Fällen auch von Optionen) eine notarielle Beurkundung und oftmals auch die Zustimmung der Gesellschafterversammlung erforderlich.

Bevor Optionen im Rahmen von US ESOPs an nicht in den USA steuerlich ansässige Personen, z.B. an Mitarbeiter der OpCo in Deutschland, ausgegeben werden, sollte Rechts- und Steuerrat eingeholt werden, um die Einhaltung der lokalen gesetzlichen Anforderungen und Marktpraktiken sicherzustellen.

Grundsätzlich sollte die Ausgabe von marktüblichen US-Optionen an in Deutschland ansässige Steuerpflichtige jedoch keine größeren Probleme verursachen (bei der Zuteilung von sog. Restricted Stocks kann es dagegen zu einem Dry-Income Thema kommen), während umgekehrt die Ausgabe virtueller Anteile im Rahmen eines typischen deutschen marktüblichen VSOP an einen in den USA ansässigen Steuerpflichtigen häufig bestimmte Änderungen der deutschen VSOP-Vorschriften erfordert, um die Einhaltung der US-Steuerbestimmungen zu gewährleisten (siehe unten).

---

## 2. WESENTLICHE RAHMENBEDINGUNGEN FÜR ALLOKATIONEN UNTER EINEM US ESOP

### 2.1 Optionen und Restricted Stocks

Unter einem typischen US-ESOP auf Ebene der HoldCo können an die Mitarbeiter der OpCo sowohl

- Optionen; als auch
- sog. Restricted Stock

ausgegeben werden.

Im amerikanischen Steuerrecht gibt es zwei Arten von Anteilsoptionen: (i) Anteilsoptionen zu Anreizzwecken (Incentive Stock Options oder "ISOs") und (ii) nicht-qualifizierte Anteilsoptionen (Nonqualified Stock Options oder "NSOs"). ISOs sind Anteilsoptionen die für die besondere steuerliche Behandlung gemäß Abschnitt 422 des US Internal Revenue Codes in Frage kommen. ISOs können nur Arbeitnehmern gewährt werden und sind nur für Begünstigte relevant, die in den USA steuerpflichtig sind (in den USA ansässige Personen, aber auch im Ausland lebende US-Bürger), während Nicht-US-Steuerpflichtige NSOs erhalten. Der Begünstigte erzielt im Allgemeinen keine Einkünfte aus der Gewährung oder Ausübung von ISOs (mit Ausnahme einer möglichen sog. Alternative Minimum Tax bei Ausübung). Gewinne, die der Begünstigte beim Verkauf oder einer anderen Veräußerung der Anteile, die er durch die Ausübung eines ISO erworben hat, dann später erzielt, werden jedoch zu den Sätzen für langfristige Kapitalgewinne besteuert, wenn der Begünstigte die Anteile nach bestimmten Haltefristen veräußert. Bei ISOs muss der Ausübungspreis dem Verkehrswert entsprechen,

der durch eine sog. 409a-Bewertung ermittelt werden muss, während bei NSO das Board of Directors der HoldCo den Ausübungspreis festlegen kann. Aufgrund der für die Behandlung von Optionszuteilungen in manchen Ländern geltenden Regelungen sollte sich das Unternehmen jedoch entsprechend beraten lassen, bevor es einen Ausübungspreis festlegt, der unter dem Verkehrswert für NSOs liegt (für in Deutschland steuerlich ansässige Begünstigte kann der Ausübungspreis aber auf einen niedrigeren Wert festgelegt werden).

Bei Restricted Stock erhält der Begünstigte direkt Anteile an der HoldCo. Diese Anteile können auf verschiedene Weise "beschränkt" werden, insbesondere durch Vesting-Regelungen und Rückkaufsoptionen für das Unternehmen sowie durch Übertragungsbeschränkungen, wonach jede Anteilsübertragung der Zustimmung durch das Board of Directors bedarf.



## STEUERFOLGEN FÜR DIE MITARBEITER DER OPCO

Im Folgenden geben wir einen kurzen Überblick über die wichtigsten steuerlichen Folgen eines HoldCo-ESOPs für die Mitarbeiter der OpCo. Wir beschränken uns hier auf Fragen des deutschen Steuerrechts und betrachten dies nur aus der Sicht des Mitarbeiters und erörtern daher nicht die steuerlichen Folgen für die OpCo.

