

Beteiligungsverträge im Venture Capital-Sektor

Rahmen für die Zusammenarbeit von Investoren und Gründern

Die Beteiligung an einem Start-up kommt nicht ohne erheblichen Regelungsaufwand für Gründer, mögliche Altgesellschafter und den investitionswilligen neuen Geldgeber aus. Den rechtlichen Rahmen der Überlassung von Eigenkapital gegen Übertragung von Geschäftsanteilen bildet der Beteiligungsvertrag.

Der Beteiligungsvertrag regelt die Verpflichtung zur Übertragung von Geschäftsanteilen gegen Geldleistung – doch damit nicht genug. Neben den notwendigen Bedingungen zu Ablauf, Art und Zeitpunkt der Investitionsleistung regeln die Parteien im Beteiligungsvertrag Venture Capital-spezifische Themen wie Optionsrechte, Vesting des Gründerteams, Liquidationspräferenzen, Reporting-Pflichten und Garantien von Gesellschaft und Gründern.

Start-ups denken international



Dr. Wolfgang Weitnauer,
Weitnauer Rechtsanwälte

Die Ausdifferenzierung und Detailtiefe der Beteiligungsverträge hat dabei ihren Zenit erreicht: „Beim Umfang der Verträge hat sich in den letzten Jahren kaum etwas getan“, bestätigt Dr. Wolfgang Weitnauer von Weitnauer Rechtsanwälte. Der Trend geht dabei weiter hin zur Internationalisierung: „90% der Verträge werden in Englisch aufgesetzt, auch wenn Verhandlungssprache oftmals Deutsch ist“, merkt Christian Tönies, Partner der Sozietät Pöllath + Partners, an. Denn viele Start-ups denken auch

in der Frühphase schon langfristig an Kapital aus dem Ausland, insbesondere den USA. „Ich sehe aber auch nach wie vor deutsche Verträge“, so Tobias Rodehau von Pinsent Masons LLP, „ich warne davor, das ohne akuten Bedarf und rein vorsorglich in der Hoffnung auf zukünftige Entwicklungen sprachlich zu verkomplizieren, die Parteien müssen vor allem genau verstehen, worauf sie sich in der Gegenwart einlassen.“ Ob international ambitioniert oder nicht, auf die Verträge findet deutsches Recht Anwendung. „Natürlich bin ich bei der Rechtswahl grundsätzlich frei, den Vertrag auch anderem nationalen Recht zu unterstellen, aber bei einer Beteiligung an einem deutschen Target sollte das kein Mensch tun“, erklärt Weitnauer. Potenzielle US-Investoren, die im deutschen Markt investieren, sind mit den deutschlandspezifisch strukturierten Verträgen ausreichend vertraut. „Für ausländische Investoren ist klar: Wenn ich in den

Markt rein will, muss ich mich auf die Gegebenheiten vor Ort einstellen“, so Weitnauer weiter. Die konkreten Regelungsinhalte unterscheiden sich von denen im US-Markt nicht wesentlich. „Natürlich mag es da die eine oder andere Klausel geben, bei der ein US-Investor schmunzelt, aber in der Regel findet er sich zu recht“, bekräftigt Tönies.

Marktumfeld günstig für Gründerpositionen

Insgesamt sehen die Experten die Gründer heute als stärkere Verhandlungspartner als vor einigen Jahren. „Wer eine gute Company hat, der hat heute eine starke Position“, bestätigt Felix Blobel, Partner der Kanzlei Noerr LLP in Berlin. Das liegt einerseits an einem Erfahrungszuwachs auf Gründerseite: „Es gibt zunehmend Gründer, die bereits wiederholt gegründet haben, sogar Erfahrung mit einem Exit haben, außerdem gibt es regen Austausch in der Szene, und viele Gründer haben heute ein starkes Netzwerk“, so Blobel weiter. Auf der anderen Seite ist die Zahl der Geldgeber stetig gestiegen. „Es ist heute viel mehr Geld im Markt“, bemerkt Rodehau, „die Top-Companys können sich mit ihren Vorstellungen natürlich einfacher durchsetzen, wenn die Investoren Schlange stehen.“ Dabei sei die Attraktivität deutscher Targets etwa für US-Investoren neben den aus US-Sicht niedrigen Bewertungen aktuell auch durch den günstigen Wechselkurs gesteigert. Auch sind Gründer heute im Rahmen der Verhandlung von Beteiligungsverträgen häufiger selbst anwaltlich vertreten. „Anders als vor ein paar Jahren ist gerade in Berlin der Markt für Beratung in vernünftiger Qualität zu darstellbaren Preisen mittlerweile gut abgedeckt“, erklärt Blobel. Sofern die vorgegebenen Standards der Investoren eingehalten werden, kommen daher oftmals Vertragsentwürfe der Gründeranwälte zum Einsatz. Das minimiert auch das Kostenrisiko des Investors, denn kommt das Investment letztlich nicht zustande, bleibt der Investor nicht auf den Kosten des Vertragsentwurfs sitzen.



