

# KI und M&A Chancen nutzen – Risiken managen

Briefing

April 2024

## I. Künstliche Intelligenz: Transformation und Transaktionen

Die künstliche Intelligenz (KI) zählt zu den Schlüsseltechnologien der Gegenwart und Zukunft. Als prominentestes Beispiel verdeutlichte die Bereitstellung von ChatGPT-4 zur allgemeinen Nutzung die enormen Fortschritte in der Entwicklung und das transformative Potenzial von KI für Wirtschaft und Gesellschaft. Plötzlich und vielfach unvorhergesehen steht nun ein Tool zur Textgenerierung zur Verfügung, das bereits jetzt konkret in Unternehmen eingesetzt wird. Das Spektrum der bereits verfügbaren Anwendungen ist enorm: Es reicht von automatisierter Kundenkommunikation über vorrausschauende Wartung („predictive maintenance“), autonomes Fahren, Krebsdiagnostik, datengestützte Investmententscheidungen, individualisierte Versicherungstarife bis hin zu vernetzten Smart Cities. Die damit verbundenen Auswirkungen auf Unternehmen sind allenfalls in Umrissen erkennbar. Dies gilt gleichermaßen für die mit KI-Technologien verbundenen wirtschaftlichen Chancen wie auch für die allfälligen Risiken, etwa durch KI-gestützte Hackerangriffe oder Cyber Fraud.

Wenngleich die Relevanz von KI weithin erkannt wird, besteht verbreitete Unsicherheit darüber, welche Möglichkeiten zur strategischen Eingliederung und Anwendung in betriebliche Abläufe und Wertschöpfungsketten bestehen und wie diese bestmöglich realisiert werden können.<sup>1</sup> Dies betrifft nicht nur die Unternehmensleitung, sondern auch die Belegschaft, in der Sorgen vor drohendem Stellenabbau und Personalersatz durch (streikunfähige) KI entstehen. Diese müssen wiederum von der Unternehmensführung, ggf. auch durch eine umfassende Einbindung von Betriebs- und Personalrat, adressiert werden.

Klar scheint aber: Das Aufkommen von KI erfordert die Entwicklung neuer Geschäftsstrategien zur Effizienz-, Qualitäts- und Produktivitätssteigerung. Viele Unternehmen stehen daher vor der Frage, wie sie das enorme Potenzial von KI für sich nutzbar machen können. Da die Entwicklung von KI-basierter Technologie weder kostengünstig noch schnell umsetzbar ist, gewinnt die Alternative des Zukaufs von KI-basierten Technologien zunehmend an Attraktivität („make or buy“).<sup>2</sup> Eine immer stärkere Rolle spielen insofern Investitionen in und Übernahmen von KI-Unternehmen im Rahmen von M&A-Transaktionen.

Dabei entwickelt sich nicht nur der globale Markt für KI rasant. Auch Deutschland verfügt über ein wachsendes Feld erfolgreicher KI-Unternehmen, darunter Aleph Alpha, Brighter AI, Nyonic und Celonis. Mit 508 KI-Start-Ups und einem durchschnittlichen Finanzierungsbetrag von USD 14,8 Mio.<sup>3</sup> steht Deutschland für innovative Spitzenleistung im KI-Bereich und ist somit für nationale und internationale Investoren von großem Interesse.

Für Investoren stellt sich die Frage, welche spezifischen Chancen und Risiken sich für den Transaktionsprozess ergeben. Gleichzeitig ist der Bereich der künstlichen Intelligenz aktuell Gegenstand sich intensivierender gesetzlicher Regulierung auf nationaler, supra- und internationaler Ebene. Die Transaktions- und Beratungspraxis muss daher auch diesen regulatorischen Rahmen in den Blick nehmen.

<sup>1</sup> Dies ist eine der Erkenntnisse aus der von GERMANTECH mit Unterstützung von Noerr, EY, dem Hasso-Plattner-Institut und Ada Health durchgeführten empirischen Studie zur Resilienz deutscher Unternehmen mit Fokus u.a. auf der zentralen Rolle von KI, s. <https://www.company-resilience.com/de/>, abgerufen am 26.03.2024

<sup>2</sup> [M&A wave rising in hot AI market | TechTarget.](#) abgerufen am 26.03.2024

<sup>3</sup> <https://www.appliedai-institute.de/hub/2023-ai-german-startup-landscape>, abgerufen am 26.03.2024

