

Liquidationspräferenzen in Venture Capital Beteiligungsvereinbarungen

Von Christian Tönies, Dr. Marco Eickmann und Sebastian Gerlinger, P+P Pöllath+Partners, München



Christian Tönies

Christian Tönies ist Partner bei P+P und auf M&A- und VC-Transaktionen spezialisiert. Er berät VC-Fonds, institutionelle Anleger, private Investoren sowie Business Angels. Herr Tönies studierte in München und erwarb einen Master in International and European Business Law. Seit 2004 arbeitet er als Rechtsanwalt bei P+P.



Dr. Marco Eickmann

Dr. Marco Eickmann ist spezialisiert auf M&A sowie VC-Transaktionen. Er studierte in Münster und promovierte im internationalen Steuerrecht. Seit 2007 ist Dr. Eickmann Rechtsanwalt bei P+P.



Sebastian Gerlinger

Sebastian Gerlinger arbeitet seit 2010 neben seiner Promotion bei P+P und studierte an den Universitäten München und Zürich.

Weitere Informationen im Kanzleiprofil am Ende des Handbuchs.

Im Rahmen von Venture Capital („VC“-Transaktionen trägt der Investor regelmäßig die alleinige oder zumindest die hauptsächliche Finanzierung des Start-Up Unternehmens und so letztlich auch das überwiegende finanzielle Risiko bis hin zum Totalverlust des investierten Kapitals. Trotz dieses hohen Risikos erhält der Investor in der Regel nur eine Minderheitsbeteiligung, während die Mehrheit der Geschäftsanteile bei den Gründungsgesellschaftern verbleibt. Abhängig von der Pre-Money-Bewertung werden die nicht-monetären Gesellschafterbeiträge der Gründer damit gegenüber dem finanziellen Beitrag des Investors mehr oder weniger stark bevorzugt gewichtet.

Beispiel: Gründer A und B halten jeweils 12.500 Geschäftsanteile, welche sie bei Gründung der VC-GmbH zum Nennwert von je €1,00 übernommen haben. Investor C wird gegen Zuzahlung in die freie Kapitalrücklage in Höhe von €990.000,00 zur Übernahme von 10.000 Geschäftsanteilen mit einem Nennwert von jeweils €1,00 zugelassen. Das Stammkapital der VC-GmbH beträgt damit nach Kapitalerhöhung €35.000,00. Hieran sind die Gründer A und B zu je ca. 35,71 % und der Investor C zu ca. 28,57 % beteiligt.

Wird das Unternehmen später liquidiert oder veräußert („Exit“), so würde der Investor ohne spezielle Vereinbarung nur pro rata seiner Minderheitsbeteiligung am Stammkapital der Gesellschaft (also zu ca. 28,57 %) an dem Liquidationsüberschuss respektive Veräußerungserlös partizipieren. Für den Investor birgt diese Verteilung die Gefahr, dass die auf ihn entfallende Quote betragsmäßig hinter seinen Renditeerwartungen oder sogar hinter seinem bloßen Investment zurückbleibt.

Beispiel: Im obigen Fall erzielen die Gesellschafter ein Jahr nach Beteiligung von Investor C im Rahmen eines Exits einen Veräußerungserlös von insgesamt €2.500.000,00. Auf Investor C entfielen entsprechend seiner Beteiligung am Stammkapital ein Betrag in Höhe von €714.285,71 und somit ein Verlust gegenüber seinem ursprünglichen Investment in Höhe von bei-

nahe einem Drittel. Gründer A und B hingegen erhielten für ihre nicht-monetären Gesellschafterbeiträge jeweils einen Betrag in Höhe von €892.857,14, obwohl sie nur mit je €12.500,00 finanziell „investiert“ waren.

Diese Disproportionalität zwischen Finanzierungsbeitrag respektive -risiko auf der einen sowie Beteiligung am wirtschaftlichen Unternehmenswert und -erfolg auf der anderen Seite suchen Investoren über sogenannte Erlösverteilungs- oder auch Liquidationspräferenzen („liquidation preferences“) zu beheben, um so ihr Investment inkl. einer bestimmten Rendite abzusichern.

