

RAW

1

Recht ■ Automobil ■ Wirtschaft Unternehmen | Technologie | Beratung

WISSENSCHAFTLICHER BEIRAT

Professor Dr. Frank Arloth,

Amtschef des Bayerischen
Staatsministeriums der Justiz

Andrea Czarnecki, Group General
Counsel Continental AG

Professor Dr. Markus Gehrlein,

Richter am Bundesgerichtshof a. D.

Karin E. Geissl, Rechtsanwältin,
Attorney at Law, Freshfields Bruckhaus
Deringer

Dr. Peter Gladbach,

Datenschutzbeauftragter AUDI AG

Professor Dr. Christian Heinrich,

Katholische Universität, Ingolstadt

Dr. Florian Hofer, LL.M., Chief Legal and
Compliance Officer, Daimler Truck AG

Dr. Uta Karen Klawitter,

General Counsel AUDI AG

Professor Dr. Thomas Klindt,

Rechtsanwalt, Noerr

Nora Klug, LL.M.,

General Counsel Robert Bosch GmbH

Professor Dr. Rolf-Dieter Mönning,

Rechtsanwalt, Mönning Feser Partner

Professor Dr. Dr. h.c. Hanns Prütting,

Universität zu Köln

Professor Dr. Jens M. Schmittmann,

Rechtsanwalt, FOM Hochschule, Essen

Dr. Stefan Schröcker,

Leiter Recht, Produktion und Vertrieb,
BMW AG

Dr. Reinhard Siegert, Rechtsanwalt,

Heuking Kühn Lüer Wojtek

Dr. Martin Wagener,

Rechtsanwalt

SCHRIFTFLEITUNG

Dr. Nicholas Schoch, Rechtsanwalt,
Freshfields Bruckhaus Deringer

STÄNDIGE MITARBEITER

Dr. Charlotte Harms, Paul Harenberg,
Camillo v. Haugwitz

- 1 Wolfgang Niedermark
Eine neue Industriestrategie für Europa
- 2 Paul Harenberg und Dr. Johannes Janning, LL.M. (LSE)
**Closing Draghi's Innovation Gap – Innovationsfinanzierung durch Corporate
Venture Capital im Automotive Sektor**
- 14 Stefan Hauser und Rafael Lier
Die CO₂-Flottengesetzgebung für schwere Nutzfahrzeuge in der EU
- 22 Dr. André Lippert und Constanze Schweidtmann, LL.M. (Stockholm)
**Waldschutz in Fahrt: Rechtliche Implikationen der EU-Entwaldungsverordnung für
die Automobilindustrie**
- 31 Dr. Anne de Boer
Die ESG-Rating Verordnung im Überblick
- 33 Stefanie Fay, Dr. Maximilian Menn und Dr. Fabian Seigfried
**Modernisierung des Zivilprozesses – Aktuelle Auswirkungen auf die Automobil-
wirtschaft (Teil 1)**
- 39 Stefanie Fay, Dr. Maximilian Menn und Dr. Fabian Seigfried
**Modernisierung des Zivilprozesses – Aktuelle Auswirkungen auf die Automobil-
wirtschaft (Teil 2)**
- 44 Martin Egner und Melina Gebhardt
**Wie werde ich Dich wieder los? – Rechtsfragen rund um das Fahrzeug-
Remarketing bzw. den Verkauf von Gebrauchtfahrzeugen**
- 53 Prof. Dr. Christian Pelz
Das neue deutsche Sanktionsstrafrecht und die Automobilwirtschaft
- 58 Dr. Reinhard Siegert und Dr. Lukas Valis
**Kurze Blüte?
Agenturmodell im Neuwagenvertrieb am Scheideweg**
- 63 Prof. Dr. Thomas Klindt
Barrierefreie KFZ-Probefahrten: Gilt das BfSG für Online-Buchungsportale?
- 64 Dr. Christian Piovano
**Hochrisiko-KI-Systeme im Fahrzeug: Von Ausnahmen und Gegenausnahmen
der KI-VO (EU) 2024/1689**
- 69 Thomas Kahl und Teresa Kirschner
Ein Jahr Digital Services Act: Eine Bilanz aus Sicht der Automobilindustrie
- 74 Univ.-Prof. Dr. iur. Christian Koenig, LL.M. (LSE) und Wiss. Mit. Dr. Anton Veidt
Gewährleistung der Anbieterwechselfreiheit in vernetzten Fahrzeugen?
- 81 Claus Wonnemann, Markus Ihle, Philipp Haas und Bernd Lutz
**Organisation konzernweiter Cybersicherheit für Produkte in einem dynamischen
regulatorischen Umfeld**
- 87 Sebastian Gutt
Reagens (AdBlue) – Technische Themen in der rechtlichen Beratung
- 90 Nils Schlenkhoff
**Dokumentationsanforderungen für Emissionen bei EU6 und EU7: Was ist eine AES,
wofür gilt sie und warum sollte sie bei EU7 entfallen?**
- 96 Dr. Lisa-Karen Mannefeld und Eva-Maria Böning
**Strictly confidential?! – Aktuelles zum Schutz von Betriebs- und Geschäfts-
geheimnissen nach dem UIG**
- 100 Lars Eckhoff, LL.M (Wellington) und Phillip Bubinger, M.C.B.L. (Mannheim/Adelaide)
Der „Quasi-Quasi-Hersteller“ des EuGH in der Sache „Ford Italia“

Aufsätze

Paul Harenberg und Dr. Johannes Janning, LL.M. (LSE)*

Closing Draghi's Innovation Gap – Innovationsfinanzierung durch Corporate Venture Capital im Automotive Sektor

Der vielbeachtete „Draghi Bericht“ hat in bemerkenswerter Klarheit fundiert, was schon zuvor vermutet werden konnte: Die künftige Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Volkswirtschaften ist nicht gesichert, Grund sei eine Innovationskluft zu China und den Vereinigten Staaten. Die Politik steht in der Kritik, sich bei ihrer Zukunftsplanung zu sehr auf die die Industrien der Old Economy, darunter auch die Automobilindustrie, verlassen zu haben, die den erforderlichen Prozess schöpferischer Zerstörung nicht optimal begünstigten. Die Wurzel des Innovationsproblems sei jedoch kein Mangel an europäischer Innovationskraft – sondern deren ausbaufähige europäische Finanzierung und Kommerzialisierung. In dieser Diagnose liegt ein Grund für handlungsmotivierenden Optimismus: Die „Innovations-Krise“ koinzidiert mit einem stetigen Zuwachs an Investitionen von Wagniskapital in innovative Wachstumsunternehmen, nicht nur durch traditionelle Finanzinvestoren (Venture Capital), sondern zunehmend auch aus den liquiden Mitteln etablierter Unternehmen (Corporate Venture Capital). Der folgende Beitrag sucht einerseits, das noch nicht vollständig ausgeschöpfte volks- und betriebswirtschaftliche Potenzial dieser Form der strategischen Innovationsfinanzierung durch die Akteure der Automobilwirtschaft aufzuzeigen, und entwickelt andererseits ein weites Verständnis der Rolle der Anwaltschaft bei der Gestaltung der vertrags-, gesellschafts- und steuerrechtlichen Determinanten für dessen effiziente Ausschöpfung de lege lata sowie de lege ferenda.

1. Das Problem: Die Innovations- und Wettbewerbsfähigkeit der europäischen (Automobil-) Industrie

1.1. Einstige Innovationskraft als Bedingung einer (nicht mehr) komfortablen Wettbewerbsposition

Das produzierende Gewerbe – die Industrie – gilt weiterhin als „Rückgrat“ europäischer Volkswirtschaften.¹ Allen voran die Automobilindustrie zeichnet verantwortlich für rund 14 Millionen europäische Arbeitsplätze und damit 6,1 Prozent der Gesamtbeschäftigung in der Europäischen Union – und hat damit maßgeblichen Einfluss auf die Größe des privat erwirtschafteten und anhand politisch determinierter Kriterien verteilbaren Wohlstandsaggregates. Ermöglicht wird diese volkswirtschaftliche Bedeutung durch eine traditionell starke Stellung gerade deutscher OEMs und Zulieferer im internationalen Wettbewerb, die in der Vergangenheit nicht nur für handfeste Exportüberschüsse sondern auch nicht zu unterschätzende positive Reputationseffekte und Vertrauen in die europäische Wertschöpfungsfähigkeit gesorgt haben.² Ihre so hervorgehobene Position im Gefüge der kontinentaleuropäischen und internationalen Wirtschaft ist dabei wohl weder Zufall noch Produkt einer ein-

zigen Pfadabhängigkeit. Im Gegenteil liegt es nahe, aus der in den Zeiträumen 1871 bis 1913 (Hochindustrialisierung) und 1949 bis in die 1970er (Wirtschaftswunder) beobachteten Korrelation zwischen – an der Anzahl radikaler technologischer Innovationen bzw. am imperfekten Maßstab von (erfolgreichen) Patentanmeldungen gemessener – technischer Innovationskraft einerseits und dem zu verzeichnenden Wirtschaftswachstum andererseits auf eine Kausalität zu schließen, die die wohlfahrtstiftende Erfolgsgeschichte und den hierauf basierenden *status quo* auch der hiesigen Automobilindustrie (mit)erklären kann.³ Innovation erscheint demnach als nicht unwesentliche Determinante wirtschaftlichen Erfolgs im internationalen Wettbewerb.⁴

1.2. Die Zukunft der europäischen Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit: Innovations- oder Finanzierungslücke?

Leser:innen⁵ der RAW sowie der allgemeinen Wirtschaftspresse bedürfen keiner weiteren schlagwortartigen Einführung in die nicht erst seit gestern bekannten Herausforde-

* Mehr über die Autoren erfahren Sie auf S. III.

- 1 Diese gebräuchliche Redewendung darf nicht den nüchternen Blick darauf verstellen, dass der weit überwiegende Teil (rund 73 %) der in EU Mitgliedstaaten generierten Wertschöpfung beständig aus Dienstleistungen stammt – denen jedoch ohne eine wachstumsfähige Industrie (Wertschöpfungsanteil rund 25 %) die Grundlage entzogen würde, vgl. hierzu mit Gegenüberstellung zu den Vereinigten Staaten (≈81:19 %), Japan (≈72:27 %) und China (≈54:39 %) EZB, Structure of the euro area economy – Key real economy characteristics of the euro area and other major economic areas in 2023, 2025, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/eaec/html/index.en.html> (dieser sowie sämtliche nachfolgenden Links wurden zuletzt abgerufen am 26.1.2025).
- 2 Vgl. zuletzt Cornet et al., McKinsey – A road map for Europe's automotive industry, August 2023, S. 2 f. („The automotive industry is a jewel of the European economy“), <https://www.mckinsey.com/industries/automotive-and-assembly/our-insights/a-road-map-for-europes-automotive-industry>.
- 3 Hierzu eingehend Naudé/Nagler, The Rise and Fall of German Innovation, IZA Discussion paper no. 14151, März 2021, S. 3 ff., insb. Table 1, S. 7 ff., insb. Fig. 1, 2 <https://ssrn.com/abstract=3798907>.
- 4 Empirisch zur Korrelation zwischen Innovationskraft (gemessen an Patentanmeldungen) und Wirtschaftswachstum (gemessen am Bruttoinlandsprodukt; BIP) sowie mit der (streitbaren) These einer Kausalität Ersterer für Letzteres etwa Hasan/Tucci, 39 Res. Policy 1264 (2010); paradigmatisch zur theoretischen Konzeption „schöpferischer Zerstörung“ – die fortwährende Verdrängung tradiert Institutionen durch neuartige Kombinationen von Produktionsfaktoren – als Triebfeder gesellschaftlichen Fortschritts Schumpeter, Kapitalismus, Sozialismus und Demokratien, 10. Aufl. 2020, Kap. 7; grundlegend bereits Schumpeter, Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 1911 (Nachdruck, 7. Aufl. 1987), S. 100 f. („Durchsetzung neuer Kombinationen“) passim; zur notorischen wissenschaftlichen Debatte um die endogene oder (in der neoklassischen Ökonomik traditionell angenommene) exogene Natur von technologischer Innovation bei der Bestimmung der Determinanten langfristigen Wirtschaftswachstums und mit empirischen Anhaltspunkten für die Endogenitätsthese hier nur Erken/Donselaar/Thurik, 43 J. Technol. Transf. 1493, 1494 f., 1514 passim (2018) m. w. N.
- 5 Im nachfolgenden wird allein zur besseren Lesbarkeit das generische Maskulinum verwendet. Gemeint sind stets sämtliche Geschlechter.

rungen der andauernden industriellen Transformation.⁶ Bisweilen werden sie gar mit zugespitzten Untergangsdystopien konfrontiert – was wäre, wenn in Deutschland keine Autos mehr produziert würden?⁷ Wertvoll scheint dagegen ein sachlicher Seitenblick auf die Innovationsforschung. Hier wird mit beachtlichen Argumenten das Bild einer Entwicklung der in Zeiten der *Old Economy* etablierten Industrieländer von einst unternehmerischen hin zu „verknöcherten“ Volkswirtschaften gezeichnet: gemeint sind Volkswirtschaften, die durch Konzentration wirtschaftlicher und tatsächlicher Macht in Konzernen, anspruchsvolle regulatorische Vorgaben sowie eine Abnahme gesellschaftlicher Risikotoleranz charakterisiert sind und damit neuen, innovativen Unternehmungen den Markteintritt über Gebühr erschweren.⁸ Bestätigt sehen sich derartige Stimmen durch die Zusammensetzung des deutschen Leitindex DAX 40, in dem aktuell nur ein einziges effektiv nach 1990 in Deutschland gegründetes Unternehmen gelistet ist.⁹ Auch wer diese Einschätzung als zu pessimistisch einstuft,¹⁰ wird konzedieren müssen, dass der Wirtschaftsstandort Deutschland derzeit hinter dem Ideal eines Umfelds für schöpferische Zerstörung, neudeutsch innovative Disruption, zurückbleibt. Fest steht jedenfalls: „[i]n der Transformation werden Positionen im Wettbewerb neu verteilt.“¹¹ Gerade für diejenigen, die sich bislang im Wettbewerb behaupten und in einer komfortablen Position wähen konnten, bedeutet dies mit einiger Wahrscheinlichkeit Handlungsbedarf und die Erforderlichkeit eines aktiven Aufbäumens gegen die menschliche Neigung zur übermäßigen Gewichtung der Vorzüge des *status quo* gegenüber außerhalb der Komfortzone liegender Chancen von Veränderung.¹²

Der von der EU Kommission gut ein Jahr zuvor in Auftrag gegebene und am 17. September 2024 im EU Parlament vorgestellte Bericht „The future of European competitiveness“ des Ökonomen, ehemaligen EZB-Direktors und italienischen Ministerpräsidenten Mario Draghi (Draghi Bericht) legt den Finger in eben diese Wunde. Das unter Mitwirkung zahlreicher renommierter Wissenschaftler, Forschungsinstitute und Unternehmen (auch aus den Sektoren Automotive und Mobility) entstandene zweiteilige Papier¹³ analysiert in begrüßenswert sachlicher Klarheit und Detailtiefe die fundamentalen komparativen Defizite der europäischen Wirtschaft, zeigt deutlich die zur Sicherstellung seiner künftigen, auch gegenüber exogenen Schocks resilienten, Wettbewerbs- und damit Existenzfähigkeit neuralgischen Schrauben auf und entwirft so letztlich eine „neue Industriestrategie“¹⁴ für Europa. Als den vornehmlichsten aus insgesamt drei mit den bedeutendsten Transformationsfeldern korrespondierenden „Hauptaktionsbereichen“ nennt der Draghi Bericht die Schließung einer Innovationslücke (*innovation gap*) gegenüber den Vereinigten Staaten und China.¹⁵ Zutreffend verweist er bei seiner Problembeschreibung auf das gemessen am pro Kopf-BIP und an der totalen Faktorproduktivität (TFP)¹⁶ sowohl in absoluten Zahlen aber vor allem auch gegenüber den Vereinigten Staaten abnehmende Produktivitätswachstum¹⁷ – Europa scheint aktuell seine Kapazitäten für produktivere Kombinationen von Arbeitskraft und Kapital ausgeschöpft zu haben.¹⁸ Als Teil des Problems wird dabei auch die (Trägheit der) Automobilindustrie ausgemacht: während in Europa die Mehrheit der Ausgaben für Forschung und Entwicklung vornehmlich von Automobilunternehmen in „ausgereifte Technologien“ geflossen seien, hätten sich die Vereinigten Staaten von der zu Beginn der 2000er dort ähnlichen Dominanz der Automobil- und Pharmabranchen inzwischen gelöst; jenseits des Atlantiks

investiere man nicht nur in absoluten und relativen Zahlen deutlich mehr in Innovation,¹⁹ sondern dies auch primär in noch nicht ausgereifte neuartige Technologien (in den 2010er Jahren v. a. Software und Hardware, seit den 2020er Jahren digitale Prozessautomatisierung, v. a. künstliche Intelligenz) – gerade die Bereiche, die für eine effektivere Nutzung von Arbeitskraft und damit einen Zuwachs an Gesamtfaktorproduktivität verantwortlich zu sein scheinen.