Zeitpunkt/Ereignis	Wichtigste steuerliche Konsequenzen
Zuteilung der Optionen	Keine Besteuerung (dies gilt, solange Optionen nicht übertragen oder anderweitig wirtschaftlich verwertet werden).
Gewährung von Restricted Stock	<p>Sofern nicht zum Verkehrswert erworben, Besteuerung auf der Grundlage der Differenz zwischen dem Verkehrswert der erworbenen Anteile und dem Kaufpreis zuzüglich etwaiger Anschaffungsnebenkosten (der Besteuerungszeitpunkt verschiebt sich im Einzelfall, wenn die Restricted Stocks so erheblichen Verfügungs-, Gewinnbezugs- und sonstigen (Rechts-) Beschränkungen unterliegen, dass in der Gewährung aus deutscher Sicht noch kein Zufluss liegt. Zufluss tritt dann später mit Wegfall der Beschränkungen ein. Ist der Verkehrswert bis dahin gestiegen, steigt auch die Steuer, so dass die Verschiebung des Besteuerungszeitpunkts regelmäßig nachteilig ist).</p> <p>Steuersatz: Bis zu ca. 47,5% (inkl. Solidaritätszuschlag, ggf. zzgl. Kirchensteuer).</p> <p>Nach derzeitiger Rechtslage ist die Steuerstundung gem. § 19a EStG für solche Anteilszuteilungen noch nicht möglich, da die Zuteilung nicht durch den Arbeitgeber (OpCo), sondern durch eine Gruppengesellschaft (HoldCo) erfolgt. Zu den Einzelheiten und warum sich dies in naher Zukunft ändern könnte, siehe weiter unten.</p>
Bei Vesting für Restricted Stock/ Optionen	Keine Besteuerung (dies gilt, solange Optionen nicht übertragen oder anderweitig wirtschaftlich verwertet werden).
Optionsausübung	<p>Besteuerung der Differenz zwischen dem Verkehrswert der bei der Ausübung der Optionen ausgegebenen Anteile zum Zeitpunkt der Ausübung und dem Ausübungspreis zuzüglich etwaiger Ausübungskosten (siehe oben zur möglichen zeitlichen Verschiebung des Zufluss- und Besteuerungszeitpunkts in Fällen, in denen die ausgegebenen Anteile erheblichen Beschränkungen unterliegen).</p> <p>Steuersatz: Bis zu ca. 47,5% (inkl. Solidaritätszuschlag, ggf. zzgl. Kirchensteuer).</p>
Bei einem nachträglichen Verkauf von Restricted Stock/Anteilen, die bei der Ausübung von Optionen ausgegeben werden	<p>Besteuerung des Veräußerungsgewinns, d.h. der Differenz zwischen dem Veräußerungserlös und dem zwischenzeitlichen Verkehrswert der ausgegebenen Anteile, der zum Zeitpunkt der Optionsausübung (oder im Einzelfall im späteren steuerrechtlich relevanten Zuflusszeitpunkt) die Steuergrundlage für Einkommensteuerzwecke war (siehe oben), zuzüglich etwaiger Veräußerungskosten.</p> <p>Steuersatz:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Arbeitnehmer hat in den letzten 5 Jahren zu keinem Zeitpunkt 1% Beteiligung oder mehr gehalten: Bis zu ca. 26,4% (inkl. Solidaritätszuschlag, ggf. zzgl. Kirchensteuer).</li> <li>2. In anderen Fällen: Bis zu ca. 28,5% (inkl. Solidaritätszuschlag, ggf. zzgl. Kirchensteuer).</li> </ol> <p>Nach neuester Rechtsprechung des obersten deutschen Finanzgerichts scheinen Restunsicherheiten hinsichtlich der Anwendbarkeit der Kapitalertragsbesteuerung endlich zugunsten des Arbeitnehmers geklärt, wenn er für die Veräußerung einen marktüblichen Preis erhält; die Reaktion der Finanzverwaltung bleibt aber abzuwarten.</p>

## 2.2 Einige Regelungen in US ESOPs

Da wir die wichtigsten Regelungen, die für alle Arten von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen relevant sind, in einem anderen Leitfaden erörtert haben, beschränken wir uns hier auf einige wesentlichere Unterschiede zwischen den typischen Bedingungen eines deutschen (VSOP) und eines amerikanischen (ESOP) Programms.

**Hemmung des Vestings:** In deutschen Programmen ist es üblich, das Vesting für Zeiten der Abwesenheit nur mit bestimmten Ausnahmen auszusetzen, z.B. gibt es in der Regel keine Aussetzung während Mutterschutz oder Elternzeit (bei letzterem jedenfalls, sofern dieser eine bestimmte Dauer nicht überschreitet) usw. Ein solches fortgesetztes Vesting (oder wirtschaftlich vergleichbare Gutschriften bei Wiederaufnahme der Tätigkeit zu einem späteren Zeitpunkt) ist in den USA weniger üblich, kann aber vereinbart werden.



**Accelerated Vesting:** Dies ist in US-Programmen außer für die Führungsebene eher unüblich, und wenn dies vereinbart wird, wird in der Regel ein sog. Double-Trigger Accelerated Vesting vereinbart.

**Leaver-Bestimmungen:** Bei US-Programmen wird in der Regel nicht zwischen Good und Bad Leaver unterschieden. Vielmehr verliert ein Begünstigter nur dann alle Optionen (unabhängig davon, ob sie gevested sind oder nicht), wenn ihm aus wichtigem Grund gekündigt wird (dabei sind die relevanten Kündigungsgründe in der Regel sehr eng definiert, z.B. schwerwiegendes vorsätzliches Handeln, kriminelle Handlungen und schwere Compliance-Verstöße).

**Ausübungszeiträume:** Dies ist unserer Meinung nach eine häufige Quelle der Verwirrung und manchmal auch der Frustration. Bei einem typischen deutschen VSOP muss ein Begünstigter, der das Unternehmen verlässt, in der Regel nichts unternehmen. Sofern es sich nicht um einen Bad Leaver handelt, behält er in der Regel seine Ansprüche aus den gevesteten virtuellen Anteilen auf eine Zahlung durch das Unternehmen im Falle eines zukünftigen Liquiditätsereignisses (obwohl der Plan eine Frist vorsehen kann, nach der alle unverfallbaren virtuellen Anteile ohne Entschädigung verfallen).