## II. Regulierungsansätze im KI-Bereich

Einem per se grenzüberschreitenden Phänomen wie KI regulatorisch auf internationaler Ebene zu begegnen, erscheint folgerichtig. So hat die EU-Kommission bereits im April 2021 den Entwurf für eine KI-Verordnung vorgelegt, für die sich die Bezeichnung „AI Act“ eingebürgert hat. Der Entwurf, der noch vor dem breiten Launch von ChatGPT-4 – durch den die Intensität der öffentlichen Debatte um die Notwendigkeit von KI-Regulierung noch einmal auf ein ganz neues Level gehoben wurde – veröffentlicht worden war, ist auf der politischen Ebene, in Fachkreisen und zwischen Wirtschaftsakteuren breit diskutiert worden. Falls der AI Act wie erwartet jetzt in Kraft tritt,<sup>4</sup> werden die Regelungen grundsätzlich erst nach einer Übergangszeit im Jahr 2026 Geltung erlangen.

Der AI Act ist als präventives Verbotsgesetz ausgestaltet und stellt vor allem an Anbieter und Nutzer von KI-Systemen Compliance-Anforderungen. Es muss künftig vorab geprüft werden, in welche Risikoklasse KI-Systeme einzuordnen sind. Je nach Befund ist ein unterschiedliches Maß an Schutzvorkehrungen notwendig. Dabei gelten abgestufte Anforderungen: Diese reichen von einem vollständigen Verbot bestimmter Praktiken bis zur Freistellung von besonderen Compliance-Pflichten.

Abhängig von der Risikoklassifizierung wird der AI Act etwa Vorgaben

- zum Testen der KI-Systeme,
- zur Transparenz des Betriebs und der Funktionsweise,
- zur Dokumentation der Vorgänge,
- zur Auswahl der Trainingsdaten,
- zur Beobachtung und
- zu Eingriffsmöglichkeiten durch Menschen („human in the loop“)

enthalten. Zudem ist ggf. ein Konformitätsverfahren zu durchlaufen.

Dementsprechend wird künftig der Aufwand für die betroffenen Unternehmen steigen, wodurch bestimmte KI-basierte Geschäftsmodelle unwirtschaftlich oder weniger profitabel werden könnten. Teilweise wird insoweit die Gefahr gesehen, dass durch diese Form der Regulierung Innovationen und die Nutzung von KI als solche gehemmt werden. So wird etwa kritisiert, dass die Wettbewerbseffekte, die der AI Act durch erheblich gestiegene Compliance-Kosten – gerade für KMUs – mit sich bringen wird, nicht hinreichend berücksichtigt würden.

Parallel zum AI Act arbeitet die EU an einer Richtlinie über die (zivilrechtliche, außervertragliche) Haftung für KI-Systeme.<sup>5</sup> Wird die Einhaltung der Sorgfaltsanforderungen bei der Konzeption und Konstruktion von KI-Systemen nicht sichergestellt, so droht eine Haftung, die durch die geplante Richtlinie effektiviert und harmonisiert würde. Neben die präventiv ansetzenden Compliance-Anforderungen durch den AI Act soll somit eine nachträgliche Schadensverantwortung der mit KI-Systemen arbeitenden Unternehmen treten.

Grundlage jeder KI-Anwendung sind Daten. Auch hinsichtlich der Verfügung und Nutzbarkeit von Daten sind die Gesetzgebungsakte der EU zu beachten. Bereits im Dezember 2023 wurde die europäische Verordnung über harmonisierte Vorschriften für einen fairen Datenzugang und eine faire Datennutzung (analog zum AI Act häufig auch als „Data Act“ bezeichnet) erlassen.<sup>6</sup> Diese soll für nicht-personenbezogene Daten bessere Zugangs- und Nutzungsrechte schaffen. Daneben sind das allgemeine Datenschutzrecht und vor allem die Vorschriften der Datenschutzgrundverordnung (DSGVO) zu beachten, das freilich nur anwendbar ist, wenn personenbezogene Daten betroffen sind.

Schließlich kann ein ganzes Bündel an EU-Rechtsakten zur Informationssicherheit zu beachten sein. Neben dem Cybersecurity Act sind insoweit v.a. die NIS-RL und der Cyber Resilience Act zu nennen. Insbesondere, wenn eine Zertifizierung durch Dritte erforderlich ist oder umfangreiche Konzepte für Sicherheitsvorfälle zu erstellen sind, bedeutet dies für das betreffende Unternehmen einen nicht unerheblichen Aufwand.

<sup>4</sup> Vgl. den Statusbericht von Merkle: „Neue Spielregeln für künstliche Intelligenz“, Börsenzeitung vom 3. Februar 2024.