Dem Draghi Bericht zufolge liegt dabei die Wurzel des Problems (glücklicherweise) nicht in erster Linie an einer kollektiven europäischen Ideenlosigkeit im engeren Sinne. Die dort formulierte These einer durchaus lebhaften und – zumindest in der Breite – konkurrenzfähigen (außer-)universitären Forschungslandschaft²⁰ steht im Einklang mit Beobachtungen aus der Beratungspraxis. Gleiches gilt für

- 6 Gladbach, RAW 2023, 1 („Transformation von der Industrie- in die Informationsgesellschaft“); mit erfrischend positiver Interpretation Czarnecki, RAW 2023, 93 („Mit einer Transformation des Denkens den Fortschritt gestalten“).
- 7 Jannsen, economist.com, 31.7.2023, („What if Germany stopped making cars?“), <https://www.economist.com/business/2023/07/31/what-if-germany-stopped-making-cars>.
- 8 Ausführlich zur These sowie den genannten und weiteren möglichen Erklärungsfaktoren Naudé, 46 Camb. J. Econ. 105 (2022) („From the entrepreneurial to the ossified economy“); tieferschürfende und differenzierende rechtsökonomische Kritik an der zunehmenden Tendenz zu einer mit politischen Zielvorstellungen aufgeladenen und damit die für Marktwirtschaften sinnstiftende grundsätzliche Ergebnisoffenheit in Frage stellende nationale und unionsrechtliche Wettbewerbspolitik jüngst bei Thomas, ZHR 188 (2024), 762.
- 9 Gemeint ist die Zalando SE.
- 10 Im MDAX beträgt die Anzahl der effektiv nach 1990 in Deutschland gegründeten Unternehmen derzeit immerhin acht von 50 (Delivery Hero SE, Scout24 SE, Evotec SE, Freenet AG, HelloFresh SE, Redcare Pharmacy N.V., Teamviewer SE, Auto1 Group SE).
- 11 So treffend Müller, RAW 2024, 1.
- 12 Zu diesem verhaltensökonomischen sog. *status quo*-Bias hier nur Samuelson/Zeckhauser, 1 J. Risk Uncertain., 7 (1988).
- 13 The future of European competitiveness Part A | A competitiveness strategy for Europe, September 2024 (70 Seiten) (Part A); The future of European competitiveness Part B | In-depth analysis and recommendations, September 2024 (327 Seiten) (Part B), je https://commission.europa.eu/topics/strengthening-european-competitiveness/eu-competitiveness-looking-ahead_en.
- 14 Part A, S. 8.
- 15 Part A S. 6 („First – and most importantly – Europe must profoundly refocus its collective efforts on closing the innovation gap with the US and China, especially in advanced technologies.“); eingehend ebd., S. 23 ff. Als weitere *main areas for action* bezeichnet der Bericht (i) einen Plan zur Dekarbonisierung unter Sicherung der wirtschaftlichen Wettbewerbsfähigkeit (Part A, S. 35 ff.) sowie (ii) die Stärkung der europäischen Sicherheitsarchitektur und Reduzierung von Abhängigkeiten (Part A, S. 50 ff.).
- 16 Die TFP ist ein ökonomisches Kriterium zur Indikation institutioneller Gesamtproduktivität, bestimmt durch Inverhältnissetzen sämtlicher Outputs (Produkte) zu sämtlichen verwendeten Inputs (Faktoreinsatz: Arbeit und Kapital), m. a. W. ist die TFP der Teil des Outputs, der nicht durch die Menge der in der Produktion verwendeten Inputs erklärt werden kann, ihr Niveau wird also dadurch bestimmt, wie effektiv und intensiv die Inputs in der Produktion genutzt werden, vgl. Comin in: Durlauf/Blume, Economic Growth, 2010, S. 260.
- 17 Part A, S. 12 f., Figure 3, 4; Part B, S. 283.
- 18 Vgl. die tendenziell pessimistische Perspektive bei Erixon/Weigel, The Innovation Illusion: How So Little is Created by So Many Working So Hard, 2016, S. 22 ff.
- 19 Der Bericht spricht von einem absoluten Delta i. H. v. 270 Milliarden € im Jahr 2021 und einem im Verhältnis zum jeweiligen BIP bestehenden Rückstand Europas in puncto produktive Investitionen von 1,5 % (Stand Juli 2023), vgl. Part A, S. 28, Figure 5.
- 20 Differenzierend Part A, S. 28 f. („Europe has a strong position in fundamental research and patenting: in 2021, it accounted for 17% of global patent applications versus 21% for the US and 25% for China. However, while the EU boasts a strong university system on average, not enough universities and research institutions are at the top. Using volume of publications in top academic science journals as an indicative metric, the EU has only three research institutions ranked among the top 50 globally, whereas the US has 21 and China 15“).

den laut Bericht demgegenüber relativ bedeutenderen limitierenden Faktoren im nachgelagerten Stadium der erfolgreichen Kommerzialisierung fundamentaler wissenschaftlicher Innovationen – laut Daten des Europäischen Patentamtes werde nur etwa jede dritte patentierte universitäre oder forschungsinstitutionelle Erfindung kommerziell genutzt;²¹ gemeint ist einerseits die in Europa *vis-à-vis* den Vereinigten Staaten relativ geringere Verfügbarkeit von Wagniskapital zur Finanzierung vielversprechender, aber dank ungewisser Erfolgsaussichten risikoreicher, Erfindungen (Venture Capital),²² andererseits die Kombination aus (i) relativ unterentwickelten institutionellen Rahmenbedingungen zur produktivitätssteigernden Verknüpfung dieses Kapitals und den wertvollen Ressourcen großer Unternehmen mit den Forschenden in sogenannten Innovations-Clustern²³ und (ii) relativ hohen regulatorischen Marktzugangshürden.²⁴ Das Resultat dieser komparativen Defizite sei die in der Vergangenheit beobachtete²⁵ und angesichts der angebotsseitigen Deregulierungsversprechungen der jüngst inaugurierten zweiten Trump-Administration auch künftig drohende²⁶ Abwanderung innovativer Wachstumsunternehmen in das außereuropäische Ausland.

Bei genauerer Betrachtung identifiziert der Draghi Bericht also eine *Finanzierungslücke*, zu deren Schließung, die nicht zur Disposition einzelner Mitgliedstaaten steht,²⁷ es Investitionsleistungen in historischem Ausmaß bedarf.²⁸

2. Die Lösung: Mehr strategische Innovationsfinanzierung durch Corporate Venture Capital in der Automobilindustrie

Der Draghi Bericht macht nicht bei dieser Problembeschreibung Halt. Stattdessen schlägt er konkrete Maßnahmen vor, die maßgeblich auf das volkswirtschaftliche Potenzial von Venture Capital Investitionen zur Schließung der Finanzierungslücke abheben – und letztlich die in Europa schlummernde innovative Kraft auf die Straße bringen sollen (2.1). Ein in dem Bericht kaum beleuchteter, aber signifikanter Teil dieses Potenzials steckt dabei in unmittelbar greifbarer Nähe der im Fokus der Kritik stehenden Automobilbranche, nämlich in den Unternehmen der Automobilbranche selbst, wie die jüngst publizierten Ergebnisse eines Forschungsprojekts des Joint Research Centre der Kommission zur (ausbaufähigen) Corporate Venture Capital Aktivität europäischer OEMs und Zulieferer in europäischen Märkten zeigt (2.2).

2.1. Innovationsfinanzierung durch Venture Capital

Venture Capital (VC) bezeichnet gemeinhin das treuhänderische Investieren privaten (v. a. Eigen-)Kapitals in junge, mit großem Wachstumspotenzial ausgestattete, Unternehmen (Start-ups) klassischerweise durch hierauf spezialisierte und diversifizierte Intermediäre (VC-Fonds)²⁹ gegen Übernahme von Minderheitsbeteiligungen.³⁰ In der finanzökonomischen Forschung wird diese Form der Unternehmensfinanzierung nicht selten als volkswirtschaftlich erstrebenswerter Innovationstreiber eingestuft.³¹ Kennzeichnend hierfür sind die Knappheit objektiv bewertbarer Vermögensgüter der Zielunternehmen und die damit verbundene Risikoneigung der Investoren. Da die für die Bewertung einzig zur Verfügung stehenden Anknüpfungspunkte schlicht eine innovative Idee und die persönliche Arbeitskraft der Gründer sind, besteht die Kernaufgabe von VC-Fonds einerseits in der prognostischen Bewertung des Entwicklungspotenzials dieser wenigen immateriellen Fak-

toren, andererseits in der tatkräftigen Unterstützung³² sowie Motivation und Disziplinierung der für den künftigen Unternehmenserfolg so entscheidenden Gründer mittels durchsetzbarer vertraglicher Regelungen (bonding). Ein nach der tradierten finanzökonomischen Logik für die Investmententscheidung erforderlicher positiver Erwartungswert wird bei VC-finanzierten Start-ups also regelmäßig nicht durch eine hohe Eintrittswahrscheinlichkeit, sondern eine (weit) überdurchschnittliche Renditeaussicht im Erfolgsfall charakterisiert, der nicht unwahrscheinliche Totalverlust einiger Investments im Portfolio des VC-Fonds wird bewusst in Kauf genommen (high-risk high-reward). VC dient damit als Katalysator zur Finanzierung solcher Ideen, die aufgrund ihres Risikoprofils auf traditionelle Geldgeber abschreckend wirken – und ohne VC oft überhaupt keine

21 Part A, S. 29.

22 Vgl. zu dem deutlichen Delta an verfügbarem Wagniskapital zwischen Europa und den Vereinigten Staaten in sämtlichen Finanzierungsphasen eines Start-ups Part A, S. 25 Figure 3; eingehend Part B, S. 242 f., Figure 14, 15; vgl. zu den typischen Finanzierungsphasen von Start-ups *Bank/Möllmann*, in: *Bank/Möllmann*, *Venture Capital Agreements in Germany*, 1. Aufl. 2017, Teil 1 Rn. 2 f.

23 Part A, S. 29 („Such clusters have been critical to the more dynamic industrial structure seen in the US. Europe has no innovation ‚clusters‘ in the top 10 globally, while the US has 4 and China has 3.“)

24 Konzis Part A, S. 6 („The problem is not that Europe lacks ideas or ambition. We have many talented researchers and entrepreneurs filing patents. But innovation is blocked at the next stage: we are failing to translate innovation into commercialisation, and innovative companies that want to scale up in Europe are hindered at every stage by inconsistent and restrictive regulations.“)

25 Part A, S. 6 („As a result, many European entrepreneurs prefer to seek financing from US venture capitalists and scale up in the US market. Between 2008 and 2021, close to 30% of the ‚unicorns‘ founded in Europe – startups that went on to be valued over USD 1 billion – relocated their headquarters abroad, with the vast majority moving to the US“); vgl. auch ebd., S. 29 f.

26 Mit Zahlen und Erklärungsversuchen zur steigenden Anzahl an Gründern, die eine Verlegung ihrer Aktivitäten in die Vereinigten Staaten erwägen jüngst *Handelsblatt* v. 20.1.2025, S. 22 f. („Trump lockt europäische Start-ups in die USA“).

27 Vgl. Art. 179 Abs. 1 AEUV („Die Union hat zum Ziel, ihre wissenschaftlichen und technologischen Grundlagen dadurch zu stärken, dass ein europäischer Raum der Forschung geschaffen wird, in dem Freizügigkeit für Forscher herrscht und wissenschaftliche Erkenntnisse und Technologien frei ausgetauscht werden, die Entwicklung ihrer Wettbewerbsfähigkeit einschließlich der ihrer Industrie zu fördern sowie alle Forschungsmaßnahmen zu unterstützen, die aufgrund anderer Kapitel der Verträge für erforderlich gehalten werden.“)

28 Vgl. deutlich *Draghi*, *economist.com* v. 9.11.2024 („The continent needs investment on a par with the Marshall Plan“), <https://www.economist.com/by-invitation/2024/09/09/mario-draghi-outlines-his-plan-to-make-europe-more-competitive>.

29 Strukturiert sind VC-Fonds entsprechend dem internationalen Marktstandard regelmäßig als (steuerlich transparente) Personengesellschaften (in Deutschland in aller Regel GmbH & Co. KG), an denen die Investoren (LPs) mit ihrer jeweiligen Einlage als Kommanditisten beteiligt sind und das Fondsmanagement, die Initiatoren des Fonds, durch den Komplementär (GP) sowie mindestens einen geschäftsführenden Kommanditisten (MLP), der den steuerrechtlich attraktiven vermögensverwaltenden Status sichert, weitgehend autonom die Geschäfte (insb. Anlageentscheidungen) des Fonds führt, vgl. eingehend und mit Übersicht bei Rn. 9 *Herkenroth/Striegel/Wiesbrock*, in: *Jesch/Striegel/Boxberger Private Equity-HdB*, 2. Aufl. 2020, § 22 Rn. 8 ff.