Die Situation bei einem US-amerikanischen ESOP ist in der Regel anders gelagert. Hier muss eine Option (soweit sie gevestet war und bisher nicht ausgeübt wurde) innerhalb bestimmter Zeiträume nach Beendigung des Anstellungsverhältnisses des jeweiligen Begünstigten ausgeübt werden. Typische Ausübungszeiträume sind:

- im Allgemeinen: drei Monate;
- bei Beendigung des Anstellungsverhältnisses aufgrund von Arbeitsunfähigkeit: zwölf Monate; und
- Beendigung des Anstellungsverhältnis durch Tod: zwölf Monate.

(Restricted Stock müssen dagegen nicht ausgeübt werden – bei Restricted Stock erfolgt die Zahlung durch den Begünstigten beim Kauf und nicht bei der Ausübung wie bei den Optionen.)

Ein solcher Ausübungszeitraum bedeutet, dass Begünstigte, die aus dem Unternehmen ausgeschieden sind, im Allgemeinen alle gevesteten Optionen innerhalb des festgelegten Zeitrahmens ausüben müssen oder den Verfall aller gevesteten, aber nicht ausgeübten Optionen riskieren. Je nach Höhe des in der

Optionsvereinbarung vereinbarten Ausübungspreises (Strike Price) wird dies von europäischen Unternehmen manchmal als unfair und als Nachteil im Wettbewerb um Talente auf dem Heimatmarkt angesehen, da der Begünstigte in diesem Szenario gezwungen ist, entweder die Option auszuüben und Steuern auf die positive Differenz zwischen dem Ausübungspreis und dem Verkehrswert der der Option zugrunde liegenden Anteile zum Zeitpunkt der Ausübung der Option zu zahlen oder seine Optionen zu verlieren. Daher vereinbaren einige Unternehmen eine Verlängerung des Ausübungszeitraums bis zu dem Datum, an dem die Option als solche ausläuft (in der Regel zehn Jahre nach dem Datum ihrer Gewährung).

Es gilt aber zu beachten, dass in der jeweiligen individuellen Optionsvereinbarung zwar längere Ausübungszeiträume möglich sind (insbesondere deutsche Begünstigte könnten dies verlangen, da sie nicht daran gewöhnt sind, einen Strike Price zu einem Zeitpunkt zu zahlen, an dem sie nicht wissen, ob ein Liquiditätsereignis wahrscheinlich ist oder nicht), ISOs aber in jedem Fall innerhalb von drei Monaten ausgeübt werden müssen, um den ISO-Status zu behalten (nur für in den USA steuerlich ansässige Personen relevant).

### 3. ALLOKATIONEN UNTER EINEM US ESOP UND § 19A EStG – VIELLEICHT EINES (NICHT ZU FERNEN) TAGES

Diejenigen unter unseren Lesern, die eher der Fraktion "Espresso" (Hauptsache schnell und wirkt) angehören, können dieses Kapitel vorerst überspringen, da die erst Anfang des Jahres reformierten Steuerstundungsregeln gem. § 19a Einkommensteuergesetz ("**EstG**") (noch) nicht für Zuteilungen an Mitarbeiter der OpCo im Rahmen des auf HoldCo-Ebene eingerichteten ESOP gelten. Das aktuelle Recht setzt vielmehr voraus, dass die zugewiesenen Anteile (unmittelbar oder aufgrund Ausübung einer vorher gewährten Option) Anteile des Arbeitgebers sein müssen und das wird häufig nicht die HoldCo, sondern die OpCo sein. Wenn Sie jedoch (wie die für dieses Kapitel verantwortlichen Autoren) gerne einen guten Cappuccino trinken und eine Minute Zeit haben, ist es vielleicht eine gute Idee, weiterzulesen. Es gibt aktuell frühe Bestrebungen, den Anwendungsbereich der Steueraufschubregeln so zu erweitern, dass auch Zuweisungen durch eine Gruppenobergesellschaft (z.B. HoldCo) an Mitarbeiter ihrer Tochtergesellschaften (z.B. OpCo) unter bestimmten Bedingungen erfasst werden – dies wird als "Gruppenprivileg" bezeichnet. Dies könnte zukünftig auch ausländischen Gruppenobergesellschaften zugutekommen. Allerdings ist der Weg bis zum verabschiedeten Gesetz noch lang.

Eines der Haupthindernisse bei der Gewährung von echten Anteilen an Mitarbeiter (neben den – auch heute fortbestehenden – "Governance"-Problemen, die echte Anteile mit sich bringen) ist die so genannte "Dry-Income"-Besteuerung. Kurz gesagt, wenn Mitarbeitern echte Anteile unter ihrem Marktwert gewährt werden, würde dies nach deutschem Steuerrecht Lohnsteuern (uuuh...) auf den Verkehrswert dieser Anteile (was auch immer das ist...) im Regelfall direkt bei der Gewährung auslösen (autsch...). Die Begünstigten würden zu einem Zeitpunkt besteuert werden, zu dem sie keine Liquidität erhalten.