<sup>5</sup> RL-Vorschlag der Kommission in COM(2022) 496 final v. 28.9.2022. ([EUR-Lex - 52022PC0496 - EN - EUR-Lex \(europa.eu\)](#)), abgerufen am 26.03.2024

<sup>6</sup> [Datenverordnung: Rat verabschiedet neues Gesetz über fairen Datenzugang und faire Datennutzung - Consilium \(europa.eu\)](#), abgerufen am 26.03.2024

### III. M&A im KI-Sektor<sup>7</sup>

#### 1. Marktentwicklung

Aufgrund der schwächeren gesamtwirtschaftlichen Entwicklung ist die Zahl der M&A-Transaktionen weltweit im Jahr 2023 zurückgegangen. Deals mit KI-Bezug erleben allerdings entgegen dem allgemeinen Markt-trend einen Boom: Zwar sanken im Jahr 2022 die weltweiten privaten Investitionen in KI im Vergleich zum Vorjahr erstmals um 26,7 % auf USD 91,9 Mrd. Insgesamt ist jedoch gegenüber 2013 eine Steigerung um das 18-fache zu verzeichnen.<sup>8</sup> Auch stieg das gesamte Deal-Volumen im Bereich KI im ersten Quartal 2023 um 43 % gegenüber dem Vorquartal (USD 8,9 Mrd.) und um 175 % gegenüber dem ersten Quartal 2022.<sup>9</sup>

Dabei ist davon auszugehen, dass die M&A-Aktivitäten im Bereich der künstlichen Intelligenz gerade erst begonnen haben, zumal viele KI-Unternehmen erst allmählich Marktreife erlangen.<sup>10</sup> Neben Entwicklern von generativer KI und sog. großen Sprachmodellen („large language models“) durchdringen KI-Elemente zunehmend nahezu sämtliche Segmente der Tech-Industrie, etwa HealthTech, FinTech und PropTech. Daneben gibt es spürbare Sonderkonjunkturen in einzelnen Bereichen. So führt etwa die aktuell angespannte sicherheitspolitische Lage (Ukraine, Israel) dazu, dass mit dem erstarkenden Defense-&-Security-Sektor eine weitere, enorm finanzstarke Industrie an KI und insbesondere dem Erwerb von KI-Start-ups interessiert ist. Weil durch (wiederum häufig KI-generierte) Desinformation, v.a. mit Blick auf die im November 2024 anstehende US-Präsidentenwahl, zunehmend die Gefahr besteht, dass demokratische Wahlprozesse beeinträchtigt werden können, ist auch im Bereich Informationssicherheit ein wachsendes Interesse an innovativen KI-Unternehmen in diesem Bereich zu verzeichnen.<sup>11</sup> In den genannten Segmenten ist von einem sich verstärkenden Wettbewerb der Käufer und Investoren um die erfolversprechenden Zielunternehmen auszugehen.

Neben dem Erwerb von KI-Unternehmen durch strategische Käufer oder Finanzinvestoren (Private Equity) im Rahmen von M&A-Transaktionen, bei denen der Erwerber sämtliche Anteile oder jedenfalls eine qualifizierte

Mehrheit am Zielunternehmen übernimmt, spielen KI-basierte Geschäftsmodelle vor allem im Bereich von Venture-Capital-Investitionen eine zunehmend große Rolle. Nicht erst seit dem „Big Bang“ im Bereich generativer KI durch den Launch von ChatGPT-4 durch das im Jahr 2015 gegründete Unternehmen OpenAI, das bei der nächsten Finanzierungsrunde eine Bewertung von bis zu USD 100 Mrd. erreichen könnte, sind Risikokapitalinvestoren auf der Suche nach dem „Next Big Thing“ im Bereich KI. Auf künstlicher Intelligenz basierende Geschäftsmodelle stehen daher zunehmend im Fokus prominenter US-VCs wie Sequoia Capital oder Andreessen Horowitz, aber auch auf den europäischen Markt fokussierter Investoren. Nach einer umfassenden quantitativen Studie lag der Anteil von VC-finanzierten „Early Stage“-Start-ups mit einem Geschäftsmodell im Bereich KI/Machine Learning zum Ende 2023 weltweit bei etwa einem Drittel.<sup>12</sup>

Der Großteil der privaten Investitionen kommt nach wie vor aus den USA, gefolgt von China. Davon profitieren auch deutsche Unternehmen, wie die drittgrößte private KI-Investition im Jahr 2022 in Höhe von USD 1,2 Mrd. in das deutsche Beratungsunternehmen Celonis und die Finanzierungsrunde des deutschen Vorzeige-KI-Unternehmens Aleph Alpha mit einem Volumen von rund USD 500 Mio. im November 2023 zeigen. Das revolutionäre Potenzial von KI lässt erwarten, dass sich der positive Trend fortsetzen wird, denn die Akquisition von KI-Unternehmen ermöglicht einen schnellen Zugang zu branchenspezifischem Fachwissen und stellt damit einen entscheidenden Wettbewerbsfaktor dar.

