

Wachsende Ansprüche von Investoren

Zeitliche und juristische Unterschiede in Finanzierungsrunden



In der Entwicklung einer Gesellschaft treten verschiedene Situationen auf, bei denen eine Eigenkapital- oder eigenkapitalähnliche Finanzierung mit einem externen Partner sinnvoll oder wirtschaftlich notwendig ist. Je nach der Phase der Unternehmensentwicklung, in welcher eine solche Finanzierung erfolgt, sind die zeitlichen und juristischen Ansprüche an die Beteiligten unterschiedlich.

Seed-Phase: juristisch schnell

Die Seed-Phase lässt sich kurz als Finanzierung der Entwicklung, Beurteilung und Konkretisierung einer Geschäftsidee beschreiben; d.h. ein Unternehmen startet mit einer ersten Idee. Eine Bewertung der Gesellschaft in diesem Stadium ist schwer quantifizierbar. Das Investitionsvolumen variiert in dieser Phase daher sehr stark, da eine enorme Vorarbeit und Arbeitszeit des Gründer(teams) vorab einfließt, die unterschiedlich bewertet werden kann. Generell wird eine Seed-Phasen-Finanzierung einen Betrag von 100.000 bis 500.000 EUR nicht überschreiten. Im Rahmen der Seed-Phase spielt für eine Finanzierung aus juristischer Sicht vor allem die Festlegung einer angemessenen Bewertung eine Rolle. Da sich ein Geschäftsmodell noch nicht erwiesen hat, ist in dieser frühen Investitionsphase vor allem die sogenannte Pre-Money-Bewertung (d.h. die Bewertung für sämtliche Geschäftsanteile an der Zielgesellschaft) ein Diskussionspunkt. Die Gründer haben ein natürliches Interesse daran, dass diese Bewertung im Zeitpunkt des Investments so hoch wie möglich ist, um im Rahmen des Investments vergleichsweise gering verwässert zu werden. Der Investor geht hingegen im Rahmen dieser Unternehmensphase in der Regel das höchste Risiko ein, da sich das Geschäftsmodell noch nicht etabliert hat und gegebenenfalls nicht funktioniert. Insoweit hat der Investor ein Interesse an einer niedrigen Bewertung.

Im Zweifel wird der Investor daher vor allem einen Verwässerungsschutzmechanismus verlangen, der ihn im Rahmen von Folge-Investments, die gegebenenfalls auf einer niedrigeren Bewertung erfolgen, auf der er inves-

tiert hat, so stellt, als hätte er seine Gesellschaftsanteile ebenfalls auf einer niedrigeren Bewertung erworben. Die Seed-Phase ist aus juristischer Sicht die schnellste Phase, da die Erstinvestoren in der Regel auf die Höhe ihrer Kapitalbeteiligung achten, aber relativ wenig Investorenrechte fordern. Vor diesem Hintergrund ist die Seed-Phase davon geprägt, die Zielgesellschaft und die Beteiligungsverhältnisse juristisch korrekt aufzusetzen, um möglichst schnell an den Markt zu gehen. Garantien und Sonderrechte der Investoren spielen in dieser Phase eine eher untergeordnete Rolle. Diese werden meist erst von den Investoren verlangt, die auf Grundlage einer höheren Bewertung in die Zielgesellschaft investieren.

Start-up-Phase: mehr Investorenrechte

Die Start-up-Phase beschreibt im Grundsatz die Finanzierung der Produktentwicklung und der Markteinführung der Gesellschaft. In dieser Phase beläuft sich ein durchschnittliches Investment eines Investors auf 0,5 bis zu 2 Mio. EUR, kann aber in Einzelfällen auch höher ausfallen, wenn bereits institutionelle Venture Capital-Fonds mitfinanzieren. In dieser Phase erwirtschaftet die Gesellschaft typischerweise die ersten Umsätze. Je weiter die Gesellschaft in ihrer Entwicklung fortgeschritten ist, desto geringer sind in der Regel die mit der Investition verbundenen Risiken (wobei dies nicht für Restrukturierungs- oder Turn-around-Situationen gilt). Während Seed-Finanzierungen oftmals noch durch Privatpersonen, „Family and Friends“ oder sogenannte Business Angels getätigt werden, werden Finanzierungsrunden mit einem größeren Umfang in der Regel von professionellen Fonds oder sogenannten Corporate VCs getätigt. Start-up-Finanzierungen zeichnen sich dadurch aus, dass seitens des Kapitalgebers Know-how zur Verfügung gestellt wird, aber auch gleichzeitig erhebliche Kontrollrechte und Einflussmöglichkeiten gefordert werden. Ein Venture Capital-Geber, der Finanzmittel von Drittinvestoren investiert, wird Bestimmungen in den Gesellschaftervereinbarungen verlangen,