30 Hierzu sowie mit den nachfolgenden Ausführungen dieses Absatzes bereits *Harenberg*, *NZG* 2023, 211.

31 Vgl. zur Einschätzung hier nur *Ewens/Rhodes-Kropf*, 70 *J. Finance* 1081 (2015).

32 Die für die Wettbewerbsfähigkeit des Fondsstandorts Deutschland freilich suboptimale Grenze besteht hier für deutsche VC-Fonds in der zur Sicherung des vermögensverwaltenden Statuses von der Finanzverwaltung seit geraumer Zeit geforderten Abstandnahme von jeglicher (mittelbarer) Beteiligung am „aktiven Management der Portfolio-Gesellschaften“, vgl. *BMF Schreiben* v. 16.12.2003 IV A 6 – S 2240 – 153/03, Rn. 16 (PE-Erlass); eingehend und krit. zu den rechtlichen und tatsächlichen Entwicklungslinien seit dessen Veröffentlichung *Sanning/Dickersbach*, *DStR* 2024, 725.

Finanzierung erlangen könnten.³³ Folglich stellt der US-amerikanische VC-Markt, der innovationsstarke und große Steuerlasten schulternde Schwergewichte wie Apple, Meta, Amazon und Alphabet hervorgebracht hat, aus Sicht der Politik ein zu replizierendes Desiderat dar. Treffend verbalisiert hat dieses Kalkül jüngst der Gründer des drittgenannten Unternehmens im Rahmen des von der New York Times veranstalteten „DealBook Summit“:

„The key reason why the USA has so much entrepreneurial success is that the country has the best risk capital, where founders can raise \$50M of seed capital to do something that has only a 10% chance of working.“³⁴

Der Draghi Bericht spiegelt diese Perspektive. Er macht vier konkrete Vorschläge, um eine deutliche Erhöhung der verfügbaren Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung für Start-ups – gerade auch über die Gründungs- und Frühphasen hinaus bis in spätere Wachstumsphasen (Scale-up) – zu erreichen:³⁵ *Erstens* die Ausweitung von Investitionsanreizen für Frühphasen-Investoren (auf eigene Rechnung handelnde Privatinvestoren (Business Angels) sowie klassische (Pre-)Seed Investoren), die aufgrund der in diesem Stadium besonders schwierigen Unternehmensbewertung regelmäßig das größte Investitionsrisiko auf sich nehmen und damit für ein funktionierendes VC-Ökosystem besonders wertstiftend sind;³⁶ *zweitens* die Überprüfung und gegebenenfalls der Abbau politischer und (versicherungs-)aufsichtsrechtlicher³⁷ Hürden, um eine stärkere Investitionstätigkeit *europäischer* institutioneller Investoren (v. a. Pensionskassen, Versicherungen), letztlich also privater Haushalte, in besonders kapitalintensiven späteren Finanzierungsrunden zu erreichen und so die von den damit finanzierten Innovationen bestenfalls ausgehenden positiven Externalitäten in Europa (und nicht andernorts) zu realisieren;³⁸ *drittens* die Erhöhung des Budgets des unter dem Dach der Europäischen Investitionsbank (EIB)³⁹ kleinsten, kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) mit Eigen- und Fremdkapital sowie Garantien unterstützenden Europäischen Investitionsfonds (EIF) und die Verbesserung der Koordination zwischen EIF und dem vor allem im Deep-tech-Bereich in Start-ups investierenden Europäischen Innovations-Rates (European Innovation Council; EIC).⁴⁰ *Viertens* soll das Mandat der EIB-Gruppe erweitert werden, um Co-Investitionen in Unternehmen mit größerem Kapitalbedarf zu ermöglichen und gleichzeitig mehr Risiken einzugehen, um zusätzlich private Investoren zu gewinnen.

Diese so formulierten Zielvorstellungen sind dem Grunde nach uneingeschränkt zu begrüßen. Gerade der volkswirtschaftlich wohl vielversprechendste zweitgenannte Aspekt, der das enorme Potenzial der bislang weitgehend nicht in diversifizierte Eigenkapitaltitel oder überhaupt nicht am Kapitalmarkt investierten Mittel privater europäischer Haushalte (in Deutschland und anderen europäischen Staaten v. a. Beiträge zur umlagefinanzierten Rentenversicherung) zu heben sucht,⁴¹ sieht sich jedoch den für derart „große“ Reformen erfahrungsgemäß erheblichen Hürden der politischen Ökonomie Brüssels und der EU-Hauptstädte gegenüber.

2.2. Corporate Venture Capital (CVC) im europäischen Automotive Sektor: unausgeschöpftes Innovationspotenzial

2.2.1. Der Reiz von CVC

Eine ungleich tiefer hängende, ganz ohne die Unwägbarkeiten des politischen Prozesses auskommende, Lösung für

das Finanzierungsproblem liegt dabei im Einflussbereich der Industrie selbst. Neben den klassischen, vor allem die Mittel Dritter investierenden, VC-Fonds⁴² investieren zunehmend auch etablierte Unternehmen (Corporates) einen Teil ihrer nicht selten beträchtlichen Liquidität in Start-ups und Scale-ups, um ihren Innovationsbedarf strategisch zu adressieren. Im damit beschriebenen Bereich des Corporate Venture Capital (CVC) ist in den vergangenen zehn Jahren ein stetiges, auch nach der Korrektur des außerordentlichen VC-Booms der Jahre 2021/2022 tendenziell fortgesetztes, Wachstum der Investitionsvolumina zu verzeichnen.⁴³ In Deutschland flossen etwa im Jahr 2016 rund 700 Millionen €, in 2023 dagegen rund 2,2 Milliarden € und bis einschließlich Q3 2024 rund 1,4 Milliarden € an CVC-Investitionen in Wachstumsunternehmen.⁴⁴

Auf der volkswirtschaftlichen *Makroebene* können Unternehmen, die signifikante Mittel in CVC investieren, eine Rolle als Mediator der Innovationsfinanzierung durch private

33 Hierzu knapp *Gompers/Lerner*, 15 J. Econ. Persp. 145 (2001).

34 Aufzeichnung abrufbar unter <https://www.nytimes.com/events/dealbook/sessions/jeff-bezos-the-interview>.

35 Zum Folgenden Part A, S. 33 f.

36 Ob dieses zu begrüßende Ziel allerdings durch den in Part B (S. 248) vorgeschlagenen Besteuerungsaufschub für umgehend reinvestierte Kapitalerträge aus der Veräußerung von Anteilen an jungen Wachstumsunternehmen zumindest in Deutschland tatsächlich marginal gefördert würde, darf angesichts der bei Zwischenschaltung einer Kapitalgesellschaft (meist in Form einer vermögensverwaltenden UG/GmbH) als Investitionsvehikel durch § 8 b Abs. 2 KStG bereits *de lege lata* bewirkten weitgehenden Steuerfreiheit dieser Erträge auf Ebene der Körperschaft bezweifelt werden.

37 Gemeint sind die von Versicherungsunternehmen bei der Anlage der ihnen aufgrund von Versicherungspolice zur Verfügung stehenden Mittel zu beachtenden Anforderungen der Solvency II-Richtlinie 2009/138/EG an die sog. Solvabilität (Ausstattung mit freiem, unbelastetem Vermögen zur Absorption möglicher Verluste), das Risikomanagement und das Berichtswesen, die Investitionen in risikoreiche Titel tendenziell erschweren, vgl. einfürend *Volhard/Olmesdahl*, in: *Jesch/Striegel/Boxberger, Rechtshandbuch Private Equity*, 2. Aufl. 2020, § 2 Rn. 1 („Nicht unbedingt pflegeleichte Anlegergruppe“); eingehend ebd. Rn. 3 ff. sowie *Steinmüller*, in: *Pöllath/Rodin/Wewel, Private Equity und Venture Capital Funds*, 1. Aufl. 2018, § 29 Rn. 3 ff.

38 Eingehend hierzu Part B, S. 247, 285, 293.

39 Vgl. für deren Rechtsgrundlage Art. 308 Abs. 3 AEUV.

40 Mit ähnlichem Vorschlag auch bereits *Landais/Véron/Sraer/Schnitzer/Malmendier*, Franco-German Council of Economic Experts, Joint Statement – Enhancing EU Capital Markets, May 2024, S. 4, https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/Sonstiges/Statement_CMU.pdf.

41 Welche ökonomische Wucht hinter diesem Potenzial steckt, verdeutlicht erneut der Vergleich mit den Vereinigten Staaten: Obwohl europäische Haushalte im Jahr 2023 (und damit etwa den Zahlen der vergangenen 20 Jahre entsprechend) gegenüber ihren US-amerikanischen Pendanten rund ein Vierfaches des erwirtschafteten Ansparens (12,7% bzw. 3,2% des jeweiligen BIP), entwickelte sich das verfügbare Vermögen US-amerikanischer Haushalte zwischen 2009 und 2023 mit einem Zuwachs von 151 % rund drei mal stärker.

42 Zur Zusammensetzung der Beiträge der Initiatoren (Ideeller Beitrag i. F. v. Expertise und besonderem Marktzugang; Kapitaleinlage i. H. v. regelmäßig 1–3% des Fondsvolumens) und der Investoren (Kapitaleinlage) in PE- und VC-Fonds hier nur *Schnittker/Steinbiß*, IStR 2015, 760, 761; eingehend *Schwarz van Berk/Euhus*, in: *Pöllath/Rodin/Wewel, Private Equity und Venture Capital Funds*, 1. Aufl. 2018, § 1 Rn. 1 ff.

43 Zum Trend *Lewin*, *sifted.eu*, 21.7.2024 („Corporate venture firms are a steadily growing presence in Europe's startup scene“), <https://sifted.eu/articles/corporate-venture-capital-invest>; auch *Autschbach*, *Venture Capital Magazin* 5/2024, S. 12 („Corporate Venture Capital ist erwachsen geworden“); weiterführend zu den Daten seit 2016 vgl. *CB Insights*, *The 2020 Global CVC Report*, S. 26, 29, https://www.cbinsights.com/reports/CB-Insights_CVC-Report-2020.pdf; *CB Insights*, *State of CVC – Global | Q3 2024*, S. 98, 107, https://www.cbinsights.com/reports/CB-Insights_CVC-Report-Q3-2024.pdf?ip_et_ctx=23875269_31_9.

44 *CB Insights*, *The 2020 Global CVC Report*, S. 29; *CB Insights*, *State of CVC – Global | Q3 2024*, S. 107.

Haushalte einnehmen. Während direkte Investitionen bestimmter institutioneller Investoren in VC, die als maßgeblicher Erfolgsfaktor für den US-amerikanischen VC-Markt gelten, mitunter aufgrund (wahrgenommener) aufsichtsrechtlicher Beschränkungen sowie offenbar kulturell begründeter Risikoaversion und institutioneller Anreizstrukturen derzeit in sub-optimalem Umfang getätigt werden,⁴⁵ dürften derart begründete Hürden und Berührungspunkte gerade bei besonders liquiden Blue Chips deutlich geringer ausfallen. Gerade die hierdurch bedingte Verfügbarkeit von Liquidität mag man zu den makroökonomischen Vorteilen von CVC gegenüber klassischen VC-Fonds zählen, die mit dem Aufsetzen des Fonds und dem Einsammeln des Kapitals von LPs einen mitunter mühsameren, das heißt potenziell transaktionskostenträchtigeren, Weg beschreiten müssen.⁴⁶ Zudem scheinen CVCs eine gegenüber ihren unabhängigen VC-Mitstreitern – möglicherweise aufgrund ihres regelmäßig längeren Anlagehorizonts – nochmals erhöhte Risiko- bzw. Verlusttoleranz aufzuweisen, die dem im VC-Bereich geltenden Optimum offenbar näher kommt⁴⁷ und somit die im ge-

sellschaftlichen Interesse liegende Ermöglichungsfunktion von CVC für andernfalls überhaupt nicht finanzierte, besonders risikoreiche aber letztlich nutzenstiftende, Geschäftsmodelle hervorhebt. Theoretisch eignet sich CVC damit als Mittel zur allseits befürworteten Verbesserung der finanziellen Intermediation zwischen privaten Haushalten und bahnbrechenden (und damit auch potenziell überdurchschnittlich profitablen) Innovationen.

Die Eigenheiten und Vorzüge von CVC auf der *Mikroebene*, das heißt für die investierenden Corporates und die von ihnen anvisierten Start-ups, liegen zum Teil auf der Hand und sind ökonomisch im Wesentlichen rezipiert. Im Gegensatz zu traditionellen Finanzinvestoren ist das Ziel von CVC regelmäßig anspruchsvoller als die Maximierung der kurz- bis mittelfristigen finanziellen Rendite. CVCs sind typischerweise durch strategische, letztlich regelmäßig doch *langfristig* finanziell determinierte,⁴⁸ Erwägungen der Konzernmutter motiviert, meist in Form des frühzeitigen Zugangs zu bahnbrechenden Technologien zur Hebung von Synergien für die eigene Produkt Pipeline und die Möglichkeit zur frühzeitigen Bildung strategischer (Erprobungs-) Allianzen auf zukunftsfrächtigen Produktmärkten⁴⁹ – oder aber zur strategischen Beteiligung an einem (künftigen) Konkurrenten.⁵⁰ Zudem lässt sich in dem hiermit verknüpften und bereits zur Sprache gekommenen „längeren Atem“ von CVCs ein komparativer Vorteil gegenüber klassischen VCs ausmachen. In puncto komparativer Vorteil wird weiterhin vertreten, dass der Übergang von klassischer (interner) Forschung und Entwicklung hin zu (externer) Innovationsbeschaffung durch CVC eine optimale Reaktion auf zunehmenden Wettbewerbsdruck darstelle.⁵¹

Auf der anderen Seite profitieren in der Theorie auch entsprechend positionierte Start-ups von der in CVCs gebündelten idiosynkratischen technischen Expertise, branchenspezifischen nicht-finanziellen Ressourcen (z. B. Zugang zu Testplattformen, Trainingsdaten oder Kunden) und unter Umständen auch von einem positiven Signaleffekt:⁵² ein nach durchgeführter Due Diligence getätigtes CVC Investment mag der (IPO-)Markt als eine Art technische Validierung verstehen, die für die von CVCs zwecks Risikominimierung regelmäßig geforderten Lead- oder Co-Investments traditioneller VCs oder ein breiteres IPO-Publikum

45 Neben den rechtspolitisch nicht leicht zu adressierenden kulturellen Unterschieden fällt in regulatorischer Hinsicht einerseits die frühzeitige, auf der heute dominierenden Portfolioperspektive basierenden, Liberalisierung der zulässigen Anlageklassen durch den US-amerikanischen Employee Retirement Income Security Act of 1974 (ERISA), andererseits die unter EU-Mitgliedstaaten divergierende und nicht selten zu risikoaverse Interpretation der Solvency II Vorgaben (hierzu bereits oben, Fn. 36) durch nationale europäische Aufsichtsbehörden ins Auge, instruktiv hierzu *Jesch/Benedikt/Weiser*, RdF 2018, 197 (ebd., 202: in Deutschland „Risikominimierung [...] wichtiger als eine relativ höhere Rendite“); zu Friktionen infolge national divergierender Aufsichtskulturen und -praxen hinsichtlich Solvency II und daher für eine stärkere europäische Integration der Aufsicht plädierend *Landais/Véron/Sraer/Schnitzer/Malmendier*, Franco-German Council of Economic Experts, Joint Statement – Enhancing EU Capital Markets, May 2024, S. 3; vgl. zum langwierigen Prozess zur Reformierung der Solvency II Richtlinie, in dem sich nunmehr – mehr als 50 Jahre nach den Vereinigten Staaten – auch in Europa ein Paradigmenwechsel von der Einzeltitelbetrachtung hin zur Gesamtportfolio-Perspektive andeutet, *Steinmüller/Bertl*, RdF 2024, 164, 169; grundlegend zur Portfolio-Theorie der Risikooptimierung durch Diversifikation *Markowitz*, 7 J. Finance 77 (1952).