#### 2. KI-Unternehmen im Transaktionsprozess

Bei Unternehmenstransaktionen lassen sich grob zwei Aspekte unterscheiden: Erstens die der eigentlichen Transaktion vorgelagerte Due Diligence des Zielunternehmens, einschließlich einer Validierung der dem Deal zugrunde zu legenden Bewertung, zweitens die Verhandlung und Ausgestaltung der rechtlichen Transaktionsdokumente. Beide Aspekte sind bei dem Erwerb von Minderheitsbeteiligungen durch VC-Investoren ebenso wie bei M&A-Transaktionen relevant.

<sup>7</sup> Informationen nach Artificial Intelligence Index Report 2023 – Stanford University Human-Centered Artificial Intelligence [AI Index Report 2023 – Artificial Intelligence Index \(stanford.edu\)](https://aiindex.stanford.edu/), abgerufen am 26.03.2024

<sup>8</sup> AI Report S. 14.

<sup>9</sup> [M&A activity related to artificial intelligence decreased in the technology industry in 2023 \(verdict.co.uk\)](https://www.verdict.co.uk/news/m-a-activity-related-to-artificial-intelligence-decreased-in-the-technology-industry-in-2023/), abgerufen am 26.03.2024

<sup>10</sup> [M&A wave rising in hot AI market | TechTarget](https://www.techtarget.com/ai/m-a-wave-rising-in-hot-ai-market/).

<sup>11</sup> [Q4 2023 Information Security Report | PitchBook](https://pitchbook.com/newsroom/q4-2023-information-security-report/), abgerufen am 26.03.2024

<sup>12</sup> [2023 VC Emerging Opportunities | PitchBook](https://pitchbook.com/newsroom/2023-vc-emerging-opportunities/), abgerufen am 26.03.2024

## 2.1 Besonderheiten bei der Due Diligence

Die Due-Diligence-Prüfung des Zielunternehmens in technischer, kommerzieller, rechtlicher und steuerlicher Hinsicht ist ein entscheidender Bestandteil jeder Unternehmenstransaktion. Sie dient dazu, ein Gesamtbild über das Unternehmen zu erhalten und alle wertbildenden Faktoren einer kritischen Prüfung zu unterziehen. Sie ist erforderlich, um die Wirtschaftlichkeit der Transaktion kalkulieren, Risiken identifizieren, Informationsasymmetrien abbauen und Synergiepotenziale ermitteln zu können.

### Besondere Risiken für den Käufer beim Erwerb von KI-Unternehmen

In rechtlicher Hinsicht lässt sich eine ganze Reihe von potentiellen Risiken entlang der KI-getriebenen Wertschöpfungskette identifizieren, die bei einer Unternehmenstransaktion mit KI-Bezug in den Blick zu nehmen sind. Besondere Bedeutung erlangen dabei die neuen Anforderungen der europäischen Digitalregulierung, denn danach können Verstöße mit empfindlichen Sanktionen geahndet werden. Diese reichen etwa beim AI Act bis hin zu Bußgeldern in Höhe von 7 % des weltweiten Jahresumsatzes des betreffenden Unternehmens.

Es kann grob zwischen Risiken aus dem Einsatz von KI-Tools, die potenziell bei jedem Unternehmen auftreten können, und Risiken aus der Entwicklung von eigener KI durch das Zielunternehmen unterschieden werden.

In die erste Gruppe fallen etwa Fragen nach

- den Rechten an dem von KI-Tools generierten Output,
- Haftungsrisiken bei Einsatz der KI-Systeme,
- (künftig) der Einhaltung von Nutzerpflichten nach dem AI Act,
- dem Bestehen etwaiger rechtlicher oder technischer Beschränkungen der mit den KI-Tools verfolgten Use Cases,

- der Resilienz des Zielunternehmens im Hinblick auf Cyber Security sowie die Datenschutz-Compliance,
- der Einhaltung der Vorgaben zur Resilienz und physischen Sicherheit sog. kritischer Infrastrukturen (KRITIS)<sup>13</sup> und
- ggf. zusätzlichen, sektor- oder landesspezifischen Anforderungen.

