

## **Venture Capital und Private Equity Der Beteiligungsvertrag**

Der Beteiligungsvertrag regelt die Beziehungen zwischen einem Kapitalgeber und einem kapitalsuchenden Unternehmen. Es kann sich dabei um eine Finanzierung mit Risikokapital, Wachstumskapital oder auch Sanierungskapital handeln. Diese Abhandlung behandelt im Schwerpunkt Beteiligungsverträge mit Risikokapital für junge Unternehmen.

Bei Beteiligungsverträgen ist grundsätzlich darauf zu achten, dass einzelne Klauseln, denen Satzungsqualität zukommt, später auch mittels einer Änderung des Gesellschaftsvertrags durch eine Gesellschafterversammlung der Gesellschaft umgesetzt werden. Sonst entfalten diese Klauseln später innerhalb und gegenüber der Gesellschaft keine Wirkung. Eine schuldrechtliche Vereinbarung zwischen einem Investor und den sog. Altgesellschaftern ist zunächst eine reine sog. „Gesellschaftervereinbarung“ (oder „Aktionärsvereinbarung“) – ohne gesellschaftsrechtliche Bindungswirkung für die Gesellschaft.

Nachfolgend sollen die wichtigsten Klauseln eines Beteiligungsvertrags kurz dargestellt werden. Die bei Beteiligungsverträgen häufig zu findenden einzelnen Vertragsklauseln sollen in der Regel zu einem wechselseitigen System von Anreiz- und Kontrollmechanismen führen. Darüber hinaus dienen sie auch der Risikoverteilung zwischen den Parteien. Die in den Verträgen verwandten Rechtsbegriffe und Regelungsmechanismen entstammen häufig dem angloamerikanischen Rechtskreis und bedürfen daher in vielen Fällen zunächst einer Umsetzung in das deutsche Recht. Anwaltliche Beratung ist insoweit sinnvoll und notwendig.

### **1. Die Unternehmensbewertung**

Ein wesentlicher Gegenstand der Verhandlungen zwischen Investor und Unternehmen ist die Bewertung des Unternehmens zur Findung des Kaufpreises für die Anteile. Die Bewertung von Unternehmensgründungen stellt sich dabei als schwierig dar, denn in den wenigsten Fällen kann auf bereits vorhandene Bilanzen zurückgegriffen werden. Stattdessen muss die Bewertung unter Berücksichtigung von eingebrachtem Know-how, Kapital, Kontakten und Technologien insbesondere auf Basis von Prognosen erfolgen.

Ein einheitliches Bewertungsverfahren hat sich für Venture Capital Finanzierungen bislang noch nicht durchgesetzt. Klassische Bewertungsverfahren wie das Ertragswertverfahren finden hier quasi keine Anwendung. Allerdings ist eine Bewertung des Unternehmens Voraussetzung für die Bestimmung des Kaufpreises. Die Bewertung soll dem Ertragspotential, aber auch den vorhandenen Risiken Rechnung tragen. Es ist naheliegend, dass Unternehmer und Investor diese beiden Faktoren sehr unterschiedlich einschätzen.

Venture-Capital-Investoren greifen zur Bewertung häufig auf eigene Erfahrungswerte zurück oder wenden die sog. Exit Rückrechnung an. Bei dieser Methode wird der Zukunftswert des Unternehmens bei einem Börsengang oder Exit berechnet. Eine Faustregel zur Berechnung des zukünftigen Wertes einer Unternehmensgründung ist: Unternehmenswert = 6 bis 8 mal der Reingewinn (nach Steuern) des Unternehmens im Jahr des Börsengangs. Die Schätzung des Reingewinns beruht dabei auf den Prognosen des Businessplans. Zudem können etablierte Unternehmen der gleichen Branche zum Vergleich herangezogen werden. Wenn mehrere Finanzierungsrunden geplant sind, müssen die verschiedenen Kapitalflüsse diskontiert werden. Für diese Berechnung gibt es die Messgröße der Internal Rate of Return, die interne Verzinsung. Vergleichszahlen von ähnlichen VC-Deals können eine weitere Richtlinie geben. Je nach Unterschiedlichkeit können für einzelne Merkmalen Korrekturwerte eingebracht werden.