Dementsprechend machen in den Vereinigten Staaten allein die Investitionen der Pensionskassen regelmäßig mehr als 50% des in PE- und VC-Fonds investierten Kapitals aus, in der EU waren es im Zeitraum 2007–2023 durchschnittlich 15% (in der Spitze 30% (Schweden)); letztere 15% setzen sich zusammen aus rund 6,5 Milliarden € in PE-Fonds und 0,6 Milliarden € in VC-Fonds investierte Mittel, was etwa 0,4% bzw. 0,02% des Gesamtvermögens der Pensionsfonds entspricht, zu diesen Zahlen *Thomadakis*, ECMI Commentary no 90 | August 2024, Closing the gaping hole in the capital market for EU start-ups – the role of pension funds, S. 2, <https://cdn.ceps.eu/wp-content/uploads/2024/08/No-90-Closing-the-gaping-hole-in-the-capital-market-for-EU-start-ups-%E2%80%93-the-role-of-pension-funds.pdf>. Zum Vergleich: allein der Pensionsfonds Kaliforniens (California Public Employees' Retirement System; CalPERS), der mehr als 10% der von ihm verwalteten rund 450 Milliarden US\$ in PE anlegt, plante zuletzt die Investition *zusätzlicher* Mittel in VC im Umfang von bis zu 5 Milliarden US\$, s. *Cumbo*, ft.com, 12.6.2023 („Calpers plans multi-billion-dollar push into venture capital“), <https://www.ft.com/content/86b49e10-3dd2-4427-b70b-993bad47b061>.

46 Zugespitzt erneut *Erixon/Weigel*, The Innovation Illusion: How So Little is Created by So Many Working So Hard, 2016, S. 10 („Western Capitalism is not in good health. For a simple diagnosis, just look at the West's saturated corporate sector: it is brimming with cash but glaringly short of ideas for how to use excess capital to grow companies and innovate markets.“).

47 Vgl. empirisch *Chemmanur/Loutschina/Tian*, 27 Rev. Financ. Stud. 2434, 2466 ff. (2014); differenzierend zwischen (je mittelbar) börsennotierten und nicht-börsennotierten CVCs *Wang*, 123 Technovation 102736 (2023); zum (positiven) Zusammenhang zwischen der Verlusttoleranz von VC-Investoren (gemessen an deren Bereitschaft zur Weiterfinanzierung leistungsschwacher Portfoliounternehmen) und Innovationskraft der finanzierten Unternehmen (gemessen an Anzahl und Einfluss [Zitationen] der generierten Patente) *Tian/Wang*, 27 Rev. Fi-

nanc. Stud. 211 (2014); grundlegend zum Faktor der Fehlertoleranz als Determinante für individuelle Innovationsbemühungen im Kontext des klassischen Agenturkonflikts *Manso*, 66 J. Finance 1823 (2011).

48 Dies jedenfalls unter Zugrundelegung der methodisch nicht selbstverständlichen herrschenden Meinung im gesellschaftsrechtlichen Schrifttum, die den Gesellschaftszweck in Ermangelung abweichender gesellschaftsvertraglicher Bestimmung standardmäßig in der Generierung ausschließlich finanziellen Nutzens verstanden wissen will (vgl. je m. w. N. zur GmbH MüKoGmbHG/*Fleischer*, 4. Aufl. 2022, GmbHG § 1 Rn. 13; zur AG: *Röhrich/Schall* in: Aktiengesetz Großkommentar, 5. Aufl. 2015, § 23 Rn. 127 f.).

49 *Chemmanur/Loutschina/Tian*, 27 Rev. Financ. Stud. 2434, 2442, 2464 (2014); zur fortdauernden Prävalenz strategischer Motive gegenüber rein finanziellen Motiven anhand von Interviews mit im Silicon Valley basierten CVCs auch aus den Bereichen Automotive und Mobility jüngst *Szalavetz/Sauvage*, 22 Socio-Econ. Rev. 373 (2024).

50 Modellhaft zu der hiermit angestrebten strategischen Verhandlungsposition *Hellmann*, 64 J. Financ. Econ. 285 (2002); eingehend zu den vertraglichen Implikationen *Masulis/Nahata*, 18 J. Financ. Intermed. 599 (2009).

51 Modellhaft *Fulghieri/Sevilir*, 44 J. Financ. & Quant. Anal. 1291 (2009) (Theoretischer Zusammenhang zwischen steigendem Wettbewerbsdruck und steigenden CVC-Investments).

52 Dazu *Chemmanur/Loutschina*, How Do Corporate Venture Capitalists Create Value for Entrepreneurial Firms?, Arbeitspapier, 16.2.2009, S. 6, <https://ssrn.com/abstract=1344376>.

sowie -Berater attraktiv wirken kann. Theoretisch schaffen CVC-Programme demnach mehrseitige Synergieeffekte.⁵³

Dieses Kalkül scheint praktisch aufzugehen: Beobachtungen aus den Vereinigten Staaten legen nahe, dass (i) CVCs zu höheren – möglicherweise also aufgrund über die reine Analyse künftiger Zahlungsströme des Start-ups hinausgehenden – Bewertungen investieren,⁵⁴ (ii) Unternehmen mit strategisch ausgerichteten CVC-Programmen eine deutliche Steigerung der *eigenen* Innovationsleistung und einen höheren Unternehmenswert verzeichnen,⁵⁵ (iii) CVC-Finanzierung eine relativ (zu klassischer VC-Finanzierung) höhere innovative Produktivität des *Zielunternehmens* bewirkt,⁵⁶ (iv) CVC-Portfoliounternehmen mit strategisch-operativen Überschneidungen zur CVC-Mutter mit größerer Wahrscheinlichkeit⁵⁷ sowie höheren Bewertungen⁵⁸ an die Börse gehen und (v) im Zuge eines IPO mehr Unterstützung durch angesehene Finanzmarktakteure erfahren.⁵⁹

Zusätzlich zu diesen generellen Einsichten lässt sich der konkrete Wachstumstrend von CVC erklären durch die zunehmend zu beobachtende Professionalisierung der Personal- und Organisationsstrukturen in CVC-Einheiten. Galten CVCs noch vor einigen Jahren im Vergleich zu ihren traditionellen Mitstreitern als weniger agil und damit der Dynamik kompetitiver Finanzierungsrunden nicht immer gewachsen, trifft dies auf das Gros der Akteure im deutschen Markt nicht mehr zu. Bewirkt wird dieser Zuwachs an Agilität auch durch ein zu beobachtendes Mehr an Entscheidungs-Autonomie der CVC-Einheiten gegenüber der Leitung der jeweiligen Konzernmutter.⁶⁰ Praktisch gelingen kann diese Autonomie in der von CVCs hierzulande wohl noch immer am häufigsten gewählten separaten kapitalgesellschaftlichen Rechtsform,⁶¹ vor allem aber in den inzwischen teils vorzufindenden personengesellschaftlichen CVC-Fondsstrukturen, bei denen das Management seine Investitionsentscheidungen fondstypisch weitgehend unabhängig von den Kapitalgebern (insbesondere der Konzernmutter) treffen kann und die vereinzelt sogar für außenstehende Investoren geöffnet werden.⁶² Bemerkenswert ist überdies die zunehmende Konzentration von CVCs auf die Akquise VC-erfahrenen Managementpersonals, das allerdings nur in Ausnahmefällen auch ähnlich dem Modell klassischer VC-Fonds mittels erfolgsabhängiger Vergütungskomponente (sog. Carried Interest) incentiviert ist,⁶³ was auch die beobachtete überdurchschnittliche, volkswirtschaftlich vermeintlich positive, Risikotoleranz von CVCs begünstigen mag.⁶⁴ Auch die zunehmende Komplexität und damit einhergehende Erhöhung der zeitlichen Dauer von Finanzierungsrunden spielt dabei solchen CVCs, die noch längere Entscheidungswege über Gremien (Investment Committees) bestreiten müssen, in die Karten.

2.2.2. Das (unausgeschöpfte) europäische Potenzial von Automotive CVC

Auch für die hier interessierende europäischen Automobilindustrie, die nach wie vor mit weitem Abstand die Hauptlast privater europäischer Investitionen in Forschung und Entwicklung (F&E) trägt,⁶⁵ spielt CVC eine bedeutende Rolle. Naheliegend ist es nach dem Vorstehenden der zunehmend verspürte Wettbewerbsdruck, der OEMs und Zulieferer zur Befriedigung ihres Innovationsbedarfes gerade in den zentralen Transformationsbereichen in den VC-Markt treibt⁶⁶ und – so die hier vertretene These – künftig zuneh-

mend treiben wird. Der im Automotive Bereich zuletzt zu verzeichnende deutliche, mit Blick auf andere Industrie-sektoren keinesfalls selbstverständliche, Zuwachs an Investitionen in F&E⁶⁷ stimmt jedenfalls mit Blick auf den ange-mahnten Innovationsbedarf optimistisch und legt nahe, dass die nötigen Mittel und der ernstgemeinte Wille zum Ansetzen und Betätigen des „Innovationshebels“ bei den Verantwortlichen vorhanden sind.

Das folglich bestehende Erkenntnisinteresse darüber, inwieweit, mit welchem „Wirkungsgrad“, der erkennbare Tatendrang der Automobilindustrie das (hier zugrunde gelegte) marginale Innovationspotenzial auch nicht-konventioneller F&E-Strategien in Gestalt externer und unter Einbeziehung von Start-ups, Kunden, Lieferanten und

53 Im rechtswissenschaftlichen Schrifttum hierzulande auch *Weitnauer*, in: *Weitnauer, Handbuch Venture Capital*, 7. Aufl. 2022, Teil A Rn. 23 f.; *BeckM&A-HdB/Wenzel/Höhn*, 2. Aufl. 2022, § 59 Rn. 72.

54 *Gompers/Lerner*, in: *Morck, Concentrated Corporate Ownership*, 2000, S. 17, 38 ff., 52.

55 Empirisch *Dushnitsky/Lenox*, 21 J. Bus. Ventur. 753 (2006) (Positive Korrelation zwischen Wert des Mutterunternehmens und insbesondere solchen CVC-Aktivitäten, die im technologischen Bereich und mit dem expliziten Ziel der strategischen Erschließung unternehmerischer Erfindungen zur Hebung von Synergien getätigt werden – und nicht in erster Linie zur Realisierung der darin verkörperten Aussicht auf Veräußerungserlöse).

56 *Chemmanur/Loutschina/Tian*, 27 Rev. Financ. Stud. 2434, 2448 ff. (2014).

57 *Gompers*, *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, 4Q 2002, 1, 13 passim; vgl. aber anders zuletzt *Kim/Park*, 2 Strat. Sci. 161 (2017) (Überlegene Innovationskraft aber unterdurchschnittliche IPO-Wahrscheinlichkeit bei Start-ups, die innerhalb der ersten drei Jahre nach Gründung CVC-Finanzierung erhielten).

58 *Ivanov/Xie*, 39 Financ. Manag. 129 (2010).

59 *Chemmanur/Loutschina*, *How Do Corporate Venture Capitalists Create Value for Entrepreneurial Firms?*, Arbeitspapier, 16.2.2009, S. 23 ff., <https://ssrn.com/abstract=1344376>.

60 Zur für den Erfolg von CVC-Einheiten entscheidenden Balance zwischen Kontrollanforderungen der Konzernmutter und den nach Agilität und damit Unabhängigkeit verlangenden Anforderungen der VC-Welt jüngst *Schückes/Unger/Gutmann/Fels*, 40 J. Bus. Venturing 106438 (2025).

61 Empirisch hierzu *Honold/Heise/Mohr/Oed*, CF 2024, 192, 195.

62 Hierzu eingehend *Bank*, *JUVE Handbuch 2021/2022*, S. 815; <https://www.ypog.law/presse/strukturfragen-im-bereich-corporate-venture-capital>; differenzierend und empirisch zur Erklärungskraft der gewählten rechtlichen Organisationsstruktur für die Performance von CVC *Gompers/Lerner*, in: *Morck, Concentrated Corporate Ownership*, 2000, S. 17.

63 Laut den Befragungsergebnissen bei *Honold/Heise/Mohr/Oed*, CF 2024, 192, 195 wünscht sich ein Großteil der Studienteilnehmer ein stärker an der Praxis von VC-Fonds orientiertes bzw. stärker anreizbasiertes Vergütungsmodell.

64 Zu dieser These *Wang*, 123 *Technovation* 102736 (2023); auf der Mikroebene mag eine erfolgsbasierte Vergütungsstruktur freilich für individuelle Rekrutierungsbemühungen und Erfolg einzelner CVCs vorteilhaft sein, vgl. *Bank*, *JUVE Handbuch 2021/2022*, S. 815, 816.

65 Unter den sog. „EU 800“, einer Auswahl der forschungstärksten europäischen Unternehmen, zeichnen 54 Unternehmen der Automobilindustrie (allen voran Volkswagen, Mercedes-Benz, Stellantis und BMW) verantwortlich für rund 34% des F&E-Aufkommens, gefolgt von 161 Unternehmen aus dem Gesundheits Sektor (insb. Pharma) mit rund 19%, vgl. *European Commission: Joint Research Centre, Nindl/Napolitano/Confraria/Rentocchini/Fako/Gabignan/Tuebke*, *The 2024 EU Industrial RandD Investment Scoreboard*, 2024, S. 87 Table 29, <https://data.europa.eu/doi/10.2760/0775231>, JRC140129.

66 Beispielhaft zur Verbreitung der Innovationsthese im Automotive-Bereich etwa *Porsche newsroom* v. 11.4.2024 („Weitblick: Wie Porsche mit Venture Capital seine Innovationskraft stärkt“), <https://newsroom.porsche.com/de/2024/unternehmen/porsche-lutz-meschke-weitblick-venture-capital-innovationskraft-35636.html>.