Begriff und Funktionsweise

Entgegen ihrem Wortlaut regeln Liquidationspräferenzen nicht nur die Verteilung von Überschüssen aus der Liquidation einer Gesellschaft, sondern insbesondere auch die Erlösverteilung im Fall eines Exits oder sonstigen, wirtschaftlich vergleichbaren Maßnahmen. Ebenfalls umfasst ist in der Regel die Verteilung von „Sachertlösen“ (Gesellschaftsanteilen) nach Einbringungs- oder Umwandlungsvorgängen sowie teils auch die Ausschüttung von Dividenden an die Gesellschafter.

Abweichend von der Verteilung pro rata der Beteiligungsverhältnisse weisen Liquidationspräferenzen den Veräußerungserlös, Liquidationsüberschuss, etc. vorrangig dem Investor in einer bestimmten Höhe zu. Standardmäßig soll der Investor vorab sein Investment ggf. zuzüglich einer bestimmten Rendite („hurdle“) zurück erhalten, bevor die anderen Gesellschafter an den Ausschüttungen beteiligt werden. Wie weit die Liquidationspräferenz den Betrag des ursprünglichen Investments übersteigt, ist Verhandlungssache.

Beispiel: Im vorgenannten Beispiel enthält die Beteiligungsvereinbarung eine Liquidationspräferenz in Höhe des ursprünglichen Investments zuzüglich einer jährlichen Rendite in Höhe von 30 % zugunsten von Investor C. In diesem Fall bekäme Investor C aus den €2.500.000,00 zunächst einen Betrag von €1.300.000,00 zurück. Die restlichen €1.200.000,00 wür-

den im Anschluss pro rata der Beteiligung am Stammkapital verteilt. Inwieweit Investor C bei dieser Verteilung nochmals berücksichtigt wird, hängt davon ab, ob die Parteien eine sogenannte „participating-“ oder „non-participating preference“ vereinbart haben (vgl. unten). Lage der Veräußerungserlös hingegen nur bei €1.000.000,00, gingen die Gründer im Fall eines Exits trotz ihrer Beteiligung „leer aus“.

Im Ergebnis bewirken Erlösverteilungspräferenzen, dass sich die bevorzugte Gewichtung von nicht-monetären Gesellschaftsbeiträgen finanziell zugunsten der Finanzierungsbeiträge des Investors verschiebt. Nur soweit die Erlöse die präferierten Ansprüche des Investors übersteigen, partizipieren auch die anderen Gesellschafter an dem Mehrerlös.

Ausgestaltungsmöglichkeiten und zentrale Eckpunkte

Der Gestaltungsspielraum für Liquidationspräferenzen ist denkbar weit und Verhandlungssache zwischen Gründern und Investor. Im Folgenden sollen nur einige Punkte näher berücksichtigt werden, die bei der Verhandlung von Liquidationspräferenzen regelmäßig zu bedenken sind.

„Participating Preference“ oder „Non-Participating Preference“

Je nachdem, ob der Investor nach Erhalt der Liquidationspräferenz auf der ersten Stufe auch auf der zweiten Stufe, also im Rahmen der pro rata-Verteilung der den Präferenzbetrag übersteigenden Beträge, berücksichtigt wird, spricht man von einer sogenannten „participating preference“ oder einer „non-participating preference“.

Beispiel: Hat Investor C sein Investment mit einer non-participating preference gesichert, so bliebe es bei obigen €1.300.000,00 und der gesicherten Rendite in Höhe von 30%. Konnte Investor C hingegen eine participating preference gegenüber den Gründern durchsetzen, so wird er bei der Ausschüttung der verbleibenden €1.200.000,00 nochmals pro rata seiner Beteiligung berücksichtigt. Im Ergebnis erhielte er dann weitere €342.857,14 womit sich seine Kapitalrendite von 30% auf rund 65% mehr als verdoppeln würde.