Seit Jahren werden diese Unzulänglichkeiten im Start-up Ökosystem weitgehend einstimmig kritisiert. Die Politik hat diese Kritik aufgegriffen (wobei man sich fragen kann, ob sie tatsächlich zugehört hat) und im Jahr 2021 das *Fondsstandortgesetz* verabschiedet. Damit wurde der Freibetrag für Mitarbeiterbeteiligungen (§ 3 Nr. 39 EStG) zum ersten Mal seit 2009 (!) erhöht und mit Wirkung zum 1. Juli 2021 von EUR 360 auf EUR 1.440 vervierfacht (wow, was für ein Sprung nach vorne...). Vor allem aber sah der § 19a EStG in der Fassung des *Fondsstandortgesetzes* erstmals unter bestimmten Voraussetzungen bei einer Anteilsgewährung eine Stundung der Lohn-/Einkommensteuer auf die Differenz zwischen dem etwaigen Ausgabepreis und dem Verkehrswert der Anteile bei der Ausgabe für bis zu 12 Jahre vor. Diese Gesetzesreform wies jedoch erhebliche Mängel auf, da sie die Stundung u.a. von der Fortsetzung des Beschäftigungsverhältnisses des Begünstigten abhängig machte, was für Begünstigte, die erwägen, ihren Arbeitgeber vor dem Ausscheiden aus dem Unternehmen zu verlassen, ein großes Steuerrisiko bedeutete. Darüber hinaus galt das Gesetz nur für bestimmte KMU und schloss viele der deutschen Wachstumsunternehmen in der Spätphase aus. Es wurde schnell deutlich, dass das *Fondsstandortgesetz* viele der tatsächlichen Probleme nicht gelöst hatte.

Der deutsche Gesetzgeber hat diese Kritik zeitnah aufgegriffen, um das vorherige Reformgesetz zu reformieren. Mit dem 1. Januar 2024 wurde § 19a EStG durch das *Zukunftsfinanzierungsgesetz* geändert und dies brachte wichtige Änderungen für die Mitarbeiterbeteiligung in Deutschland (auch wenn es das zunächst vorgesehene Gruppenprivileg nicht in den finalen Gesetzestext schaffte):

Der neue deutsche Steuerrahmen für Mitarbeiterbeteiligungen an Start-up- und Wachstumsunternehmen wurde sehr positiv aufgenommen. Aus unserer bescheidenen Sicht ist er jetzt zwar in einem besseren Zustand, einige relevante Praxisprobleme bleiben aber (und auch die Governance-Probleme werden größtenteils fortbestehen, z.B. ist die GmbH nicht dafür ausgelegt, viele Gesellschafter zu haben und auch die Notwendigkeit, jede Anteilsbewegung notariell zu beurkunden, macht die Umsetzung teuer...)<sup>27</sup>.

27. Wir haben uns mit einigen dieser Probleme in einem kurzen Beitrag befasst, der hier abgerufen werden kann: <https://www.orricks.com/de-DE/Insights/2023/11/Zukunftsfinanzierungsgesetz-und-ESOPs-Wirklich-der-grosse-Wurf>

Hier einige der neuen Regelungen:

- Die allgemeine Steuerbefreiung für den geldwerten Vorteil der unentgeltlichen oder verbilligten Überlassung von Arbeitnehmerbeteiligungen soll attraktiver werden (vgl. § 3 Nr. 39 EStG): Der unter bestimmten Voraussetzungen zu gewährende jährliche Freibetrag wurde von EUR 1.440 auf EUR 2.000 erhöht.
- Die Regelungen zur Steuerstundung bei Mitarbeiterbeteiligung wurden vereinfacht, um eine Besteuerung des jeweiligen Arbeitnehmers ohne Liquiditätszufluss (Dry-Income) zu vermeiden (vgl. § 19a EStG):
- Der Anwendungsbereich für die Start-ups, die von den Neuregelungen Gebrauch machen können, wurde gegenüber dem *Fondsstandortgesetz* deutlich ausgeweitet:
  - <1000 vs. <250 Mitarbeiter; ≤EUR 100 Millionen vs. ≤EUR 50 Millionen Jahresumsatz; ≤EUR 86 Millionen vs. ≤EUR 43 Millionen Bilanzsumme;
  - Diese Schwellenwerte müssen einmal im laufenden oder in den vorangegangenen sechs Jahren erreicht worden sein vs. im laufenden oder letzten Jahr; und
  - das Start-up darf nicht älter als 20 Jahre sein (vorher 12 Jahre).
- Ausweitung auf Fälle, in denen die Anteile (am Arbeitgeber) nicht vom Arbeitgeber selbst kommen, sondern von den Gesellschaftern gewährt werden.
- Behandlung von Leaver Events: Begrenzung der Einkünfte auf die vom Arbeitgeber für den Rückwerb der Anteile des Arbeitnehmers gezahlte Gegenleistung (im Gegensatz zur bisherigen Rechtslage, wo der Verkehrswert die Untergrenze bildete); außerdem erfolgt die Besteuerung nur bei einer späteren Übertragung oder Veräußerung der Anteile, wenn der Arbeitgeber die sekundäre Haftung für die Steuerschuld übernimmt (früher war solch ein Aufschub nicht möglich).
- Zudem wurde die maximale Steuerstundung von 12 Jahren auf 15 Jahre verlängert, die neuerdings zudem durch Haftungsübernahme des Arbeitgebers weiter verlängert werden kann.