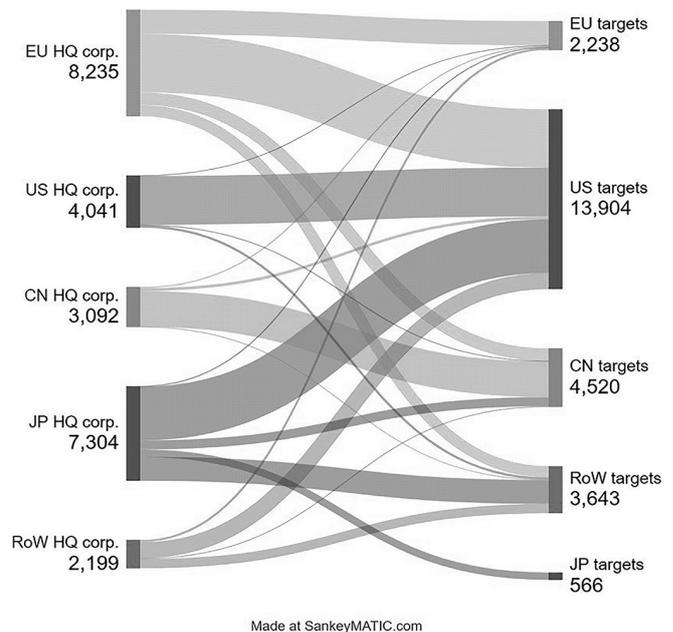
67 Die treibenden Kräfte hinter der Gesamtsteigerung der jährlichen F&E Ausgaben deutscher Unternehmen im Jahr 2023 waren Mercedes-Benz (17 %), Volkswagen (15 %), Bosch (10 %) und BMW (8 %), vgl. *European Commission: Joint Research Centre, Nindl/Napolitano/Confraria/Rentocchini/Fako/Gabignan/Tuebke*, *The 2024 EU Industrial RandD Investment Scoreboard*, 2024, S. 95.

Forschungsinstitute kollaborativer Innovationsstrategien (Open Innovation; OI) einschließlich CVC, bereits ausnutzt, adressiert ein kürzlich veröffentlichter Policy Brief des Joint Research Centre (JRC) der Kommission zu den weltweiten (C)VVC-Investments und sonstigen progressiven F&E-getriebenen Interaktionen mit Start-ups.⁶⁸ Die Essenz aus der quantitativ⁶⁹ wie qualitativ vorgehenden Studie fällt gespalten aus: einerseits sind die CVC-Aktivitäten der europäischen Top fünf OEMs und Tier-1 Zulieferer⁷⁰ (Top 5) international mehr als nur konkurrenzfähig und fließen erwartungsgemäß in die den Sektor transformierenden Schlüsseltechnologien (v. a. autonomes Fahren, Sensor- und Batterietechnologien, intelligente Mobilitäts-, Produktions- und Supply Chain-Lösungen); andererseits fließt das Gros der hierbei investierten Mittel – anders als der Großteil der CVC-Investitionen US-amerikanischer oder chinesischer Automotive-Unternehmen – nicht etwa in inländische, sondern in außereuropäisch ansässige, insbesondere US-amerikanische, Start-ups.⁷¹

Die erstgenannte Einsicht erweist sich bei näherer Betrachtung als robust und deckt sich mit den Eindrücken aus der Beratungspraxis: europäische OEMs und Tier-1 Zulieferer setzen auf ein diversifiziertes und konkurrenzfähiges Portfolio an OI-Maßnahmen. Entsprechend dem internationalen Trend finden sich zunehmend Automotive „Innovation Labs“ oder „Venture Building“- bzw. „Venture-Client“-Einheiten, die Gründern und anderen Partnern Möglichkeiten für eine besonders frühzeitige kollaborative Innovationsentwicklung und Erprobung bieten – und damit das Ziel gemeinsamer Ausgründungen (Venture Building) oder die Etablierung neuer Kundenbeziehungen (Venture Client) verfolgen.⁷² Daneben stellen von der Konzernmutter direkt oder von separaten CVC- oder Themen-Einheiten⁷³ vorwiegend im Early-Stage Bereich (Serie A, Serie B) getätigte CVC-Investitionen einen etablierten und seit 2010 – ausweislich der zwischenzeitlich exponentiell gestiegenen Investitionsvolumina – wichtiger werdenden

Baustein der im Markt zu beobachtenden OI-Strategien dar.⁷⁴ Im Vergleich zu ihren ausländischen Pendanten investierten die europäischen Top 5 zwischen 2010 und 2023 mit in Summe mehr als acht Milliarden Euro am meisten in CVC (s. näher dazu sogleich) und dies gemäß dem VC-Marktstandard (theoretisch zwecks Risikominimierung)⁷⁵ meist gemeinsam mit anderen klassischen, auf die für den Automotive Bereich zentralen Innovationsthemen spezialisierten, VCs oder (seltener) anderen (Wettbewerber-)CVCs als Co-Investoren.⁷⁶

Diese sowie die zweite Hauptkenntnis der Studie zur geographischen Zielrichtung der in CVC investierten Mittel lässt sich konzip anhand der folgenden studieneigenen Grafik darstellen:⁷⁷



Die hierdurch offenbarte Diskrepanz zwischen den Investitionszielen einerseits europäischer (und japanischer), andererseits US-amerikanischer und chinesischer CVCs birgt mindestens zwei Implikationen für die hier angegangene Schließung der „Innovationslücke“.

Erstens besteht auf der CVC-Angebotsseite trotz der ermutigenden schieren Menge der für CVC von der europäischen Automobilbranche verfügbar gemachten Mittel zumindest dann Anlass zu der in der Studie geäußerten Beunruhigung, wenn und soweit die durch europäische

68 European Commission, Joint Research Centre, *Gavigan/Fákó/Compañó*, Corporate Venture Capital in the Automotive Sector, 2024, <https://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/handle/JRC139326>, JRC139326.

69 Die empirischen Aussagen der Studie basieren auf einem Datensatz, der 1173 VC-Investitionen der jeweils fünf „größten“ (gemessen am individuellen F&E-Investitionsvolumen im Jahr 2022) OEMs oder Zulieferer aus (i) der EU, (ii) den Vereinigten Staaten, (iii) China, (iv) Japan und (v) dem Rest der Welt sowie weitere 171 VC-Investitionen anderer Branchenunternehmen, je im Zeitraum 2010 bis 2023, umfasst, vgl. eingehend hierzu European Commission, Joint Research Centre, *Gavigan/Fákó/Compañó*, Corporate Venture Capital in the Automotive Sector, 2024, S. 9 ff, 12.

70 Dies sind nach der vorbezeichneten Methodologie der Studie die Unternehmen des Volkswagen Konzerns, Mercedes Benz, Bosch, BMW und Stellantis.

71 European Commission, Joint Research Centre, *Gavigan/Fákó/Compañó*, Corporate Venture Capital in the Automotive Sector, 2024, S. 4; zur themenspezifischen Distribution der Investitionen ebd., S. 14 f. Figure 3.

72 Als grundlegend für den Venture Client-Ansatz in Deutschland gilt die „BMW Startup Garage“, die neben BMW i Ventures (CVC) und zahlreichen weiteren OI-Formaten das Start-up Ökosystem der BMW Group bildet, vgl. <https://www.bmwgroup.com/de/innovation/open-innovation.html>. Ähnliche partnerschaftliche Konzepte verfolgen OEM-seitig etwa Audi (A4nXT) und Mercedes-Benz (Startup Autobahn) sowie auf Zuliefererseite beispielsweise die Bosch-Gruppe (Open Bosch), Continental (co-pace), Mahle (MAHLE New Ventures).

73 S. zur Verteilung der CVC-Investitionen innerhalb der jeweiligen Gruppenstrukturen European Commission, Joint Research Centre, *Gavigan/Fákó/Compañó*, Corporate Venture Capital in the Automotive Sector, 2024, S. 10 Table 2.

74 Empirisch zum Trend European Commission, Joint Research Centre, *Gavigan/Fákó/Compañó*, Corporate Venture Capital in the Automotive Sector, 2024, S. 11 Figure 1. Zur dort ebenfalls ersichtlichen Marktkorrektur nach 2021 bereits oben, Fn. 43.

75 Vgl. zur Theorie und Empirie möglicher Erklärungen für die seit jeher verbreitete Syndizierung von VC-Investitionen in Finanzierungsrounden eingehend Lerner, 23 FM 16 (1994) (1. Größere Erfolgsrate bei mehreren unabhängig voneinander getroffenen affirmativen Investitionsentscheidungen in Frühphasen; 2. (Interne) Syndizierung in späteren Finanzierungsrounden zur Absicherung des späteren Investors gegen mögliche Informationsasymmetrien *vis-à-vis* einem Frühphaseninvestor; 3. „window dressing“ durch Teilnahme an später-phasierten Finanzierungen erfolgreicher Start-ups mit reputablen Co-Investoren).

76 European Commission, Joint Research Centre, *Gavigan/Fákó/Compañó*, Corporate Venture Capital in the Automotive Sector, 2024, S. 8, 12.

77 Die Zahlenangaben verstehen sich in Millionen €, vgl. European Commission, Joint Research Centre, *Gavigan/Fákó/Compañó*, Corporate Venture Capital in the Automotive Sector, 2024, S. 19.

CVC-Investitionen erlangten Verfügungsrechte an zukunftsweisenden Innovationen nicht langfristig auf das Gebiet der EU transportiert und damit zuerst und vornehmlich den hiesigen Volkswirtschaften zugänglich gemacht werden können. Denn gelingt dies nicht, so bewirken die europäischen Investitionen allenfalls einen individuellen Vorteil für einzelne OEMs und Zulieferer in Gestalt attraktiver Veräußerungserlöse, jedoch nicht die bestmögliche Ausbeute an produktivitätssteigernden Effekten für die Mitgliedstaaten der Union.

Zweitens stellt sich die Frage nach Ursachen und Lösungen für die relative Unterentwicklung und auch für die für ausländische CVCs offenbar kaum attraktive europäische CVC-Nachfrageseite. Nimmt man mit dem Draghi Bericht an, dass es dem europäischen Ökosystem nicht an Innovationskraft im engeren Sinne mangelt, sondern das Problem in der oft unterbleibenden Kommerzialisierung europäischer Erfindungen liegt, so scheint das Pensum für europäische OEMs und Zulieferer auf der Hand zu liegen: Weiterer Ausbau von (i) Ko-Operationen mit (universitären) Innovationsclustern, (ii) Projekten zur frühzeitigen Kollaboration mit und Unterstützung von externen Gründerteams sowie (iii) CVC-Finanzierungen europäischer Start-ups.

3. Die Umsetzung: gesellschafts- und steuerrechtliche Determinanten und die Rolle der anwaltlichen Kautelar- und Beratungspraxis

Welchen Beitrag können das Recht und die rechtsanwaltliche Praxis bei der Umsetzung des so beschriebenen Innovationspensums leisten?

Klar ist, dass ein Mehr an strategischer Innovationsfinanzierung durch CVC aus dem Automotive Sektor nur einen Teil der Lösung bilden kann – und dass diese und die übrigen, insbesondere kulturellen,⁷⁸ Funktionsbedingungen für ein florierendes VC-Ökosystem nicht im unmittelbaren Einflussbereich des Rechts und seiner Anwender liegt. Ebensovienig überzeugend wäre es jedoch umgekehrt, von der vollständigen Bedeutungslosigkeit rechtlicher Institutionen für die Begünstigung dessen auszugehen, was der ehemalige Bundeswirtschaftsminister *Robert Habeck* in einem die innovationsbezogenen Erkenntnisse des Draghi Berichtes zutreffend verarbeitenden Gastbeitrag jüngst als „neue Gründerzeit“⁷⁹ bezeichnet hat. Dies gilt zweifellos für das öffentliche Recht, im Besonderen für das Steuerrecht sowie spezialgesetzliche Regulierungsfelder (insb. Datenschutz und Künstliche Intelligenz); aber auch dem Privatrecht ist ein individuelles Verhalten steuernder und den Erfolg volkswirtschaftlicher Prozesse in einer gegebenen Jurisdiktion mitbestimmender Einfluss nicht abzuspüren.⁸⁰ Das Recht (einschließlich des privatautonom gesetzten Vertragsrechts) erzeugt seine verhaltenssteuernde Wirkung dabei nicht nur kraft durchsetzbarer formeller Regeln, sondern kann darüber hinaus auch jenseits „harter“ rechtsförmiger Konsequenzen mitunter „weiche“ gesellschaftliche Normbildung betreiben und eine informelle, moralisch, sozial oder funktional begründete, Verhaltenssteuerung erzeugen.⁸¹

Nur mit dieser Einsicht lässt sich vollständig verstehen, weshalb die in Europa und insbesondere in Deutschland vorherrschenden rechtlichen Rahmenbedingungen für VC

von Gründerteams und (insbesondere ausländischen) Investoren verbreitet als Hemmnis für die Entwicklung des Ökosystems gesehen werden. Denn neben sehr wenigen „harten“ rechtlichen Restriktionen, die ein VC-Investment in Europa im Einzelfall (wirtschaftlich) unmöglich machen, liegt das Problem vor allem in solchen (subjektiv wahrgenommenen) rechtlichen Hürden, die Investitionen zwar jeweils für sich betrachtet nicht notwendigerweise verhindern, die aber neben finanziellen auch schwerer bezifferbare Transaktionskosten in Gestalt von beträchtlich zusätzlichem administrativem Aufwand und dem hierdurch bei Investoren und Gründern verursachten Ärgernis produzieren. Die hierauf abhebenden, in der VC-Praxis nicht selten zu vernehmenden Wahrnehmungen gerade der deutschen Rechtsordnung als übermäßig bürokratisch und innovationsfeindlich fügen sich unter Beihilfe der (sozialen) Medien und ihrer teils stark vereinfachenden, plakativen Aufmacher zu dem nach Außen transportierten Gesamtbild einer relativen Investitions- und Gründungsunfreundlichkeit des im harten Wettbewerb um die Gunst erfolgversprechender Start-ups und Investoren stehenden VC-Standortes Deutschland zusammen. So manifestiert sich im kompetitiven globalen VC-Markt die ökonomische Bedeutung auch solcher Rechtsregeln, deren Befolgungskosten (nur) auf den ersten Blick trivial erscheinen.

Vor diesem Hintergrund soll im Folgenden ein Schlaglicht auf einige ausgewählte Aspekte des VC-Vertrags- (3.1), Gesellschafts- (3.2.1) und Steuerrechts (3.2.2) geworfen werden, die für das Gelingen der einander jeweils begünstigenden Ziele von mehr lokalen CVC-Investitionen einerseits und der gesellschaftlichen Einläutung einer neuen Gründerzeit andererseits förderlich sein können.⁸²

78 Gemeint ist primär die nicht leicht zu erreichende Etablierung einer gesellschaftlichen Fehler- und Risikokultur, konkret durch die wissensbasierte Versachlichung der Gewichtung von Chancen und Risiken bestimmter Handlungsoptionen und damit letztlich die Erhöhung der individuellen Risikobereitschaft; zu den übrigen außerrechtlichen Determinanten des VC-Ökosystems im *Silicon Valley Kuntz*, Gestaltung von Kapitalgesellschaften zwischen Freiheit und Zwang, 2016, S. 203 ff.