Vermeidung eines „Double Dipping“

Eine strenge „non-participating preference“ findet sich in der derzeitigen Praxis selten.

Wenn hiervon die Rede ist, wird meist grundsätzlich eine pro rata-Teilnahme des Investors an der Erlösverteilung auf Stufe 2 gemeint sein, bei der jedoch eine hieraus resultierende, aus Gründersicht ungerechtfertigte Bevorteilung des Investors (sog. „double-dipping“) vermieden werden soll. Denn ab einem gewissen Exit-Erlös würde allein die pro rata-Beteiligung des Investors am Erlös schon das per Liquidationspräferenz zu sichernde Investment inklusive Rendite abdecken. Für solche Fälle können Regelungen in den VC-Beteiligungsvertrag aufgenommen werden, wonach die Liquidationspräferenz ab einem bestimmten Schwellenwert entfällt oder sich der Investor auf Stufe 2 die Beträge anrechnen lassen muss, die schon auf Stufe 1 im Rahmen der Liquidationspräferenz an ihn geflossen sind.

Beispiel: Im Beispielsfall erzielt die VC-GmbH einen Exit-Erlös in Höhe von €10.000.000,00. Ohne Anrechnung erhielte Investor C auf der ersten Stufe €1.300.000,00 aus seiner Liquidationspräferenz und auf der zweiten Stufe weitere rund €2.485.714,29 entsprechend seiner Beteiligung am Stammkapital. Insgesamt würden also €3.785.714,29 an ihn fließen. Enthält die Beteiligungsvereinbarung eine Anrechnungsklausel, müsste sich C seine auf Stufe 1 fließenden Gewinne anrechnen lassen und käme so nur auf einen Betrag von €2.485.714,29. Dieser Betrag entspricht seiner anteilmäßigen pro rata-Beteiligung am Unternehmen und übersteigt schon für sich allein die Liquidationspräferenz.

„Last in, First out“

Finden mehrere Finanzierungsrunden mit unterschiedlichen Investoren statt, so gilt hinsichtlich der verschiedenen Liquidationspräferenzen in der Regel der Grundsatz „last in, first out“. Der zeitlich zuletzt hinzutretende Investor wird mit der entsprechenden Liquidationspräferenz vorrangig vor den sonstigen, präferierten Investoren berücksichtigt und erhält als erster sein Investment inklusive Rendite zurück. Die Alt-Investoren rutschen damit pro Finanzierungsrunde mit „ihrer“ Liquidationspräferenz eine Stufe nach unten.

Liquidationspräferenz, Drag Along Right und Garantiehafung

Aus Gründersicht elementar ist eine Abstimmung der Liquidationspräferenz mit ei-

nem etwaigen Drag Along-Recht des Investors. Ansonsten kann der Investor die Gründer zwingen, ihre Anteile zu veräußern, obwohl der erzielbare Erlös unter dem Betrag der Liquidationspräferenz liegt. Faktisch müssten die Gründer ihre Anteile dann ohne jegliche Gegenleistung veräußern, da der Erlös vollumfänglich dem Investor zufließt. Hier bietet es sich an, die Mitveräußerungspflicht auf eine bestimmte Erlöshöhe zu bedingen, bei der auch den Gründern ein angemessener Teil des Exit-Erlöses zufließt.

Zumindest sollten Gründer die Auswirkungen der Liquidationspräferenz bei der Erlösverteilung bedenken, wenn sie Garantien gegenüber dem Erwerber des Unternehmens übernehmen. Ansonsten kann schnell die Situation entstehen, dass die Gründer nicht nur keine Partizipation am Erlös erwartet, sondern sie zusätzlich auch noch für Garantieverletzungen haften. ■