## 4. EXKURS: DIE AUSGABE DEUTSCHER VIRTUELLER ANTEILE AN US-STEUERPF LICHTIGE

Deutsche Start-ups versuchen häufig, Talente unabhängig vom Standort einzustellen oder verfolgen eine Internationalisierungsstrategie, die es erforderlich macht, dass sie Mitarbeiter vor Ort einstellen. Oft erwarten diese ausländischen Mitarbeiter irgendeine Form der Mitarbeiterbeteiligung. Es stellt sich also die Frage, ob das deutsche Start-up sein deutsches Mitarbeiterbeteiligungsprogramm (in der Regel also ein typisches VSOP) auch für solche internationalen Mitarbeiter nutzen kann.

Auch wenn die Antwort "im Allgemeinen Ja" lautet, sollten deutsche Start-ups besondere Vorsicht walten lassen, wenn sie ein typisches "deutsches" VSOP verwenden, um Mitarbeitern, die in bestimmten Ländern, insbesondere in den USA, steuerlich ansässig sind, virtuelle Anteile zu gewähren:

**Steuerrechtliche Themen in den USA:** An dieser Stelle ersparen wir es uns allen, in die Untiefen des US-Steuerrechts einzutauchen. Nur so viel sei gesagt: Die Ausgabe von virtuellen Anteilen unter einem VSOP an US-Begünstigte (also US-Steuerzahler) wird bereits in dem Moment steuerpflichtig, in dem irgendein zeitbasiertes Vesting eintritt (!), es sei denn, es besteht für den Begünstigten zusätzlich ein tatsächliches Verlustrisiko in Bezug auf die virtuellen Anteile. Warum ist das problematisch? Nun, deutsche VSOPs sehen in der Regel kein Verfallsdatum der gewährten virtuellen Anteile vor. Erfasst die Definition des Exits/Liquiditätsereignisses unter dem VSOP auch einen Börsengang (wie üblicherweise der Fall) oder eine andere öffentliche Notierung, dann muss der Plan zwingend eine zeitliche Begrenzung der virtuellen Anteile vorsehen, um den US-Steuerregeln zu genügen. Der US-Marktstandard liegt bei sieben Jahren ab jeweiliger Gewährung der virtuellen Anteile. Das bedeutet, dass das VSOP – jedenfalls für die US-Begünstigten – vorsehen muss, dass die virtuellen Anteile entschädigungslos verfallen, wenn innerhalb des Zeitraums von üblicherweise sieben Jahren ab Gewährung der jeweiligen virtuellen Anteile kein Exit eintritt.

Als Alternative könnte man auch den Börsengang aus der Liste der Trigger Events für die Mitarbeiterbeteiligung streichen (dies dürfte den Begünstigten jedoch aus offensichtlichen Gründen nicht gefallen, wenngleich es durchaus aus wirtschaftlicher Sicht Ersatzlösungen gibt, z.B. IPO-Bonusvereinbarungen – die schwierig zu gestalten sind unter US-Steuerregelungen).

Vor diesem Hintergrund sind deutsche Start-ups gut beraten, vor der Ausgabe von virtuellen Anteilen an einen in den USA ansässigen Begünstigten (steuer-)rechtlichen Rat einzuholen. Sie laufen ansonsten Gefahr, Probleme mit dem IRS zu bekommen oder unabsichtlich nachteilige steuerliche Folgen für den betreffenden Mitarbeiter auszulösen.

**US-Wertpapierrecht:** Der zweite Aspekt, der vor einer Ausgabe von virtuellen Anteilen an US-Begünstigte geklärt werden sollte, ist die Frage, ob eine solche Ausgabe mit den Bestimmungen des US-Wertpapierrechts in Einklang steht. Virtuelle Anteile können "Wertpapiere" im Sinne des US-Rechts darstellen, sowohl nach US-Bundesrecht als auch dem Recht der einzelnen Bundesstaaten. Erfreulich ist insoweit, dass häufig relativ weitreichende Ausnahmen von der Registrierungspflicht für Mitarbeiterbeteiligungsprogramme greifen werden (allerdings können beim Überschreiten bestimmter Schwellenwerte dennoch gewisse Offenlegungspflichten ausgelöst werden). Dies hängt jedoch wiederum von dem Bundesstaat ab, in dem der jeweilige Begünstigte in den USA ansässig ist. Daneben kommen in einigen Bundesstaaten, wie z.B. New York, unter Umständen bestimmte Meldevorschriften zur Anwendung, deren Einhaltung allerdings nicht besonders aufwendig ist.

---

## B. Our International Platform for Technology Companies



The leading German legal data base JUVE nominated us for **Private Equity and Venture Capital Law Firm of the Year** in Germany 2021 and 2019, and named our partner Sven Greulich one of the top VC lawyers in Germany (2023/2024)



Leader in Venture Capital and Corporate/M&A  
2024



#1 Most Active VC Law Firm in Europe  
for eight years in a row  
*PitchBook Q1 2024*

### Dedicated to the needs of technology companies and their investors

**Atomico | BlackRock | Coatue | Griffin Gaming Partners  
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 global buyouts by deal count (*MergerMarket*, FY 2023) and the #1 most active law firm in European venture capital (*PitchBook*).