79 *Habeck*, Handelsblatt v. 13.1.2025, Nr. 8, S. 16 („Wir schauen zu sehr auf die Risiken statt auf die Chancen“).

80 Zur individuellen Verhaltenssteuerung durch Privatrecht hierzulande *Hellgardt*, Regulierung und Privatrecht, 2016; *Tröger*, in: *Hopt/Tzouganatos*, Das Europäische Wirtschaftsrecht vor neuen Herausforderungen, 2014, S. 298. Grundlegend für die empirische These des wirtschaftlichen Einflussfaktors „Recht“ anhand des (vermeintlich) divergierenden rechtsförmigen Investorenschutzniveaus in verschiedenen Jurisdiktionen *La Porta/Lopez de Silanes/Shleifer/Vishny*, 106 J. Pol. Econ 1113 (1998); differenzierend zu dieser in Detail und Ergebnis streitbaren aber ungebrochen reizvollen und einflussreichen „Law and Finance“-These *Schnyder/Siems/Aguilera*, 19 Socio-Econ. Rev. 377 (2021).

81 Diese sog. expressive oder informative Funktion des Rechts materialisiert sich etwa (in funktionaler Form) in der individuellen Beachtung von Verkehrsschildern auch jenseits rechtlicher Sanktionsbefürchtungen (vgl. *McAdams*, 86 Virginia L. Rev. 1648, 1667 passim (2000)) oder der sozial oder moralisch determinierten Entscheidung zur Wahrnehmung einer „Bürgerpflicht“ (vgl. empirisch zum Einfluss der Abschaffung von mit nur symbolischen finanziellen Sanktion bewehrten Wahlpflichten in bestimmten schweizer Kantonen *Funk*, 9 Am. L. & Econ. Rev. 135 (2007)); instruktiv hierzu *Sunstein*, 144 U. Pa. L. Rev. 2021 (1996).

82 Anderen Beiträgen vorbehalten bleiben die im VC-Bereich mindestens ebenso relevanten Themengebiete des geistigen Eigentums, der Regulierung künstlicher Intelligenz sowie des Datenschutzes, eingehend zur Schutzfähigkeit neuronaler Netze, Trainingsdaten und Outputs generativer KI *de lege lata* jüngst *Flöter/Cordes*, GRUR-Prax 2024, 668; speziell zur „KI-Kompetenz“ nach Art. 4 des sog. AI-Act (VO(EU) 2024/1689) *Eickmeier/Petrash*, YPOG Briefing v. 27.1.2025, <https://www.ypog.law/insight/art-4-ki-verordnung>.

3.1. (CVC-Vertragsrecht: Die Moderation des horizontalen Interessenkonflikts zwischen strategischen und finanziellen Investoren

Aus rechtsökonomischer Perspektive dient das von selbstbestimmt agierenden Vertragsparteien ausgehandelte Vertragsrecht dem Zweck, dem – nur in einer modellhaften Welt ohne Transaktionskosten überhaupt erreichbaren – Idealbild vollständiger, das heißt jede Eventualität ex-ante anhand der Parteinteressen lücken- und friktionslos regelnder, Verträge nahezukommen.⁸³ Je besser diese Annäherung den Rechtsbeständen der Vertragsparteien gelingt, desto eher werden präferenzgerechte, das heißt effiziente Vertragsabschlüsse, erzielt und gegen opportunistische und transaktionskostenträchtige Vorteilnahme- oder (gerichtliche) Nachverhandlungsinitiativen einzelner Vertragsparteien abgesichert. So betrachtet kann das private gesetzte Vertragsrecht also einerseits als „Schmiermittel“⁸⁴, andererseits aber auch als Sand im Getriebe einer Volkswirtschaft wirken.

Besonders bedeutend ist diese Einsicht für das ursprünglich von der US-amerikanischen Kautelarpraxis entwickelte und in den vergangenen Jahren international entlang lokaler Markteigenheiten fortgeschriebene komplexe Vertragswerk für VC-Finanzierungen.⁸⁵ Dies einerseits, weil die Finanzierung innovativer und sich bestenfalls dynamisch entwickelnder Geschäftsmodelle ein inhärent und gerade für weniger erfahrene Marktteilnehmer ex-ante nur schwer auch nur annähernd vollständig erfassbares Phänomen darstellt;⁸⁶ andererseits deshalb, da die meisten der in VC-Finanzierungsverträgen zum Schutz der Partei- bzw. insbesondere Investoreninteressen zum Einsatz kommenden granularen Regelungen zu besonderen Governance- wie Mitveräußerungsrechten und -pflichten (Tag-Along; Drag-Along), Liquidationspräferenzen und Bewertungskorrekturmechanismen (anti dilution protection, insb. durch kompensatorische Kapitalerhöhungen) jenseits des Geltungsbereichs des prinzipiell für jeden ersichtlichen positiven Rechts liegen – die Grenzen des „Mach- und Vertretbaren“ bestimmt im VC-Bereich weitgehend der Markt und nicht der Gesetzgeber.⁸⁷

Beteiligt sich ein CVC als Co-Investor neben klassischen VC-Fonds an einer Finanzierungsrunde, so ergeben sich im Rahmen der Verhandlungen des skizzierten Vertragswerkes nicht selten einige besondere Diskussionspunkte. Im Kern geht es dabei regelmäßig um einen (scheinbaren) Zielkonflikt zwischen traditionellen und strategischen Investoren: Auf der einen Seite sind CVCs häufig an der *dauerhaften* Verfügung über den „business case“ des Unternehmens zur Verfolgung der zeitlich unbeschränkten Gesellschaftszwecke ihrer Konzernmütter interessiert; zudem besteht das Interesse, den „business case“ jedenfalls vor dem Zugriff direkter Wettbewerber der CVC-Konzernmutter abzuschirmen; auf der anderen Seite verfolgen VC-Fonds das Ziel, die (vornehmlich) finanziellen Renditeinteressen ihrer Manager und LPs am Ende der Fondslaufzeit (typischerweise 6–10 Jahre)⁸⁸ durch Anteilsveräußerung (Exit) auf einem privaten (trade sale) oder im Rahmen eines Börsengangs (IPO) auf einem öffentlichen Markt zu „liquidieren“. Derartige Finanzinvestoren begreifen den Wert der Verfügungsmacht über die in dem Portfoliounternehmen gebündelten Werte eher *vorübergehend* als Mittel zum Zweck der finanziellen Gewinnmaximierung. Zumindest

vorübergehend hat also auch der klassische VC ein Interesse an der Verhinderung des vorzeitigen Abflusses von Know-how in die Hände eines hieran interessierten CVC. Bisweilen kommt es bei dieser zeitlichen Gemengelage zu einem von den Fondsmanagern verspürten Liquiditätsdruck, der gegen Ende der Fondslaufzeit von den LPs ausgeht, die eine Auszahlung ihres investierten Kapitals erwarten.⁸⁹ In dieser Drucksituation mag gerade ein zahlungskräftiger direkter Wettbewerber der Konzernmutter des beteiligten CVCs ein für den verkaufswilligen Finanzinvestor attraktiver Käuferkandidat sein.

Der hiermit beschriebene Interessenkonflikt materialisiert sich folglich im Rahmen der Verhandlung der für VC-Fonds erkennbar wichtigen Drag-Along Rechte bzw. der hierfür erforderlichen Mehrheiten, aber auch etwa im Hinblick auf die ohne CVC-Beteiligung weniger kontroversen Vorerwerbsrechte (Right of First Offer bzw. Refusal; ROFO, ROFR) sowie besondere Governance-Rechte, etwa zur Besetzung von Beiratsämtern. Für die anwaltliche CVC-Beratungspraxis ergibt sich insoweit die Aufgabe, das Ausmaß und die Einzelheiten des Interessenkonflikts im Einzelfall frühzeitig zu identifizieren und bereits im Rahmen der Verhandlungen des Term Sheets zu moderieren und klar zu adressieren. Die in diesem Zuge einzunehmende weitsichtige Perspektive – auf künftige Finanzierungsrunden und verschiedene Exit-Optionen sämtlicher Parteien – erlaubt in der Mehrzahl der Fälle die friktionsarme Auflösung nur im ersten Moment als solche erscheinender Zielkonflikte zwischen VCs und CVCs sowie einen dann unverstellten Blick auf diejenigen Kautelen, für die es sich zur Verwirklichung der wichtigsten Interessen des CVCs wirklich zu kämpfen lohnt.

In der Praxis zeigt sich dabei, dass CVCs im Einzelfall gut beraten sein können, der Versuchung zu widerstehen, ihre

83 Vgl. eingehend Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 6. Aufl. 2020, S. 479 ff.

84 So zum positiven Vertragsrecht Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 6. Aufl. 2020, S. 477.

85 Umfassend zu der in Deutschland mittels eines ineinandergreifenden Geflechts aus korporativen und schuldrechtlichen Abreden in Beteiligungsvertrag (Investment Agreement), Gesellschaftervereinbarung (Shareholders' Agreement) und Gesellschaftsvertrag (Articles of Association) nebst Geschäftsordnungen (Rules of Procedure) für Geschäftsführung und einen etwaigen Beirat gelingenden Umsetzung Bank/Möllmann, Venture Capital Agreements in Germany, 2017; Weitnauer, Handbuch Venture Capital, 7. Aufl. 2022.

86 Hierzu Drygala/Wächter Venture Capital/Kuntz, 1. Aufl. 2018, S. 25, 31.

87 Vgl. zur besonderen Bedeutung von Marktstandards im VC-Bereich insb. Denga, ZGR 2021, 725; zu den ökonomischen Vorteilen einer von Marktstandards geprägten Kautelarpraxis am Beispiel des internationalen MfA-Praxis Vetter, ReblsZ 82 (2018), 267, 284 f.

88 Zum tendenziell neueren Trend der „Streckung“ von Fondslaufzeiten qua sog. Continuation funds hier nur Eilers/Koffka/Mackensen/Paul/Josenshans Private Equity/Mackensen, 4. Aufl. 2022, VI. Rn. 61.

89 Dieser Verkaufsdruck birgt generell das Risiko eines überhasteten und ggfs. mittels Drag-Along von einzelnen Investoren erzwungenen Exits zu einem geringeren als dem unter normalen Umständen erzielbaren Erlös (Fire Sale), an dem sodann vorrangig (im Extremfall ausschließlich) die in puncto Liquidationspräferenz seniorigen Investoren partizipieren. Vgl. für einen hieran entzündeten, gerichtlich ausgefochtenen und letztlich unter Rückgriff auf die (konfliktierenden) korporativen Treuepflichten des mehrheitlich von seniorigen Investoren kontrollierten Boards entschiedenen Gesellschafterstreit in den Vereinigten Staaten *In re Trados Incorporated Shareholder Litigation*, 73 A.3d 17 (Delaware Court of Chancery 2013); empirisch zu den Effekten dieser Rspr. auf die VC-Vertragspraxis die Ereignisstudie bei Bian/Li/Nigro, Conflicting Fiduciary Duties and Fire Sales of VC-backed Start-ups (November 14, 2024). LawFin Working Paper No. 35, <https://ssrn.com/abstract=4139724>.

Verhandlungsmacht zur Aushandlung umfassender Veto-rechte auf Drag-Along Transaktionen (mit Wettbewerbern), qua Beiratsposten vermittelter granularer Eingriffsmöglichkeiten in das operative Geschäft oder weitreichender Vorerwerbsrechte (auch nach durchgeführten Käufer-Due Diligence, ROFR) auszunutzen und sich stattdessen auf ein in der Gesamtschau eher marktübliches Schutzniveau mit nur wenigen, bewusst ausgewählten, individuellen Nuancen einzulassen. Dies zum einen mit Blick auf die im VC-Markt allgemein und für CVCs womöglich besonders bedeutsamen Reputationseffekte: wer durch besonders einseitig-hartes Verhandeln von sich reden macht, der muss mit entsprechender Presse rechnen und verbaut sich womöglich den in hohem Maße netzwerkgetriebenen Zugang zur nächsten attraktiven Finanzierungsrunde. Zum anderen wirken einseitig bevorteilende exit-bezogene CVC-Rechte wie ein ROFR für potenzielle künftige, für den Erfolg des Start-ups regelmäßig essentielle Finanzinvestoren abschreckend: die Aussicht, die Kosten einer Due Diligence auf sich zu nehmen, nur um nach Abgabe des hierauf basierenden Kaufangebotes gegenüber einem CVC den Kürzeren zu ziehen, wird die Mehrzahl an interessierten Erwerbern schon ex-ante von der Einleitung eines Kaufprozesses abhalten – und damit Exit-getriebene VC-Investoren verstimmen. Diese und weitere von CVCs potenziell ausbedungene Vorzugsrechte verlieren also spätestens dann ihren Wert, wenn das Start-up ihretwegen im Rahmen der nächsten Finanzierungsrunde höhere Kapitalkosten zahlen muss, gar keine Folgefinanzierung erhält oder zu weitreichende operative Eingriffe des CVC die für den Erfolg des Unternehmens essentielle enge und vertrauensvolle Zusammenarbeit der Gründer und Gesellschafter stört. Letztlich dürfte auch gelten, dass CVCs, die sich am Markt durch ihren operativen Value-add und lösungsorientierte und umsichtige Kompromissbereitschaft auszeichnen von klassischen VCs auch ohne besondere Vorzugsrechte – und u. U. gerade dann – im Rahmen von operativen Richtungsentscheidungen und insbesondere Exit-Transaktionen als relevante Stakeholder oder sogar attraktive Erwerber in Erwägung gezogen werden.

3.2. Positives Recht *de lege lata*, *de lege ferenda*: Impulse für konkrete Auslegungs- und Reformdiskurse zur weiteren Stärkung des Innovationsstandortes

Auch wenn die Verästelungen der VC-Kautelarpraxis sich weitgehend fernab des geschriebenen Rechts bewegen, entfaltet die *lex lata* – freilich nicht nur – des hier betrachteten Gesellschafts- (3.2.1) und Steuerrechts (3.2.2) doch Wirkung auf das Gelingen, den ökonomischen „Wirkungsgrad“, von Vertragsabschlüssen im Rahmen von VC-Finanzierungen im allgemeinen und unter Beteiligung von CVCs im besonderen. Geteilt wird diese Einschätzung prinzipiell auch in dem bereits erwähnten politischen Gastbeitrag:⁹⁰ in dessen Kernbotschaft, dem Appell zur Rationalisierung der gesellschaftlichen aber auch gesetzgeberischen Chancen-Risiken bzw. spiegelbildlich Kosten-Nutzen Kalküle und der damit begründeten Befreiung junger Unternehmen von „möglichst vielen bürokratischen Erfordernissen“, steckt zum einen die wichtige, prinzipiell auf Regulierung durch zwingendes (Öffentliches- wie Privat-)Recht insgesamt zutreffende und von Reformgesetzgebern (insbesondere dem europäischen) in jüngerer Zeit jedenfalls auf dem Papier der Gesetzesmaterialien nicht immer hinreichend berücksichtigte Einsicht, dass auch gut gemeinte

Regulierung erhebliche zusätzliche Kosten verursachen, mithin einen etwaig generierten marginalen Nutzen aufzehren kann; zum anderen die hiermit verbundene Mahnung, kontrafaktische Alternativszenarien (insb.: keine Regulierung) bei der im Gesetzgebungsprozess anzustrebenden Folgenanalyse nicht aus dem Blick zu verlieren (hierzu noch unten).⁹¹ Regulierung, die ohne einen nach Abzug der mit ihrer Anwendung verbundenen Kosten keinen verbleibenden Nutzen zeitigt, ist bei Lichte betrachtet genau das, was in politischen Auseinandersetzung teils nebulös als „Bürokratie“ bezeichnet wird.