Allein diese kurze Aufzählung verdeutlicht die Komplexität, die für eine wirklich erkenntnisgewinnbringende Due Diligence zu bewältigen ist. Die enge Abstimmung rechtlicher, regulatorischer und technischer Expertinnen und Experten ist hier unerlässlich.

Noch deutlich weiter ist das Themenfeld im Rahmen der Due Diligence von Zielunternehmen, die selbst KI-Produkte oder -Verfahren entwickeln. In rechtlicher Hinsicht stellen sich hier etwa Fragen nach

- dem Eigentum an dem KI-System (u.a. bei Verwendung von sog. Open-Source-Komponenten),
- den Rechten an den von der KI verwendeten Trainingsdaten,
- (künftig) der Einhaltung von Anbieterpflichten nach dem AI Act,
- dem Haftungsmanagement innerhalb des Unternehmens inklusive produktsicherheitsrechtlicher Compliance sowie Bestand und
- der Ausgestaltung von Infrastrukturverträgen betreffend die Nutzung von für den Betrieb der KI erforderlichen Grafikprozessoren (Graphics Processing Units, GPUs).

Generell besteht die Herausforderung, dass mögliche Risiken in KI-Unternehmen vom Käufer oder Investor in der Regel nur auf Basis einer intensiven Beschäftigung mit der Technologie und den betrieblichen Abläufen identifiziert werden können. Hierbei ergibt sich eine Reihe von Fragestellungen, die im Rahmen einer Due-Diligence-Prüfung von „herkömmlichen“

<sup>13</sup> KRITIS-Dachgesetz ab (Oktober) 2024, vgl. [BMI - Gesetzgebungsverfahren - Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der CER-Richtlinie und zur Stärkung der Resilienz kritischer Anlagen \(bund. de\)](#), abgerufen am 26.03.2024

Unternehmen keine Rolle spielen.

So kommt es etwa verschiedentlich vor, dass KI-Start-ups nur behaupten, über ein vollständig automatisiertes, selbstlernendes System zu verfügen, während tatsächlich viele ihrer Prozesse noch nach statischen Vorgaben ablaufen. Die Prüfung im Vorfeld einer möglichen Transaktion kann auch Risiken aufdecken, die mit den Datenmanagement- und Compliance-Verfahren des Zielunternehmens verbunden sind, etwa Risiken aufgrund der Art der Daten, die das Zielunternehmen verarbeitet. Auch ist unklar, ob und inwieweit es künftig eigentumsähnliche Rechte an Daten geben wird. Dies berührt ein Kernproblem bei der Prüfung des Hauptprodukts eines KI-Unternehmens, da dessen Wert oft aus seinen Datensätzen und Datenanalyse-Tools abgeleitet wird. Dementsprechend sollten im Transaktionsprozess die Rechte an den Modellen, Daten und deren „Outputs“ überprüft werden, was Fachwissen in den Bereichen IP- und Datenrechte sowie Datenschutz voraussetzt. Nur so können die Chancen der Transaktion und die KI-Fähigkeiten des Zielunternehmens eingeordnet, und so kann auch überhaupt erst sichergestellt werden, dass die Rechte in der angestrebten Art und Weise übertragen bzw. miterworben werden können. Gerade die Klärung der Rechtsverhältnisse an Trainingsdaten kann dabei komplex und unsicher sein. Trainingsdaten können Verfügungsrechten Dritter unterliegen, Rechtsverletzungen Dritter verursachen oder unrechtmäßig beschafft worden sein. Dies kann nicht nur die Nutzung der Trainingsdaten und das Erzeugungsergebnis selbst gefährden, sondern auch das Eigentum an dem betreffenden Algorithmus als solchem, der mit diesen Trainingsdaten entwickelt und verbessert wurde. Die Schwierigkeiten können sich noch vergrößern angesichts des häufig auftretenden sog. Black-Box- Problems: Dieses beschreibt den Umstand, dass häufig nicht erklärbar ist, wie ein KI-System genau konzeptioniert ist und funktioniert.