The 2023 State of European Tech Report prepared by *Atomico* in partnership with *Slush*, *Orrick* and *HSBC Innovation Banking*, 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<sup>9</sup>'s €215 million Series B

## 75+ Flip Transactions

advised more than 75 German start-ups on getting into a US/German holding structure and subsequent financings



## WE ADVISE TECH COMPANIES AT ALL STAGES:

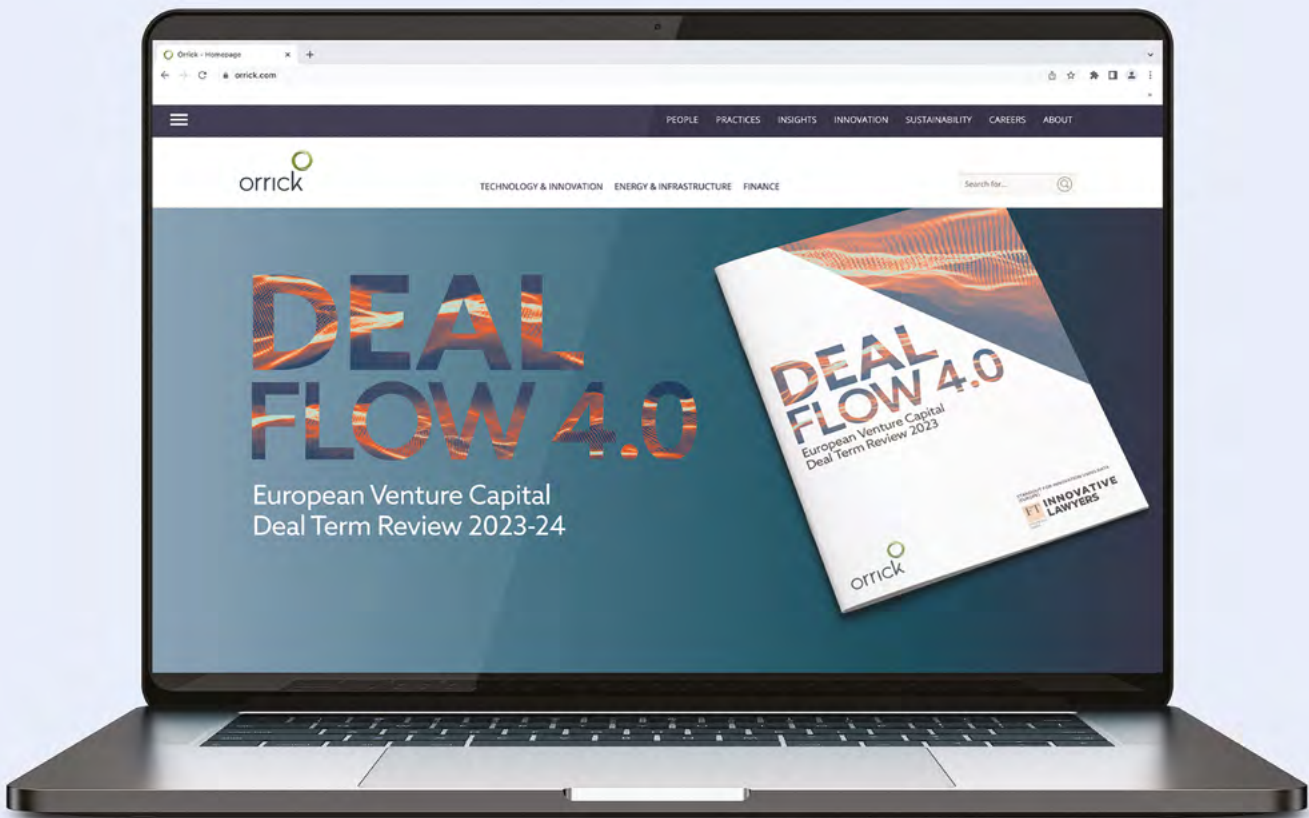
Representing **100+ unicorns**

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

In 2022 and 2023, advised on **2,000+ VC financings** valued at **\$80+ 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 3 for innovation eight years in a row.



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 350 venture financing deals across Europe in 2023, raising more than \$7.2 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.