Auch auf dem hiermit eröffneten Betätigungsfeld der folgenreichen Rechtsanwendung und Rechtspolitik kann die wirtschaftsrechtlich tätige Anwaltschaft eine wertstiftende Rolle spielen. Denn gemäß dem hier zugrunde gelegten Rollenverständnis der anwaltlichen Praxis beschränkt sich diese nicht zwingend auf die Anwendung und ggfs. Auslegung des geltenden Rechts im konkreten Einzelfall. Vielmehr ist die Beratungspraxis gerade im marktgetriebenen VC-Bereich imstande, ihre wertvollen praktischen Einsichten in einer wissenschaftlich fundierten Kritik des geltenden Rechts zu verarbeiten und dank der so generierten Überzeugungskraft einen Prozess diskursiven Zusammenwirkens zwischen Anwaltschaft, Rechtsprechung und Gesetzgebung zu befruchten, der die effektive Fortbildung des geltenden sowie des künftigen Rechts entlang bestimmter normativer Linien begünstigt.⁹²

3.2.1. Zwingendes Gesellschaftsrecht und seine zweifelhafte Begründung

Besonders gut veranschaulichen lassen sich diese Thesen anhand des Gesellschaftsrechts.

Aus rechtsökonomischer Perspektive besteht die Rolle des Privat- und damit des Gesellschaftsrechts⁹³ vereinfacht gesprochen in der Bereitstellung dispositiver Standardregeln, die den marktlichen Handel mit Verfügungsrechten an Gütern durch selbstverantwortlich und primär rational im Eigeninteresse und auf Basis zutreffender und vollständiger Informationen agierende Marktakteure durch Einsparung von Transaktionskosten begünstigt.⁹⁴ Idealerweise bedingt dies

⁹⁰ S. oben, Fn. 80.

⁹¹ Vgl. insoweit beispielhaft die tiefeschürfende und rechtsvergleichende Kritik an der verpflichtenden Natur der unionsrechtlich induzierten nichtfinanziellen bzw. künftigen „Nachhaltigkeits-“ Berichterstattung der §§ 289b ff. HGB bei Schön, FS K. Schmidt 2019, Bd. II, S. 391 (S. 404: „Hier – in den USA – wird unternommen, was in Deutschland und Europa fehlt: der Versuch Informationsmärkte ernst zu nehmen und nicht vorschnell Unternehmen und andere Akteure mit Zwangspublizität zu beglücken“. S. 407: „Der Beweis für die Überlegenheit des europäischen Zwangssystems [aus nichtfinanziellen Berichtspflichten] ist noch nicht erbracht und die Beweislast liegt beim Regulierer.“); dezidiert krit. zur gesetzgeberischen Methode im Kontext der sog. Green-Claims Richtlinie Steuer, GRUR 2024, 341 („[S]eriöse Auseinandersetzung [des Gesetzgebers] mit den zu erwartenden Kosten findet nicht statt.“); im Automotive-Kontext Steuer, RAW 2023, 144, 149 ff.; krit. zu den auch für Start-ups und Wachstumsunternehmen aktuell unterschiedslos geltenden Anforderungen der ESG-Regulierung Görres/Rau/Müller, ESG 2024, 195.

⁹² Zur Funktionsweise dieses diskursiven Prozesses mit Blick auf das Gesellschaftsrecht Fleischer, NZG 2019, 921; zu den referenzierten denkbaren normativen Axiomen im folgenden Abschnitt.

⁹³ Vgl. Hommelhoff zit. nach Weller/Hoppman, AG 2022, 640, 647 (Gesellschaftsrecht als „Ermöglichungsrecht“).

⁹⁴ Vgl. hier nur im aktienrechtlichen Kontext KK-AktG/Tröger, 4. Aufl. 2023, vor §§ 118 ff. Rn. 8; metaphorisch treffend Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 6. Aufl. 2020, S. 482 („Vollständige Verträge ähneln individuell angefertigten Maßanzügen, die Normen des Vertragsrechts dagegen möglichst guter Konfektion.“).

eine relativ effiziente, das heißt die Präferenzen der Marktteilnehmer maximierende, oder eine anderweitig politisch determinierte „gerechte“, Allokation dieser Verfügungsrechte.⁹⁵ Die Rechtfertigung für einen rechtsförmigen Eingriff (insbesondere durch zwingendes Recht) besteht nach diesem ökonomischen Kalkül in einer sozialen Marktwirtschaft nur, wenn und soweit (i) die mit dem skizzierten Marktmechanismus bewirkte Güterallokation – etwa aufgrund systematischer Informationsasymmetrien oder systematisch irrationalen individuellen Verhaltensmustern – hinter dem anvisierten sozialen Optimum zurückbleibt (Marktversagen) und (ii) die rechtliche Intervention eine relativ effektive Adressierung des Marktversagens verspricht (etwa weitere Transaktionskostenreduktion durch *zwingende* Standardisierung), insbesondere also keine prohibitiv hohen Kosten verursacht, die das Ausgangsszenario lediglich „verschlimmbessert“.⁹⁶ Die Darlegungs- und Beweislaster für das Vorliegen dieser Voraussetzungen liegt dabei nach hiesigem Verständnis bei denjenigen, die eine Einschränkung der Privatautonomie dementsprechend zu begründen suchen.⁹⁷

Offensichtlicher Begründungsbedarf besteht vor diesem Hintergrund nach wie vor im kraft Satzungsstrenge (§ 23 Abs. 5 Satz 1 AktG)⁹⁸ weitgehend zwingend ausgestalteten und daher für die im VC-Bereich geforderten Kauteln nur bedingt aufnahmefreundlichen Aktienrecht, dessen hierzulande gleichwohl zunehmende Relevanz in der VC-Praxis⁹⁹ als ermutigender Ausdruck einer zunehmenden Reife des deutschen VC-Ökosystems verstanden werden darf. Aber auch das weitaus praxisrelevanter Recht der GmbH beschränkt die Privatautonomie mündiger Parteien eines Gesellschaftsvertrages anhand des bezeichneten Maßstabes bisweilen über Gebühr. Ein erstes Beispiel betrifft konkret den Abschluss von Finanzierungsverträgen unter Einbeziehung von CVCs: § 51a Abs. 1 GmbHG normiert ein dank wenig konturierenden Gesetzeswortlautes praktisch weitreichendes Auskunfts- und Einsichtsrecht für *jeden* GmbH-Gesellschafter gegenüber der Gesellschaft, das gemäß Abs. 2 nur mittels Gesellschafterbeschlusses unter Verweis auf ein entgegenstehendes Gesellschaftsinteresse zurückgewiesen werden kann; sowohl Abs. 1 als auch Abs. 2 werden von Abs. 3 der Vorschrift ausdrücklich für zwingend erklärt. Bei Beteiligung von CVCs an Finanzierungsrunden hat dies zur Folge, dass die übrigen Vertragsparteien sich (gelegentlich explizit) gegen einen durch den CVC qua § 51a GmbHG bewirkten Know-how Abfluss, insbesondere im Hinblick auf sensible Geschäftsgeheimnisse, auch dann vertraglich absichern wollen, wenn der CVC bereit ist, auf das Auskunfts- und Einsichtsrecht zu verzichten und dies den Vertragsparteien auch zumindest ex-ante glaubhaft versichern kann. Für die so verursachten zusätzlichen Transaktionskosten besteht deshalb kein hinreichender Grund, da keine durchgreifenden Anhaltspunkte für ein Marktversagen dergestalt ersichtlich sind, dass mündige, insbesondere durch die mit den Formvorschriften der §§ 2 Abs. 1, 53 Abs. 3 GmbH einhergehenden notariellen Belehrungspflichten bereits spezifisch sensibilisierten Parteien eines GmbH-Gesellschaftsvertrages im Gros nicht in der Lage wären, ihre Auskunfts- und Einsichtnahmeinteressen privatautonom präferenzgerecht zu regeln. Vor diesem Hintergrund wäre eine kommende Bundesregierung gut beraten, die seit jeher als „mislungen“ kritisierte Regelung¹⁰⁰ des § 51a GmbHG, insbesondere dessen Abs. 3, zu überarbeiten bzw. zu streichen.

Ein zweites Beispiel betrifft nicht speziell CVC-Investitionen, prägt jedoch das vorbezeichnete (pauschalisierende) Gesamtbild eines vermeintlich wenig innovationsfreundlichen VC-Standes Deutschland. Gemeint sind die im GmbH-Recht zahlreich geregelten notariellen Formerfordernisse. Das Notariat erfüllt für viele Teile der Bevölkerung eine wichtige und gesamtgesellschaftlich kaum zu überschätzende Funktion als unabhängige Aufklärungs-, Beratungs- und Mediationsinstanz bei besonders bedeutsamen Rechtsgeschäften und oftmals als effektive Schnittstelle zum Registergericht. Im transaktionsbezogenen Rechtsverkehr zwischen geschäftserfahrenen und anwaltlich vertretenen Parteien wirken die für nicht unerhebliche Transaktionskosten verantwortlichen Formerfordernisse des GmbH-Rechts jedoch teilweise fragwürdig. Hier ist nicht klar, ob die zusätzliche Involvierung des Notariats in dem von der *lex lata* vorgeschriebenen Maß (insbesondere bei Anteilsübertragungen, § 15 Abs. 3, 4 GmbHG und Kapitalerhöhungen, § 53 Abs. 3 Satz 1, § 55 Abs. 1 GmbHG) einen zusätzlichen Nutzen liefert, der die zusätzlichen Kosten übersteigt. Zudem ist nicht recht einzusehen, weshalb an der Formbedürftigkeit der Übertragung von GmbH-Geschäftsanteilen zur vom historischen Gesetzgeber hiermit intendierten „Verhinderung“ eines „spekulativen“ Anteils-handels festgehalten werden sollte, während Aktien und Anteile an Personengesellschaften frei von jeglichem Formerfordernis übertragen werden können und die mit Blick auf die Möglichkeit des gutläubigen Erwerbs nach § 16 Abs. 3 GmbH sicherzustellende Richtigkeit der Gesellschafterliste auch durch eine weniger invasive Beglaubigung der Abtretungsvereinbarung erreicht werden kann.¹⁰¹ Ähnliches gilt für die von Literatur und Rechtsprechung allzu häufig funktional wenig überzeugende Ausfüllung bestehender Auslegungsspielräume in den Formvorschriften. Ein im VC-Bereich, in dem (gerade internationale) Investoren sich regelmäßig aufgrund von Vollmachten in Notarterminen vertreten lassen, besonders spürbares Beispiel bildet die nach einhelliger Auffassung bestehende Erstreckung des Beglaubigungserfordernisses hinsichtlich der Erklärung zur Übernahme neuer Geschäftsanteile (§ 55

95 Grundlegend zur Effizienz marktlichen Handels mit Verfügungsrechten in einer idealen Welt ohne Transaktionskosten *Coase*, 3 J.L. & Econ. 1 (1960); konzise zur Unterscheidung verschiedener normativ-axiomatischer Zielfunktionen *Magen* in: Towfigh/Petersen, *Ökonomische Methoden im Recht*, 3. Aufl. 2024 Rz. 198 ff.; monographisch zu Divergenzen und Konvergenzen verschiedener moralphilosophischer Zielfunktionen hier nur *Mathis*, *Effizienz statt Gerechtigkeit?*, 4. Aufl. 2019.

96 Vgl. nur *Schmolke*, in: Towfigh/Petersen, *Ökonomische Methoden im Recht*, 3. Aufl. 2023, § 5 Rn. 270 f.

97 Zu diesem Grundverständnis statt vieler hier nur die in Fn. 92 genannten.

98 Überzeugend krit. für nicht börsennotierte Gesellschaften *Kuntz*, *Gestaltung von Kapitalgesellschaften zwischen Freiheit und Zwang*, 2016, S. 548 ff., 553 ff. (private Informations- und Absicherungsmechanismen als milderer, nicht weniger geeignetes Mittel).

99 Zu den Motiven von AG- und SE-Umwandlungen für Wachstumsunternehmen *Schatz*, FS Vetter 2019, S. 681, 685; zur kautelarjuristischen Umsetzung der typischen VC-Vertragsregelungen auch *Schaper*, ZGR 2024, 509, 520 ff.; zu Gründung und Governance der häufig angestrebten monistischen SE im Einzelnen *Schatz/Lüttenberg*, AG 2024, 569.

100 Vgl. m. w. N. *Habersack/Casper/Löbbe/Hüffer/Schäfer*, 3. Aufl. 2020, GmbHG § 51a Rn. 4.

101 Dazu hier nur *Harbarth*, ZGR 2016, 84, 109 f.; *BeckOGK/Möriz/Hell*, 1.8.2024, GmbHG § 15 Rn. 9; zur rechtspol. Kritik auch *Scholz/Seibt*, GmbHG, 13. Aufl. 2024, § 15 Rn. 5 ff.; umfassende Gegenüberstellung von Formerfordernissen betreffend Gesellschaftervereinbarungen im GmbH- und Aktienrecht bei *Reul*, FS Frenz 2024, S. 323.