Zudem besteht für Käufer und Investoren von KI-Unternehmen das Risiko des künftigen rechtlichen und ethischen Status eines KI-Systems. Dabei ist zu beachten, dass das Recht selbst einem stetigen Wandel unterliegt und sich ökonomischen Notwendigkeiten, einem veränderten Wertebewusstsein und politischen Zweckmäßigkeitserwägungen anpasst, wie die oben skizzierte aktuelle Regulierungsdynamik auf nationaler,

europäischer und internationaler Ebene zeigt. Insofern kann ein rechtlich abgesichertes Datenverarbeitungssystem seine rechtliche Grundlage verlieren oder umgekehrt ein gesichertes rechtliches Fundament erhalten. Geschäftsmodelle müssen deshalb der jeweiligen Rechtssituation anpassbar sein, um ihre Vermarktbarkeit und ihren Erzeugnisschutz dauerhaft gewährleisten zu können. Dieser Aspekt erfordert zwingend eine Erweiterung der Perspektive im herkömmlich eher vergangenheitsbezogenen Due-Diligence-Prozess (welche Risiken „schlummern“ in dem Unternehmen aufgrund der bisher entfalteten Geschäftstätigkeit?) auf eine vorausschauende, künftige (mögliche) Entwicklungen in den Blick nehmende Betrachtung und Bewertung.

## 2.2 Aspekte der Vertragsgestaltung

Vertragliches Kernstück einer Unternehmenstransaktion sind im Bereich M&A der Anteils- oder Asset-Kaufvertrag (SPA/APA) bzw. bei VC-Investments die Beteiligungsvereinbarung (Investment Agreement) und die zwischen den Gesellschaftern abgeschlossene Gesellschaftervereinbarung (Shareholders' Agreement). Das in der Transaktionspraxis entwickelte vertragliche Instrumentarium ist grundsätzlich geeignet, auch Erwerbe von oder Investitionen in KI-Unternehmen angemessen abzubilden. Auch hier ergibt sich jedoch eine Reihe von Besonderheiten und KI-typischen Herausforderungen, die eine Fortentwicklung der Vertragsgestaltung und die Etablierung von Best Practices notwendig machen.

### Vertragliche Haftungsregime

Zunächst stellt sich die Aufgabe, im Due-Diligence-Prozess identifizierte Risiken angemessen in der Transaktionsdokumentation zu reflektieren und den Käufer bzw. Investor für den Fall abzusichern, dass sich etwaige Risiken realisieren. Üblicherweise wird hier mit den aus der Transaktionspraxis seit je bekannten Instrumenten von durch den Verkäufer bzw. das Zielunternehmen oder dessen Gesellschaftern abgegebenen Garantien (Reps & Warranties) (bei unbekanntem Risiken) bzw. Freistellungen (bei bekannten Risiken) gearbeitet. In Bezug auf vom Zielunternehmen eingesetzte oder entwickelte KI-Tools ist die Transaktionspraxis dabei, maßgeschnei-

derte Klauseln im Rahmen der vertraglichen Garantiekataloge zu entwickeln, die sich etwa auf die rechtskonforme Verarbeitung von Trainingsdaten oder die Einhaltung datenschutzrechtlicher Vorgaben beziehen.

Im M&A-Markt, insbesondere in Transaktionen unter Beteiligung von Private-Equity-Investoren, ist in den vergangenen Jahren der Abschluss von sog. W&I-Versicherungen („warranty and indemnity insurance“) zu einem weit verbreiteten Standardelement geworden. Derartige Spezialversicherungen übernehmen die Haftung im Falle der Verletzung vertraglicher Gewährleistungen, wobei eine hinreichend tiefeschürfende käuferseitige Due Diligence und entsprechende Disclosures durch das Zielunternehmen Voraussetzung für den Abschluss der Police sind. Der Markt für W&I-Versicherungen hat sich bislang als gegenüber neuen technologischen Entwicklungen flexibel und offen für die Ausweitung des Versicherungsschutzes auf transaktionsspezifische Risiken (etwa betr. Steuerrisiken oder bekannte, im Rahmen der Due Diligence aufgedeckte Risiken („known risks“)) gezeigt. Es ist daher davon auszugehen, dass auch für die KI-typischen Transaktionsrisiken angemessener Versicherungsschutz verfügbar sein wird.

Garantien und Gewährleistungen sind allerdings von ihrer Perspektive her vergangenheitsbezogen. Sie schützen den Käufer oder Investor vor Risiken aus dem Geschäftsbetrieb des Zielunternehmens bis zum Abschluss der Transaktion. Ungleich schwerer ist die Behandlung zukunftsbezogener Risiken. Diese können gerade im sich dynamisch entwickelnden Markt für KI-Anwendungen virulent werden. So ist etwa denkbar, dass die Wirtschaftlichkeit eines KI-basierten Geschäftsmodells aufgrund verschärfter gesetzlicher Regulierung oder sich wandelnder ethisch-moralischer Wertvorstellungen Schaden nimmt oder schlechthin gar nicht mehr praktikabel ist. Derartige (Fundamental-)Risiken sind entweder in die der Transaktion zugrunde liegende Bewertung „einzupreisen“ oder in der Transaktionsstruktur (dazu sogleich) zu reflektieren. Auch insoweit ist der wache Blick auf das sich entwickelnde regulatorische Umfeld (s.o.) und eine (soweit möglich) antizipierende und ganzheitliche, neben technischen, rechtlichen und finanziellen Aspekten auch etwa politische, ethische und sozial-psychologische Elemente umfassende Evaluation des Zielunternehmens unerlässlich.