die sein Investment absichern. In dieser Phase wird demgemäß meist unter erheblichem Zeitdruck eine Vielzahl von Bestimmungen verhandelt, die ihren Niederschlag in einer Gesellschafter-/Aktionärsvereinbarung bzw. dem Gesellschaftsvertrag/der Satzung der Zielgesellschaft finden. Zu solchen zählen: Einrichtung eines Beirats (der Kontroll- und Gesellschafterversammlungen ausübt), Zustimmungsvorbehalte, Verwässerungsschutzbestimmungen, Bestimmungen über Vorerwerbs- und Mitveräußerungsrechte sowie Rechte, einen Gesamtverkauf (Exit) oder Börsengang (IPO) der Gesellschaft zu erzwingen.

Expansion: Strategen als Chance und Gefahr

In der sich anschließenden Phase steht die Finanzierung des Wachstums und der nationalen bzw. internationalen Expansion im Vordergrund. Häufig wird der Break-even erreicht bzw. steht unmittelbar bevor. Typisch ist auch, die Internationalisierung des Geschäftsmodells voranzutreiben. Angrenzende oder leichter zu bearbeitende, chancenreiche Märkte werden betreten. Auch werden strategische Investoren auf den Plan gerufen, da der Einstiegspreis (zumindest aus Sicht des strategischen Investors) noch relativ gering sein kann und nach dem Einstieg Kooperationen möglich werden oder Synergiepotenziale gehoben werden können. Allerdings hat ein strategischer Investor über die reinen finanziellen Interessen hinaus klare strategisch-technologische Zielsetzungen. Obwohl strategische Investoren oft nicht nur mit Geld und Betreuung, sondern auch mit Ressourcen (Produktion, Vertrieb) zur Verfügung stehen, sind diese Beteiligungen stets auch eine potenzielle „strategische“ Bedrohung der Eigenständigkeit der zu finanzierenden Gesellschaft. Altinvestoren haben daher eine natürliche Abwehrhaltung gegenüber strategischen Investoren, da damit ein gegebenenfalls wirtschaftlich günstiger Unternehmensverkauf nicht mehr möglich ist. In diesem Zusammenhang spielen Bezugsrechte und Vorerwerbsrechte eine Rolle, um den Einstieg eines strategischen Investors zu verhindern.

Bridge-Finanzierung: Weg zum Exit

Bei weiterem positivem Wachstum denken die Gesellschafter gegebenenfalls auch darüber nach, weiteren Finanzbedarf über einen Börsengang abzudecken. Häufig wird als Zwischenfinanzierung vor einem Börsengang eine Brückenfinanzierung durchgeführt, um die Zulassungskriterien der Börse zu erfüllen und auch, um die erforder-

lichen Finanzmittel für die Kosten des Börsengangs zur Verfügung zu stellen. Auch Restrukturierungs- oder Turnaround-Situationen können einen Anlass für eine Bridge-Finanzierung geben. Eine Brückenfinanzierung ist ein typisches Mittel, um einen geplanten Exit voranzutreiben bzw. erst zu ermöglichen. In einer solchen Situation werden allerdings häufig die bislang gleich gelagerten Interessen von Seed- und Early Stage-Investoren gegenläufig. Ist beispielsweise ein finanzkräftiger Investor, der möglicherweise auch strategische Interessen verfolgt, in der Lage, eine entsprechende Brückenfinanzierung zu erbringen, wird er entsprechende Rechte einfordern. Dies hat bei einer Fremdkapitalfinanzierung mit verbundener Option der Wandlung in Eigenkapital gegebenenfalls eine erhebliche Verwässerungswirkung für die Gründer. Diese Verwässerung sind die Gründer aber in der Regel nicht bereit zu akzeptieren, vor allem vor dem Hintergrund, dass eine dennoch erfolgreiche Exit-Transaktion möglich erscheint. In diesem Fall müssen vor allem im Interesse der Gesellschaft die verschiedenen Interessen ausgeglichen werden.

Fazit:

Jede Stufe einer Unternehmensentwicklung generiert unterschiedliche Interessenlagen, denen die beteiligten Anwälte gerecht werden müssen, vor allem mit dem nötigen Fingerspitzengefühl, die verschiedenen Interessen im Sinne einer positiven Gesellschaftsentwicklung auszugleichen. ■

Zum Autor



Rechtsanwalt **Christian Tönnies**, LL.M. Eur., ist Partner bei P+P Pöllath + Partners in München. Zu seinen Arbeitsbereichen gehören außerbörsliches Beteiligungskapital, Käufe und Fusionen sowie Steuerrecht. Er ist spezialisiert auf Venture Capital-Investitionen und Mezzanine-Finanzierungen.