Abs. 1 GmbHG) auf die Bevollmächtigung hierzu – ohne dass dies der Gesetzeswortlaut auch nur andeutet oder Systematik und/oder Telos (keine Warn-, lediglich Beweis-sicherungsfunktion) dies gebieten.¹⁰² Ob der legitime Gedanke sozialer Quersubventionierung¹⁰³ die insoweit erforderliche Begründungslast für das derzeit auch für professionelle Transaktionsparteien unterschiedslos geltende Korsett an Formvorschriften alleine stemmen kann, bedarf jedenfalls weiterer politischer und gesellschaftlicher Erörterung.¹⁰⁴ Bis dahin bleibt es auch die Aufgabe der Anwaltschaft, die verbleibenden Spielräume auch über den Einzelfall hinaus im Sinne des Innovationsstandortes Deutschland auszunutzen.¹⁰⁵

3.2.2. Progressives Steuerrecht: Steuerliche Begünstigungen von Ausgründungen

Auch auf dem Gebiet des für Start-ups und insbesondere deren Investoren und Mitarbeiter bedeutsamen Steuerrechts existieren einige neuralgische Punkte, die der Steuergesetzgeber in den vergangenen Jahren zum Teil bereits grundlegend adressiert hat, die aber noch weiterer Schärfung (z. T. durch die Finanzverwaltung) bedürfen. Etwa auf dem Gebiet der Fondsbesteuerung bildet der für die Qualifikation der im Zusammenhang mit PE- und auch VC-Fonds erzielten Einkünfte nach wie vor maßgeblichen PE-Erlass aus dem Jahre 2003¹⁰⁶ eine – auch in den Augen der finanzgerichtlichen Rechtsprechung¹⁰⁷ – nicht mehr zeitgemäße (das heißt insb. der von der Rechtsprechung zu Einkünftequalifikation herangezogenen „Verkehrsanschauung“ nicht mehr entsprechende) und daher weniger denn je stabile Grundlage zur rechtssicheren Beantwortung fondssteuerrechtlicher Zweifelsfragen.¹⁰⁸ Im als besonders bedeutender Wettbewerbsfaktor im Start-up Ökosystem angesehenen Bereich der einkommensteuerlichen Behandlung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen hat die Einführung von § 19a EStG durch das Fondsstandortgesetz eine Verbesserung herbeigeführt. Auch wenn hier noch einige Zweifelsfragen der Klärung durch die Finanzverwaltung harren,¹⁰⁹ so ist es für das VC-Ökosystem von Vorteil, im jüngst nochmals erweiterten Anwendungsbereich¹¹⁰ des § 19a EStG nunmehr das Problem der Versteuerung von zur Mitarbeiterincentivierung ausgegebenen illiquiden Geschäftsanteilen („dry income taxation“) mittels (bedingten) Besteuerungsaufschubs – bei Übernahme der Haftung für die anfallende Lohnsteuer durch den Arbeitgeber sogar über ein Leaver-Event des betreffenden Mitarbeiters hinaus (§ 19a Abs. 4a EStG) – adressieren zu können.

Hervorzuheben ist letztlich noch ein gerade aus Sicht von CVC interessanter rechtspolitischer Gedanke zur steuerlichen Förderung von Ausgründungen. Wie gesehen operieren OEMs und Zulieferer bei ihren OI-Aktivitäten nicht nur mit CVC, sondern auch mit Acceleratoren und Venture Build-Einheiten, in denen Innovationen in einem Vorgründungsstadium von Gründern und Mitarbeitern des OEMs/Zulieferers gemeinsam entwickelt werden. Sollen die hierbei geschaffenen Werte sodann zur weiteren Verfolgung außerhalb der Konzernstrukturen und zur Aufnahme von (C)VC auf eine gesonderte (neu gegründete) und von (auch am Kapital beteiligten) Gründern geführte Kapitalgesellschaft übertragen werden (Ausgründung), stellen sich zahlreiche auch steuerliche Fragen. Um bei derartigen Wertverschiebungen unter Körperschaften das typische Ziel der steuerneutralen und liquiditätsschonenden Übertragung von Wirtschaftsgütern zu Buchwerten sicherzustellen, sind mitunter prüfungsaufwändige Einbringungs- bzw. Umwand-

lungskonstruktionen zu wählen (insb. Einzelrechtsnachfolge kraft Asset Deal oder Gesamtrechtsnachfolge kraft Ab-spaltung bzw. Ausgliederung zur Neugründung, § 123 Abs. 2 Nr. 2, Abs. 3 Nr. 2 UmwG), die das Problem der „dry taxation“ nur zum Preis erheblicher unmittelbarer Liquiditäts- und Transaktionskosten (erhöhter Beratungsaufwand, z. B. im Hinblick auf einfaches/doppeltes Teilbetriebsanfor-dernis) sowie ggfs. anschließender Veräußerungsbeschränkungen vermeiden (vgl. § 15 Abs. 1, Abs. 2 UmwStG; §§ 20 Abs. 1, 22 Abs. 1 UmwStG). Aktuell wählt die Praxis als „geringstes Übel“ regelmäßig den Weg über einen Asset Deal, mit dem der CVC die betreffenden Werte an die (neu gegründete) GmbH veräußert und die hierfür erforderliche Liquidität gegen Einräumung einer Minderheitsbeteiligung zur Verfügung stellt. Mit Blick auf die in der Automobilindustrie schlummernde Innovationskraft, die aus ganz unterschiedlichen – aber keinesfalls stets in mangelnden Erfolgsaus-sichten außerhalb des Konzerns liegenden – Gründen nicht immer das Tageslicht erblicken, erscheint es vor diesem Hintergrund vielversprechend, gezielt an dem Abbau der skiz-zierten Hürden zu arbeiten. Zu erwägen wäre beispielsweise ein dem § 19a EStG strukturell ähnelnder Besteuerungsauf-schub für qualifizierte Ausgründungen. Hierdurch wäre nicht nur ein aus Sicht von Gründerteams attraktiver Pull-Faktor für die entsprechenden OI-Projekte der OEMs und Zulieferer (und forschungsstarken Universitäten) geschaffen. Gleichzeitig könnte hiervon auch ein belebender Effekt für die Innovationskraft bestehender Mitarbeiter ausgehen, die unter den derzeitigen Umständen die Gründungsbedin-gungen noch als zu abschreckend empfinden.

102 Eingehend MüKoGmbHG/Lieder, 5. Aufl. 2025, GmbHG § 55 Rn. 176; hierzu im VC-Kontext auch Stiegler, NZG 2024, 561.

103 Dazu Thelen, RNotZ 2024, 152, 156 („Wenn viel Geld fließt, müssen auch höhere Notarkosten gezahlt werden, um den Beteiligten, die ebenso wichtige, aber wirtschaftlich weniger bedeutende Anliegen haben [...], gleichermaßen den Zugang zu qualifiziertem Rechtsrat durch den Notar zu ermöglichen“).

104 Ein im Auftrag der Bundesnotarkammer erstattetes Rechtsgutachten zur ökonomischen Analyse präventiver Rechtspflege (auch in Form des Notariats) kommt jedenfalls nach eingehender Untersuchung zu dem Ergebnis, dass für die im rechtsökonomischen Schrifttum verbreitete Ineffizienz-These jedenfalls keine konklusive Evidenz ersichtlich sei, vgl. Toufigh/Frankreiter, An Economic Analysis of the Preventive Administration of Justice, Januar 2020, S. 91 („By contrast, the available evidence provides some support for the conclusion that if the costs of the preventive administration of justice are higher than its benefits, this difference must be relatively small.“), <https://ssrn.com/abstract=4876546>.

105 Wie dies gelingen kann, zeigen die durchgehend kritischen und vom zweiten Zivilsenat in seinem einordnenden Zurückweisungsbeschluss v. 25.4.2023 (II ZR 96/22) und in der notariellen Praxis (Leutner/Schlotter/Zätzsch, in: Beurkundung von Unternehmenstransaktionen, 2. Aufl. 2025, § 6 Rn. 4 ff.) explizit aufgegriffenen Literaturstimmen betreffend das vorinstanzliche Urteil des OLG Zweibrücken (NZG 2022, 1696) zu einer vermeintlichen Erstreckung der Formvorschrift des § 55 Abs. 1 GmbHG auf Vorverträge, vgl. dazu eingehend Kle-mens/Sambulski, WM 2023, 311; Harenberg, NZG 2023, 211.

106 S. bereits oben Fn. 32.

107 Vgl. beispielhaft zu BFH DStR 2024, 1643 (Steuerliche Einordnung des Carried Interest); dazu Albrecht/Sanning, RdF 2024, 283.

108 Eingehend zu den Zweifelsfragen und möglichen Lösungsansätzen Sanning/Dickersbach/ DStR 2024, 725.

109 Dies gilt insbesondere für die Qualifikation beteiligungsähnlicher Genussrechte, die theoretisch eine Kombination der steuerlichen Vorteile echter Geschäftsanteile (Abgeltungsteuer) und der gesellschaftsrechtlichen Vorteile schuldrechtlicher (virtueller) Anteile (keine Mit-verwaltungs- und Informationsrechte) vereinen, unter § 19a EStG, dazu Schrade/Linseisen, Ubg 2025, 89, 94 ff.

110 Zur durch das Jahressteuergesetz 2024 eingeführten sog. Konzernklausel in § 19a EStG Lessing/Schwarz, YPOG Briefing v. 5.11.2024 (Update: 26.11.2024), <https://www.yvog.law/insight/mitarbeiterbeteiligung-bei-startups>.

4. Fazit und Ausblick

Der Draghi Bericht hat nicht nur aufgezeigt, wie groß die Innovationslücke zwischen Europa und den Vereinigten Staaten und China ist, sondern auch Vorschläge unterbreitet, wie die Schließung dieser im Kern *Finanzierungslücke* gelingen kann. Einen wichtigen Bestandteil der bei diesem Unterfangen zu verfolgenden Strategie kann die Investition zusätzlicher privater Mittel *in und von* Venture Capital in innovationsstarke und vielversprechende europäische Wachstumsunternehmen bilden. Dies gilt im besonderen für Corporate Venture Capital, das sowohl mikro- als auch makroökonomische Vorteile aufweist. Gerade im europäischen Automobilssektor, der zwar mehr CVC zur Verfügung stellt, als seine internationale Konkurrenz, dieses aber weit überwiegend in ausländische Start-ups investiert, besteht insoweit offenbar noch ungehobenes Potenzial. Um dieses zu heben, bedarf es zuvorderst einer Justierung der relevanten ökonomischen und kulturellen Stellschrauben. Gleichzeitig können das Recht und seine anwaltlichen Anwender und Fortbilder den Weg in eine neue europäische „Gründerzeit“ durch effiziente Rahmensetzung und die darüber hinaus normbildende Funktion des Rechts begünstigen, wie Beispiele aus dem privatautonom gesetzten (C)VC-Vertragsrecht sowie aktuelle (C)VC-relevante Fragen des Gesellschafts- und Steuerrechts zeigen.

Letztlich kann eine etwaige Uneinigkeit unter den (politischen) Akteuren wie so oft vernünftigerweise allein über das „wie“, nicht aber über das „ob“ der Förderung von Innovationsfinanzierung in Europa bestehen. Der Draghi Report jedenfalls scheint insoweit einen neuen Wind eingeleitet zu haben. Jüngste regulatorische Entwicklungen, namentlich die Ankündigungen zum vorläufigen Rückzug des von Industrie und der Literatur kritisierten Gesetzgebungsvorschlages für eine KI-Haftungsrichtlinie¹¹¹ sowie zur Überarbeitung der unionsrechtlichen Nachhaltigkeitsberichtsrichtlinien¹¹² und die von Frankreich in einem Moratorium an die Kommission geforderte und von der Kommission aufgegriffene Aussetzung des Inkrafttretens der hochumstrittenen Corporate Sustainability Due Diligence Directive,¹¹³ scheinen dies zu belegen.

111 Vgl. Commission work programme 2025, COM(2025) 45 final, Annex IV (Withdrawals) Nr. 32.

112 So unter ausdrücklicher Bezugnahme auf den Draghi Bericht, A Competitiveness Compass for the EU, COM(2025) 30 final, S. 17; das erste hieraus erwachsene Omnibus-Paket an Gesetzesvorschlägen wurde jüngst veröffentlicht, s. Presseerklärung der Kommission v. 26.2.2025, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_25_614.

113 S. *Leali/Gros*, politico.eu v. 23.1.2025 („France urges Brussels to indefinitely delay EU green rules for business“) <https://www.politico.eu/article/france-urges-brussels-to-indefinitely-delay-eu-green-rules-for-business/>; aufgegriffen im Kommissionsvorschlag Omnibus I – COM(2025)80, 2025/004 (COD), Art. 2 (Anwendung ab 26.7.2028).

Stefan Hauser und Rafael Lier*

Die CO₂-Flottengesetzgebung für schwere Nutzfahrzeuge in der EU

Die Bekämpfung des Klimawandels durch Reduktion der dafür verantwortlichen Treibhausgase – vornehmlich CO₂ – genießt für die EU eine hohe Priorität. Als Teil der entsprechenden Reduktionsmaßnahmen sind Hersteller schwerer Nutzfahrzeuge Adressat herausfordernder regulatorischer Vorgaben.

Der vorliegende Aufsatz vermittelt einen ersten Überblick über die EU-CO₂-Regularien für schwere Nutzfahrzeuge und ordnet die mit diesen Vorgaben verbundenen Herausforderungen ein.

I. Die EU-CO₂-Regularien für schwere Nutzfahrzeuge

Im Kontext des Klimawandels hatte sich die EU zunächst das verbindliche Ziel gesetzt, die Treibhausgasemissionen der gesamten Wirtschaft aller EU-Länder bis zum Jahr 2030 um mindestens 40% im Vergleich zum Jahr 1990 zu senken.¹ In Umsetzung des European Green Deal wurde dieses Ziel mit dem Europäischen Klimagesetz im Jahr 2021 auf 55% erhöht.²

Allein Lastkraftwagen und Busse sind bezogen auf die EU gemeinsam für rund 6% der CO₂-Gesamtemissionen und rund 25% der entsprechenden CO₂-Emissionen im Straßenverkehr verantwortlich.³ Nach Schätzungen der EU würde der Anteil dieser Emissionen ohne entsprechende regulatorische

Eingriffe im Zeitraum von 2010 bis 2030 um weitere rund 9% ansteigen.⁴

Als Gegenmaßnahme hat die EU mit Wirkung seit 2019 CO₂-Emissionsstandards für schwere Nutzfahrzeuge⁵ eingeführt, die verbindlich sind und bei Nichteinhaltung finanzielle Sanktionen nach sich ziehen. Diese nicht zuletzt seit einer Verschärfung im Jahr 2024 sehr strengen Standards zielen darauf ab, die CO₂-Emissionen von u. a. Lkw bis 2030 um 45%⁶, bis 2035 um 65% und bis 2040 um 90% zu reduzieren. Die entsprechenden direkt geltenden EU-

* Mehr über die Autoren erfahren Sie auf S. III.

1 Vgl. VO (EU) 2019/1242, Erwägungsgrund 5.

2 Vgl. Art. 4 Abs. 1 der VO (EU) 2021/1119.

3 Vgl. VO (EU) 2019/1242, Erwägungsgrund 9.

4 Vgl. ebenda.

5 Die ursprünglichen Versionen der CO₂-Verordnungen bezogen sich lediglich auf schwere Nutzfahrzeuge, dieser Anwendungsbereich wurde bzw. wird jedoch sukzessive auf z.B. Busse erweitert. Zur einfacheren Lesbarkeit werden im Folgenden alle Fahrzeuge im Anwendungsbereich der EU-CO₂-Verordnungen als schwere Nutzfahrzeuge bezeichnet.

6 Faktisch müssen die CO₂-Emissionen für alle Fahrzeuggruppen im Anwendungsbereich mit Reduktionszielen für 2030 (mit Ausnahme von Stadtbussen und Anhängern) lediglich um 43% und für 2035 64% reduziert werden. Dies ergibt sich aus einer Verrechnung mit den Stadtbuszielen, die ein 90%-Reduktionsziel bis 2030 und ein 100%-Reduktionsziel bis 2035 vorsehen, vgl. Art. 3d Abs. 1 und Anhang I Nr. 4.3.2 der VO (EU) 2019/1242.