## Bewertungsfragen

Für die Bewertung etablierter („eingeschwungener“) Unternehmen stehen anerkannte Bewertungsmethoden zur Ermittlung des Equity Value zur Verfügung, die etwa auf einer Ableitung aus historischen, in die Zukunft projizierten finanziellen Überschüssen (Ertragswertverfahren, Discounted Cash Flows) oder der Anwendung von Vervielfachern (Multiples) auf bestimmte Finanzkennzahlen des Zielunternehmens (EBITDA, Umsatz) basieren. Bei KI-Unternehmen handelt es sich indes ganz überwiegend um junge Unternehmen, die noch in der Aufbauphase sind und für die naturgemäß aussagekräftige historische Finanzkennzahlen nicht zur Verfügung stehen. Zudem fehlen für innovative, KI-getriebene Geschäftsmodelle häufig Vergleichsunternehmen (Peers), aus deren Börsenkurs oder in Transaktionen erzielten Bewertungen Anhaltspunkte für die Ermittlung des Equity Value gewonnen werden könnten. Für den KI-Bereich mit seinem großen Innovationspotenzial kommt hinzu, dass KI-Systeme schnell überholt sein können und ein (vermeintlicher) Marktvorsprung schnell verloren gehen kann.

Im Venture-Capital-Markt ist dieses Phänomen seit jeher bekannt und es haben sich Instrumente und Methoden etabliert, um für Investoren und Unternehmen das Risiko einer Fehleinschätzung der Bewertung zu reduzieren bzw. um gleichwohl zu einer (voraussichtlich) marktadäquaten Bewertung zu gelangen. Ein Stück weit bleibt jede Bewertung gleichwohl getrieben von einem gewissen „Hoffnungswert“ bzw. dem jenseits streng betriebswirtschaftlicher Parameter gelegenen „Glauben“ daran, dass das betreffende Team, die Geschäftsidee, die jeweilige konkrete technologische Lösung sich letztlich durchsetzen und das Unternehmen zum Erfolg führen wird. Der KI-Bereich hat dieses Phänomen, gerade in einem generell von eher stagnierenden oder gar reduzierten Bewertungen geprägten Marktumfeld, noch einmal illustriert und bereits frappierende Beispiele für astronomische Bewertungen junger bis sehr junger Unternehmen geliefert. So hat etwa das französische KI-Start-up Mistral bereits sieben Monate nach seiner Gründung in einer Finanzierungsrunde Ende 2023 mit einem Volumen von EUR 385 Mio. eine Bewertung von rd. USD 2 Mrd.

erzielt und damit bereits im ersten Jahr der Unternehmensgeschichte den begehrten Status als „Einhorn“<sup>14</sup> erreicht.

Die Transaktionspraxis kennt Instrumente zur Bewältigung von Bewertungsunsicherheiten bzw. der ungewissen weiteren Performance des Zielunternehmens nach Closing, die sich grundsätzlich auch für KI-Unternehmen umsetzen lassen. Im M&A-Bereich ist etwa an sog. Earn-out-Regelungen zu denken, denen zufolge ein (ggf. substantieller) Teil des Kaufpreises nicht direkt bei Vollzug der Transaktion (Closing), sondern im weiteren Zeitverlauf und in Abhängigkeit von der Erreichung bestimmter wirtschaftlicher Erfolgsziele zahlbar ist. Zudem ist der Erwerb schnell wachsender Tech-Unternehmen häufig zumindest teilweise als sog. Paper Deal strukturiert. Dies bedeutet, dass die Verkäufer für ihre Anteile nicht oder nur teilweise in Cash bezahlt werden, sondern diese gegen eine Beteiligung am Erwerber „eintauschen“, sodass sie zusammen mit dem Käufer (und dessen übrigen Gesellschaftern) auch weiterhin das wirtschaftliche Risiko eines Scheiterns des von ihnen veräußerten Unternehmens mittragen (aber auch an den Erfolgchancen teilhaben). Transaktionen im KI-Bereich erscheinen prädestiniert für den Einsatz derartiger Elemente.