Felix Blobel,
Noerr

Vesting-Klauseln gewinnen an Bedeutung

Dynamik bei der konkreten Vertragsgestaltung ist beispielsweise im Bereich Vesting-Klauseln zu beobachten, also bei denjenigen Mechanismen, die dazu dienen, die Gründer durch das kontinuierliche Anwachsen von Geschäftsanteilen über einen bestimmten Zeitraum an die Gesellschaft zu binden. „Vesting gewinnt von unterschiedlichen Seiten wieder an Bedeutung“, beobachtet Rodehau. Das mag an negativen Erfahrungen der



Christian Tönies,
Pöllath + Partners

Investoren in der jüngeren Vergangenheit liegen. Auch für Tönies ist Vesting „wieder interessanter geworden“. Dabei haben Vesting-Klauseln nicht nur aus Investorensicht Relevanz, auch innerhalb des Gründerteams sorgen interessengerechte Vesting-Klauseln für Stabilität und Planungssicherheit, denn wer seine ganze Energie in das Gelingen der gemeinsamen Unternehmung steckt, möchte auch sichergehen, dass seine Mitgründer nicht ohne Weiteres abspringen. Die Entwicklung geht dabei zu realistischeren Vorstellungen auf beiden Seiten. „Natürlich muss die Grundannahme, dass man sich als Gründer verpflichtet, stehen. Sonst macht man sich auch unglaublich. Aber eine Vesting-Periode von sechs Jahren kann ein Investor heute nicht mehr erwarten“, führt Weitnauer aus. Eine weitere Stellschraube ist in diesem Kontext die Definition von Good Leaver- bzw. Bad Leaver Event, also die Unterscheidung, aus welchem Grund der jeweilige Gründer vor Ablauf der Vesting-Periode das Unternehmen verlässt. Dabei verliert der Bad Leaver unter Umständen seine gesamten Geschäftsanteile, während der Good Leaver seine Geschäftsanteile ganz oder teilweise behalten darf. „Gerade die praktisch relevante Eigenkündigung muss kein Bad Leaver Event darstellen oder kann durch eine abgestufte Regelung bedacht werden“, so Weitnauer.

Liquidationspräferenzen bei Gründern hoch im Kurs

Die starke Position der Gründer birgt aus Sicht der Experten auch das Risiko für Komplikationen. „Die Professionalisierung der Gründer bringt auch eine Tendenz zur Überoptimierung mit sich“, merkt Blobel an. Bemerkbar macht sich das zuletzt bei Regelungen rund um Exit und IPO: „Gerade im Bereich Liquidationspräferenzen ist eine neue Detailverliebtheit der Gründer zu beobachten“, berichtet Rodehau. Liquidationspräferenzen regeln die Verteilung des Erlöses im Falle des Verkaufs des Unternehmens bzw. des IPOs oder der Auflösung. Das Interesse des Investors zur Minderung seines Risikos geht grundsätzlich dahin, zunächst sein Investment auf einer ersten Stufe aus dem Erlös zurückzuerhalten, bevor an die übrigen Gesellschafter auf einer zweiten Stufe nach Anteilen („pro rata“) verteilt wird (sogenanntes Last in, first out-Prinzip). Darüber hinausgehende zugesicherte Renditen oder die Frage der Anrechenbarkeit der Liquidationspräferenz auf der zweiten Stufe sind Verhandlungssache. Gründer, die sich hier bereits in einer frühen Phase für eine Vielzahl an alternativen Bewertungsszenarien mit unterschiedlichen komplexen Modellen absichern wollen, stoßen mitunter auf Unverständnis auf Investorensseite. „Das kann ein Overkill sein, schon in einer frühen Phase eine vierseitige Regelung aufnehmen zu wollen, von der letztlich ein Großteil von den Beteiligten nicht komplett verstanden wird“, bekräftigt Blobel, räumt aber ein: „Am Ende will der Investor in ein Team investieren, das groß denkt, insofern wird er auch bei ambitionierten Exit-Regelungen nicht unnötig bremsen.“



Tobias Rodehau,
Pinsent Masons

Lucy Rohr
redaktion@vc-magazin.de

ANZEIGE

5 | 2017 – 12,50 EUR (D) Private Equity • Buyouts • M&A
www.vc-magazin.de

VentureCapital
Magazin
Das Magazin für Investoren und Entrepreneure

Start-ups brechen den Versicherungsmarkt auf
Boom in der Insurtech-Szene

Eigenkapitalneutrale Finanzierung durch öffentliche Förderung
Anteile für Gründer, Hebel für Investoren

Im Spannungsfeld zwischen Werterhalt und Freude an Innovationen
Family Offices und Venture Capital

Psssst! *

VentureCapital
Magazin

Foto: © Rynio Productions/www.fotolia.com

* Nicht weitersagen, dass Sie das VentureCapital Magazin im Probeabo für nur 10 EUR zwei Monate lang testen können.
Jetzt unter www.vc-magazin.de/abonnement