Bei jeder Finanzierungsrunde wird zunächst das benötigte Investitionskapital ermittelt, und man einigt sich auf eine Bewertung des Unternehmens. Daraus ergibt sich die Höhe der Gesellschaftsanteile, die für die Investition abgegeben werden müssen. Ein Teil der Investition fließt, den Gesellschaftsanteilen entsprechend, direkt in das Gesellschaftskapital ein, der große Rest wird als Agio bezahlt.

Zudem wird regelmäßig zwischen Pre Money- und Post Money-Bewertung unterschieden. Die Post Money-Bewertung ergibt sich aus dem von einem Investor zugeführten Kapital dividiert durch die dafür erhaltenen Anteile. Die Pre Money- Bewertung hingegen bezeichnet den Unternehmenswert vor der Finanzierungsrunde.

Obgleich der Verhandlungsspielraum bei Risikokapitalfinanzierungen für Unternehmensgründer grundsätzlich besonders groß ist, sind in der Realität gewisse Grenzen gesetzt. Ein VC Investor wird sich nicht mit einer Beteiligung von nur einigen Prozent zufriedenstellen lassen. Der Gründer wird in der Regel nicht mehr als 50 % seiner Anteile verkaufen wollen. Daher wird häufig über eine Beteiligung zwischen 15-51 % verhandelt.

Obgleich der Preis für eine Beteiligung der zentrale Verhandlungspunkt ist, sollte eine Konfrontation in den Verhandlungen vermieden werden. Die Interessen beider Seiten können durch verschiedene Optionsregelungen berücksichtigt werden. Der Unternehmer sollte zudem ein Bewusstsein dafür entwickeln, welchen Zusatznutzen er neben der Kapitalbeteiligung von dem Investor erhalten kann.

## **2. Form der Kapitalbereitstellung**

Ein Investor kann sein Kapital auf unterschiedliche Weise in ein Unternehmen einbringen. Da bei Unternehmensgründungen das Stammkapital der Gesellschaft meist sehr gering ist, wird die Summe, die über die Beteiligung am Stammkapital hinausgeht, als Darlehen oder als Agio bereitgestellt. So können die Besitzverhältnisse nach der Finanzierung den vereinbarten Quoten entsprechen.

Immer häufiger wird die Praxis, dass das investierte Kapital zunächst in Form von Darlehen (also Fremdkapital) eingebracht wird, welche erst später - kurz vor dem Exit - in Aktien (also Eigenkapital) umgetauscht werden. Auf diese Weise hat der Investor bis zu Umwandlung den Status eines Gläubigers und genießt damit im Insolvenzfall eine bevorzugte Stellung. Aus Sicht des Unternehmens hat diese Investitionsvariante den Nachteil, dass durch die Investition zunächst nicht die Eigenkapitalbasis des Unternehmens gestärkt wird.

## **3. Meilensteine (Milestones)**

Bei der Aushandlung von Anteilen und Vertragskonditionen wird von einer bestimmten Unternehmensentwicklung ausgegangen, auf die der Businessplan und die Finanzierung abgestimmt sind. Eine Möglichkeit, zu einer für beide Seiten akzeptablen Bewertung zu gelangen, kann in einer resultatabhängigen Gestaltung des Vertrags bestehen. Dazu dienen Optionsregelungen (oder Bonus-Malus-Regelungen). Sie können ausgleichend eingesetzt werden, wenn eine bessere oder schlechtere Entwicklung als vorhergesehen eintritt. Dabei werden bestimmte Meilensteine festgesetzt, deren Erreichen entscheidend ist. Häufig wird die vereinbarte Finanzierungssumme erst stückweise und nach Erreichen der Zwischenziele ausgezahlt. Hier besteht die Gefahr, dass dieses grundsätzlich sinnvolle Prinzip übertrieben und damit kontraproduktiv wird. Der Gestaltungsspielraum des Unternehmers kann durch Meilensteinregelungen stark eingeschränkt werden. Schlimmstenfalls konzentriert sich der Unternehmer nur noch auf Zahlenkosmetik und Stichtagsgestaltung, um das Erreichen der Meilensteine zu gewährleisten, anstatt sich strategisch am Gesamterfolg des Unternehmens auszurichten.

Ein Ausgleich kann auch so gestaltet werden, dass dem Investor das Recht eingeräumt wird, zu einem günstigen Preis weitere Anteile zu kaufen, wenn die Unternehmensentwicklung langsamer voranschreitet als angenommen. Ebenso können Prämien für den Unternehmensgründer im Fall einer über den Erwartungen liegenden Entwicklung vereinbart werden.