Kernaussagen

- Liquidationspräferenzen in VC-Beteiligungsvereinbarungen sind ein sinnvolles Instrument für Investoren, ihr Investment zuzüglich einer bestimmten Rendite gegen Verluste bei Hochrisikoinvestitionen abzusichern.
- Im Falle einer sogenannten „participating preference“ sollte bedacht werden, die Begünstigung des Investors gegebenenfalls durch eine Anrechnung zu beschränken.
- Ebenfalls sollte das investorensseitige Drag Along-Recht mit der Liquidationspräferenz abgestimmt werden.
- Bei aufeinanderfolgenden Finanzierungsrunden zu unterschiedlichen Bewertungen sind grundsätzlich verschiedene Präferenz-Mechanismen miteinander kombinierbar. In der Praxis ist jedoch darauf zu achten, dass die Verzahnung stimmt und komplexe Strukturen mit einem (unverbindlichen) Rechenbeispiel unterlegt werden.

JUVE Handbuch
2012|2013

Wirtschafts Kanzleien

Rechtsanwälte für Unternehmen

JUVE

Verlag für juristische Information

IMPRESSUM

Herausgeberin

Dr. Astrid Gerber

Chefredakteur

Dr. Aled Griffiths

Leitende Redakteurin

Antje Neumann

Stellvertretung

Simone Bocksrocker, Dr. Anja Hall

CvD

Ulrike Sollbach

Redaktion

Christine Albert, Ulrike Barth, Catrin Behlau, René Bender, Silke Brünner, Eva Flick, Astrid Jatzkowski, Marcus Jung, Parissa Kerkhoff, Mathieu Klos, Markus Lembeck, Meike Nohlen, Christin Nünemann, Geertje Oldermann, Norbert Parzinger, Tanja Podolski, Jörn Poppelbaum, Volker Votsmeier

Koordination Mandantengespräche

Astrid Jatzkowski

Systemadministration und technische Umsetzung

Leitung Marcus Willemsen, Boris Sharif

Online-Ausgabe

Simone Bocksrocker, Dr. Anja Hall, Marcus Willemsen

Internationale Ausgabe (Print und Online)

Laura King

Koordination Kanzleiinformationen

Claudia Scherer

Wissensmanagement

Stefanie Seeh

Mitarbeit

Hanna Bauschke, Alexander Buhler, Regina Cichon, Lena Espelmann, Claudia Fatzkämper, Christina Hlavska, Sirka Laass, Fabian Lippke, Lennart Mohr, Stefanie Riemann, Zoe Schubert, Anika Verfürth, Claudia Voskuhl, Leila Wilks, Thomas Wolf

Übersetzungen

Laura King, Sandra Wosky

Verkaufsleitung

Christopher Savill

Vermarktung und Verkauf

Rüdiger Albert, Ursula Heidusch, Svea Klaben, Karsten Kühn, Britta Peltzer

Vertrieb

Ursula Heidusch, Svea Klaben, Eva Wolff

Marketing und Veranstaltungen

Leitung Alke Hamann, Jens David, Eva Wolff

Verwaltung

Barbara Albrecht, Nicolle Kexel, Sandra Schmalz, Janine Wartenberg

Gestaltung und Satz

Andreas Anhalt, Janna Lehnen, Dominik Rosse

Druckservice

D+L Reichenberg GmbH, Bocholt

15. Auflage – 2012/2013

ISBN-978-3-9811823-4-7

Verlag

JUVE – Verlag für juristische Information GmbH

Sachsenring 6 · 50677 Köln

Telefon: 0221/913880-0

Telefax: 0221/913880-18

e-mail handbuch@juve.de

vertrieb@juve.de

Internet www.juve.de

Alle Texte sind urheberrechtlich geschützt.

Jede Verwertung wie Nachdruck, Vervielfältigung, elektronische Verarbeitung und Übersetzung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der Zustimmung des Verlags.

Für Ihre Hinweise, Anregungen und Kritik zum JUVE Handbuch Wirtschaftskanzleien sind wir sehr dankbar. Insbesondere bitten wir Kanzleien, die sich als zu Unrecht nicht berücksichtigt sehen oder deren Darstellung Unstimmigkeiten aufweist, die Redaktion entsprechend zu benachrichtigen.