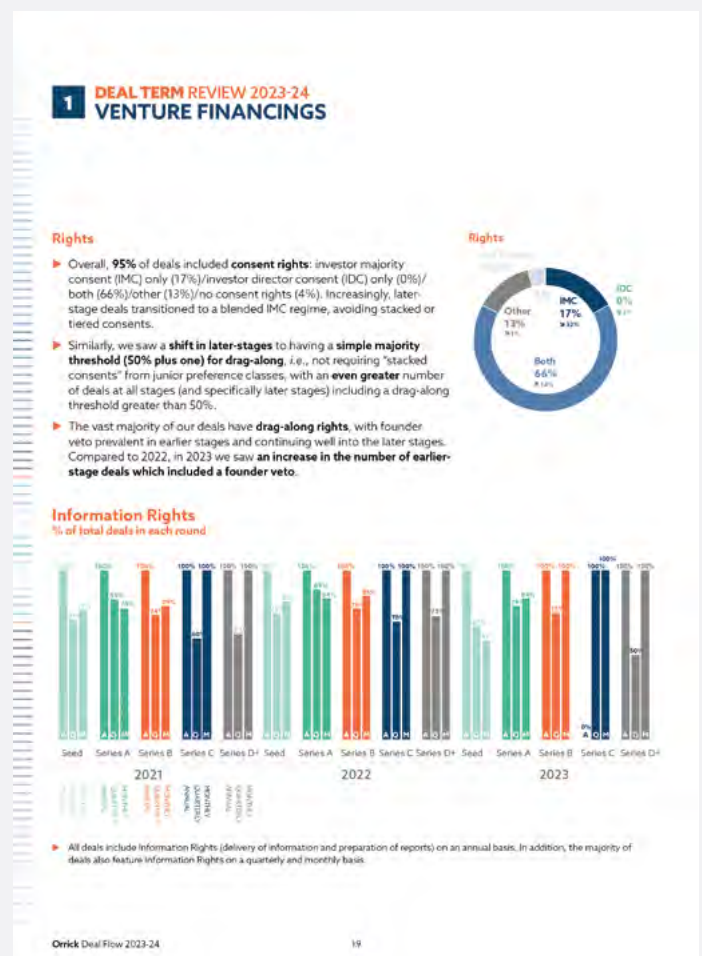
For crucial topics such as

**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 4.0 with our analysis of the 2023 deal terms is available at [orrick.com](http://orrick.com).



# INNOVATION INSPIRES US.

And we're committed to leading it.  
We're working to improve legal services delivery.

## WE INNOVATE BY:

IMPROVING WORKFLOW WITH  
HUMAN-CENTERED DESIGN.

APPLYING ANALYTICS  
TO LEGAL PROBLEMS.

BRINGING GREATER  
CERTAINTY TO PRICING.

**FT** INNOVATIVE LAWYERS  
NORTH AMERICA  
2023 WINNER

Most Digital Law Firm

Top 3 Most Innovative Law Firm – 8 years in a row

In its annual Innovative Lawyers Report, Financial Times has named Orrick top 3 for innovation eight years in a row for various projects focused on delivering innovative solutions — and also selected us as the Most Digital Law Firm in North America in 2023.

“

Orrick is reimagining how to use  
data in the delivery of legal services.

*Reena Sengupta,*  
RSG Consulting

”

# C. Die Autoren



## **Carsten Bernauer**

DÜSSELDORF

[cbernauer@orrick.com](mailto:cbernauer@orrick.com)

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



## **Carsten Engelings**

DÜSSELDORF

[cengelings@orrick.com](mailto:cengelings@orrick.com)

*Carsten Engelings* (Rechtsanwalt und Steuerberater) ist Senior Associate im Bereich Steuern. Er berät deutsche und internationale Mandanten in deutschen Steuer- und Buchhaltungsfragen. Hauptaugenmerk liegt auf Unternehmenstransaktionen, Restrukturierungen und Incentivierungsprogrammen.



## **Elizabeth Gavin**

LONDON

[egavin@orrick.com](mailto:egavin@orrick.com)

*Elizabeth Gavin* ist Associate in unserer Technology Companies Group. Sie ist eine in den USA zugelassene Anwältin und arbeitet in unserem Londoner Büro. Elizabeth berät Wachstumsunternehmen und Venture Capital Fonds bei Finanzierungsrunden und in Fragen der Unternehmensgründung und -führung. Ihr Schwerpunkt liegt auf der Begleitung grenzüberschreitender Venture Capital Transaktionen.



## **Sven Greulich (Author and Editor)**

DÜSSELDORF

[sgreulich@orrick.com](mailto:sgreulich@orrick.com)

*Dr. Sven Greulich*, LL.M. (Cantuar), EMBA, Partner in unserer Technology Companies 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, Legal500, Chambers Europe). Das Fachmagazin JUVE zählt Sven zu den 20 führenden Venture-Capital-Beratern in Deutschland.



### **John Harrison**

SAN FRANCISCO

[johnharrison@orrick.com](mailto:johnharrison@orrick.com)

*John Harrison* ist Partner in unserer Technology Companies Group und arbeitet in unserem Büro in San Francisco. John berät wachstumsstarke Technologieunternehmen und ihre Investoren bei Eigen- und Fremdkapitalfinanzierungen, M&A-Projekten, Übernahmeangeboten, Börsengängen und in gesellschafts- und wertpapierrechtlichen Angelegenheiten. Sein besonderer Fokus liegt dabei auf Start-ups im Bereich der Künstlichen Intelligenz, wo er einige der bekanntesten Namen im US-Markt berät.



### **Benedikt Kamann**

DÜSSELDORF

[bkamann@orrick.com](mailto:bkamann@orrick.com)

*Dr. Benedikt Kamann* ist Associate in der deutschen Kartell- und Regulierungspraxis von Orrick und auf die Beratung in den Bereichen Kartell- und Wettbewerbsrecht sowie Investitionskontrolle fokussiert.



### **Lars Mesenbrink**

DÜSSELDORF

[lmesenbrink@orrick.com](mailto:lmesenbrink@orrick.com)

*Dr. Lars Mesenbrink*, Partner und Leiter der deutschen Kartell- und Regulierungspraxis von Orrick, berät Mandanten in allen regulatorischen Fragen. Sein besonderer Fokus liegt auf Investitionskontrollverfahren, Kartellrecht, Fusionskontrolle und handelsrechtlichen Aspekten einschließlich Exportkontrolle.