Bei der Gestaltung der vertraglichen Regelungen zu Milestones sollte darauf geachtet werden, dass die Meilensteine den Handlungsspielraum des Unternehmers nicht zu sehr einschränken, auch wenn das Bedürfnis nach Erfolgskontrolle des Investors verständlich ist. Ebenso sinnvoll ist es, den Malusregelungen Bonusregelungen entgegenzusetzen, um Motivation und Partnerschaftlichkeit zu schaffen.

#### **4. Kontrollrechte und Informationsrechte**

Aufgrund eines Beteiligungsvertrags wird der Investor Gesellschafter des Unternehmens. Der Investor wird dabei häufig darauf bestehen, dass ihm zusätzliche Informations- und Kontrollrechte eingeräumt werden. Dies geschieht häufig durch Vereinbarung, wonach

- eine Reihe von Geschäften der Zustimmung des Investors bedarf;
- der Fluß bestimmter Information durch festgelegte Treffen und Berichte gewährleistet wird;
- ein Mitarbeiter oder eine Person des Vertrauens des Kapitalgebers eine Person in ein Kontroll- und Beratungsorgan des Unternehmens entsenden kann.

Ein besonderes Augenmerk ist dabei den Kontroll- und Informationsrechten auf die Regelung der Zustimmungserfordernisse zu legen. Die Geschäftsführung des Unternehmens wird durch diese Regeln mehr oder weniger stark eingeschränkt, weswegen betreffend diese Regelungen fast immer Verhandlungen stattfinden.

#### **5. Liquidation Preference (Liquidierungsvorrang)**

Bei der Liquidation Preference handelt es sich um eine Regelung, die eingreift, wenn das Unternehmen an die Börse geht oder verkauft wird. Während ohne Liquidation Preference der Verkaufserlös insgesamt gleichmäßig an die Altgesellschafter verteilt wird, wird mit Liquidation

Preference zunächst das Agio an die VCG zurückgezahlt, bevor der verbleibende Erlös auf die Altgesellschafter verteilt wird.

## **6. Anti-Dilution-Regelungen (Verwässerungsschutz)**

Regelungen zum Verwässerungsschutz werden von Investoren zum Schutz gegen zu hohe Bewertungen in der ersten Finanzierungsrunde eingesetzt. Unter Verwässerung ist die Verringerung der prozentualen Anteile eines Gesellschafters zu verstehen, wenn weitere Gesellschaftsanteile vergeben werden. Anti-Dilution-Regelungen werden wirksam, wenn eine zweite Finanzierungsrunde zu niedrigerer Bewertung als die erste stattfindet, was dann der Fall ist, wenn die prognostizierte positive Entwicklung nicht stattgefunden hat. Durch die Anti-Dilution-Regelung werden die Investoren bei der zweiten Finanzierungsrunde so gestellt, wie wenn die erste Finanzierungsrunde schon mit der niedrigeren Bewertung als die erste stattfindet, was dann der Fall ist, wenn die prognostizierte positive Entwicklung nicht stattgefunden hat.

## **7. Mitverkaufsrecht und Mitverkaufspflicht (Take - und Drag along-Klauseln)**

Das Mitverkaufsrecht verpflichtet beide Parteien, im Fall eines Verkaufs von Geschäftsanteilen außerhalb des bestehenden Gesellschafterkreises auch den anderen Gesellschaftern einen Verkauf zu gleichen Konditionen zu ermöglichen.

Bei Gesellschaftern mit geringfügigen Anteilen (10%) ist es für die anderen Gesellschafter zudem häufig auch günstig, eine Mitverkaufsverpflichtung einzubauen, da im Verkaufsfall 100 % einer Firma relativ gesehen mehr wert sind als 90 %.

---

Die in dieser Abhandlung aufgeführten Klauseln zeigen beispielhaft, welche Fragen im Rahmen eines Beteiligungsvertrags zu regeln sind. Jede dargestellte Klausel kann in vielen Varianten verhandelt werden. In der Regel sind beide Seiten bei den Verhandlungen anwaltlich vertreten. Professionelle VC Investoren verfügen naturgemäß über einen Erfahrungsvorsprung bei der Vertragsgestaltung im Vergleich zum Unternehmer, der sich normalerweise nicht täglich mit der Investorensuche und dem Thema Venture Capital befasst.

RAin Mareen Schneider.