Im VC-Bereich ist dementsprechend bei Finanzierungsrunden von KI-Start-ups häufig eine Struktur von Investments auf Basis von Milestones anzutreffen. Typologisch dem vorgenannten Earn-out-Modell verwandt wird dabei die Finanzierung zu einem Teil von der Erreichung bestimmter Zielvorgaben (technische Entwicklungsstufen, Kundengewinnung, Umsatzgrößen etc.) innerhalb eines vertraglich festgelegten Zeitrahmens abhängig gemacht.

## Governance

Die Besonderheiten des KI-Bereichs im Transaktionskontext beschränken sich nicht auf Bewertungsfragen und die Risikoverteilung zwischen Käufer/Verkäufer bzw. Gründern/Investoren. Sie strahlen auch auf das „Innenleben“ von KI-Unternehmen aus. So wird ein Erwerber bzw. Investor darauf achten, dass das Zielunternehmen, sofern noch nicht vorhan-

den, eine KI-Governance-Struktur aufsetzt und dies durch entsprechende vertragliche Vereinbarungen sicherstellen will. Hierzu zählen etwa

- der Erlass (und die fortlaufende Überprüfung/Anpassung) einer KI Policy im Unternehmen,
- die Schaffung von Gremien wie eines KI Compliance Committee und
- die Verzahnung mit bestehenden Funktionen wie Datenschutz- und IT-Sicherheitsbeauftragten und allgemeinen Compliance Officers.

Angesichts der weit über die Fragen von wirtschaftlichem Erfolg oder Misserfolg hinausreichenden Implikationen von KI-Anwendungen, zu denen nicht selten gerade auch die Protagonisten der KI-Szene markant Stellung beziehen,<sup>15</sup> steigt das Bedürfnis, eine Art permanente Selbstkontrolle in der Governance-Struktur der betreffenden Unternehmen zu institutionalisieren. So ist verschiedentlich bereits die Einrichtung eines Ethics Board erfolgt, das den Entscheidungsträgern im Unternehmen bei Grundfragen der KI-bezogenen Compliance, moralisch-ethischen Dilemmata oder rechtlichen Zweifelsfragen beratend und unterstützend zur Seite stehen soll. Auch hier ist mithin bereits die Herausbildung von Best Practices zu beobachten, die sich mit der zunehmenden Anzahl von Transaktionen im KI-Bereich – und im Lichte mutmaßlich nicht gänzlich ausbleibender Irrwege und Exzesse der weiteren Entwicklung und Verschiebungen der Grenzen des technisch Möglichen – noch weiter ausdifferenzieren und an Relevanz gewinnen dürften.

## IV. Fazit/Ausblick

Investments in KI-Unternehmen bieten für den strategischen Zugang zu geschäftskritischen Anwendungen sowie für Finanzinvestoren große Opportunitäten. Sowohl der M&A-Markt als auch die rechtlichen Stan-

<sup>14</sup> Der Begriff bezeichnet nicht-börsennotierte (Tech-)Start-Ups mit einer dokumentierten Bewertung von mindestens EUR/USD 1 Mrd.

<sup>15</sup> Vgl. etwa die Äußerungen des OpenAI-Gründers Sam Altman, [Sam Altman warns AI could kill us all. But he still wants the world to use it | CNN Business](#), abgerufen am 26.03.2024



dards für die Beurteilung und Absicherung solcher Deals stehen allerdings gerade erst am Anfang. Umso zentraler ist eine Herangehensweise, die im Sinne eines 360-Grad-Blicks die Chancen und Risiken umfassend und vorausschauend in den Fokus nimmt. Um Investitionen in KI zum Erfolg zu führen, kommt es dabei entscheidend auf das enge Zusammenspiel zwischen wirtschaftlicher, technischer und rechtlicher Kompetenz an.





## Felix Blobel

Co-Head Private Equity, Partner  
Charlottenstraße 57, 10117 Berlin  
[felix.blobel@noerr.com](mailto:felix.blobel@noerr.com)  
T +49 30 20942163



## Tom Klindt

Partner  
Brienner Straße 28, 80333 München  
[thomas.klindt@noerr.com](mailto:thomas.klindt@noerr.com)  
T +49 89 28628545



## Torsten Kraul

Co-Head Digital Business, Partner  
Charlottenstraße 57, 10117 Berlin  
[torsten.kraul@noerr.com](mailto:torsten.kraul@noerr.com)  
T +49 30 20942221