### **Onur Öztürk**

MUNICH

[ooeztuerk@orrick.com](mailto:ooeztuerk@orrick.com)

*Onur Öztürk* ist Senior Associate im Bereich Corporate sowie M&A und Private Equity. Er berät deutsche und internationale Mandanten in allen Fragen des Gesellschaftsrechts. Sein Schwerpunkt liegt auf inländischen und grenzüberschreitenden M&A- und Venture-Capital-Transaktionen. Onur hat zahlreiche deutsche Start-ups bei Flip-Transaktionen in die USA beraten, insbesondere solche, die vom Y-Combinator in sein Programm aufgenommen wurden.





### **Johannes Rüberg**

MUNICH

[jrueberg@orrick.com](mailto:jrueberg@orrick.com)

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



### **Stefan Schultes-Schnitzlein**

DÜSSELDORF

[sschnitzlein@orrick.com](mailto:sschnitzlein@orrick.com)

*Dr. Stefan Schultes-Schnitzlein* ist Rechtsanwalt und Steuerberater. Er ist Partner im Bereich Steuern und betreut seit ca. 15 Jahren schwerpunktmäßig Investitionen in Unternehmen, Unternehmenskäufe und -verkäufe sowie Restrukturierungen. Dabei gewinnt die Beratung von Wachstumsunternehmen und ihrer Gründer und Investoren auf beiden Seiten des Atlantiks stetig an Bedeutung.



### **Ilona Schütz**

DÜSSELDORF

[ischuetz@orrick.com](mailto:ischuetz@orrick.com)

*Ilona Schütz* ist Managing Associate in unserer Technology Companies Group und berät Gründer und Technologieunternehmen. Ilona verfügt über besondere Erfahrungen bei Ausgründungen aus dem universitären Umfeld.



### **Christopher Sprado**

DÜSSELDORF

[csprado@orrick.com](mailto:csprado@orrick.com)

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



### **Alexandra Wood**

AUSTIN AND SAN FRANCISCO

[awood@orrick.com](mailto:awood@orrick.com)

*Alexandra Wood* ist Partnerin in unserer Technology Companies Group. Alex berät Start-ups und wachstumsstarke Unternehmen in den Sektoren Technology und Life Science von der Gründung bis zum Exit. Vor ihrer Anwaltskarriere leitete sie internationale Entwicklungsprogramme in Europa, Asien, Lateinamerika und dem Nahen Osten.



### **Jason Wu**

LONDON

[jwu@orrick.com](mailto:jwu@orrick.com)

*Jason Wu* ist Of Counsel in unserer US Technology Companies Group. Aufgrund seines Schwerpunkts auf grenzüberschreitende Transaktionen zwischen Europa und den USA ist er nun in unserem Londoner Büro tätig, nachdem er seine Karriere als Prozessanwalt in unserem Büro in San Francisco begonnen hatte. Jason berät Technologieunternehmen und Venture Capital Investoren bei Finanzierungsrunden, Unternehmensgründungen und zu Fragen der Corporate Governance sowie allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Fragen.

# Other Issues in this Series

[www.orrick.com/en/Practices/Orrick-Legal-Ninja-Series-OLNS](http://www.orrick.com/en/Practices/Orrick-Legal-Ninja-Series-OLNS)

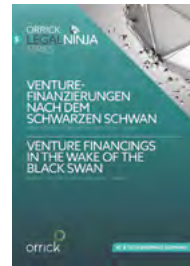


## OLNS #1 – Venture Debt for Tech Companies

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

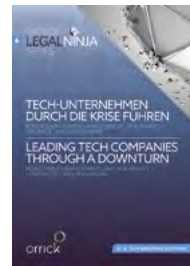
In the current environment, all market participants, and especially entrepreneurs, need to be prepared for a softening in venture financing and make plans to weather the storm. In this guide, we share some of our observations on the most recent developments and give practical guidance for fundraising 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

(this revised edition replaces Dec 2019 issue)

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 #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 #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, some of which could – with the right support systems and policies in place – be considerably less stressful. 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 composition of the first cap table, important considerations for the initial legal set-up (founder HoldCos and US 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 #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#11: Bridging the Pond – US**  
**Venture Capital Deals from a German**  
**Market Perspective**  
August 2023

Venture financings and deal terms in the US and in Germany have many similarities but there are also some differences. To help navigate these challenges, we have put together OLNS#11. OLNS#11 is a guide that offers founders and investors with a "German market" background an introduction to US VC deals and helps them understand where US 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 US/German holding structure (the famous flip).

---

## DANKSAGUNGEN

Die Autoren danken Lars Wöhning und Justine Koston aus dem Know-how-Team von Orrick für ihre wertvollen Beiträge zu dieser Publikation. Sie sind weiterhin Andreas Gerhards und Daniela Schwaer vom Business-Development-Team, Nuno Teixeira aus Orricks Design-Team sowie den wissenschaftlichen Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern Renée Düster, Kim Olivia Supe-Dienes, Marius Molzahn und Robert Schlickeisen für die wertvolle Hilfestellung und Unterstützung bei der Erstellung, graphischen Umsetzung und Produktion der vorliegenden jüngsten Ausgabe der Orrick Legal Ninja Series dankbar.



---

## IHR ANSPRECHPARTNER

Dr. Sven Greulich, LL.M. (Cantabur), EMBA

T +49 211 3678 7261

sgreulich@orrick.com

---

## 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.

©2024 Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP. All rights reserved.

