

Mit Augenmaß zur Einigung

Beteiligungsverträge sollten Interessen von Gründer und Investor ausbalancieren

In einem Beteiligungsvertrag einigen sich die Gründer bzw. Altgesellschafter mit dem Investor auf die Konditionen der Finanzierung des Unternehmens und die jeweiligen weiteren Rechte und Pflichten. Der Vertrag legt quasi die Spielregeln für die weitere Zusammenarbeit fest. Alle Beteiligten müssen für das erfolgreiche Zusammengehen aufeinander zugehen. Bei aller Fokussierung auf die Gemeinsamkeiten ist es jedoch wichtig, die jeweiligen Interessengegensätze zu (er-)kennen und einen für beide Seiten akzeptablen Ausgleich zu finden.

Der Beteiligungsvertrag

Der Beteiligungsvertrag ist für den Investor notwendig, weil er sich damit als Gegenleistung für seine Investition seine Rechte sichert. Dabei sollten die Gründer allerdings auch die Konsequenzen dieser Investorenrechte kennen. Das gilt umso mehr, als es in diesem Bereich keinen „Standardvertrag“ gibt. Die Erwartungen der einzelnen Investoren sind mitunter sehr unterschiedlich. Ebenso weichen die Konditionen und Folgen des Eintritts oder Nichteintritts angenommener Szenarien erheblich voneinander ab. Hinzu kommt, dass es zwischen den Parteien erhebliche Interessengegensätze gibt. Der Investor will möglichst viele Anteile für möglichst wenig einzusetzendes Kapital erhalten. Außerdem macht er seine Kapitalbeiträge gerne von Milestones abhängig und verlangt von den Gründern möglichst belastbare Angaben (Garantien).

Gründer wollen Flexibilität

Die Vorstellungen der Gründer sind entgegengesetzt. Sie wollen das Investment möglichst auf einen Schlag und dabei möglichst wenig Einfluss verlieren und Garantien abgeben. Während der Investor sich vor einer Verwässerung seiner Anteilsquote schützen will, wollen die Gründer möglichst große Flexibilität für Folgefinanzierungsrunden. Auch will der Investor die operativ tätigen Gründer in der Regel möglichst fest an das Unternehmen binden, selbst aber möglichst einfach und mit maximal möglicher Erlöszuteilung aussteigen können. Ohne einen Beteiligungsvertrag würden die Gründer, die bei Frühphaseninvestitionen regelmäßig die Kapital- und Stimmenmehrheit behalten, den Investor in fast allen der vorgenannten Punkte einfach überstimmen können. So verständlich das Schutzbedürfnis des Investors ist, dies nicht zuzulassen, dürfen diese Interessen nicht zu unübersehbaren Einschränkungen und Nachteilen der Gründer führen. Hier drei Beispiele:

Gegensätzliche Interessen von Gründer und Investor

Thema	Gründer/Altgesellschafter	Investor
Einfluss	Maximum für sich	Maximum für sich
Kapital/Quote	Maximum für sich	Maximum für sich
Kapitaleinlage	Sofort und vollständig	In Stufen, abhängig von der Performance
Garantien	Minimum	Maximum
Verwässerung	Minimum	Maximum an Flexibilität
Erlösverteilung	Maximum für sich	Maximum

Quelle: Schadbach

Beispiel 1: Stimmenmacht

Mitunter sehen Beteiligungsverträge vor, dass sich die Stimmenverteilung nicht nach der jeweiligen Anteilsquote jedes Gesellschafters, sondern nach dem jeweiligen Kapitalbeitrag richtet. Bei einem Start-up, bei dem die Gründer häufig nur das Nominalkapital eingelegt haben, jedoch mit viel Risiko und Arbeitsaufwand das Unternehmen zu einem gewissen Erfolg gebracht haben, kann demgegenüber der Kapitalbeitrag des Investors erheblich sein, ohne dass er die Mehrheit der Anteile erhält. Eine Stimmenzuteilung nach dem Kapitalbeitrag führte also zu einer eklatanten Verschiebung der Stimmenmacht. Als angemessene Schutzalternative können die Gründer dem Investor bei wichtigen Maßnahmen stattdessen ein Veto-recht, weitgehende Aufsichtsrechte und im Extremfall Not-eingriffsrechte anbieten.

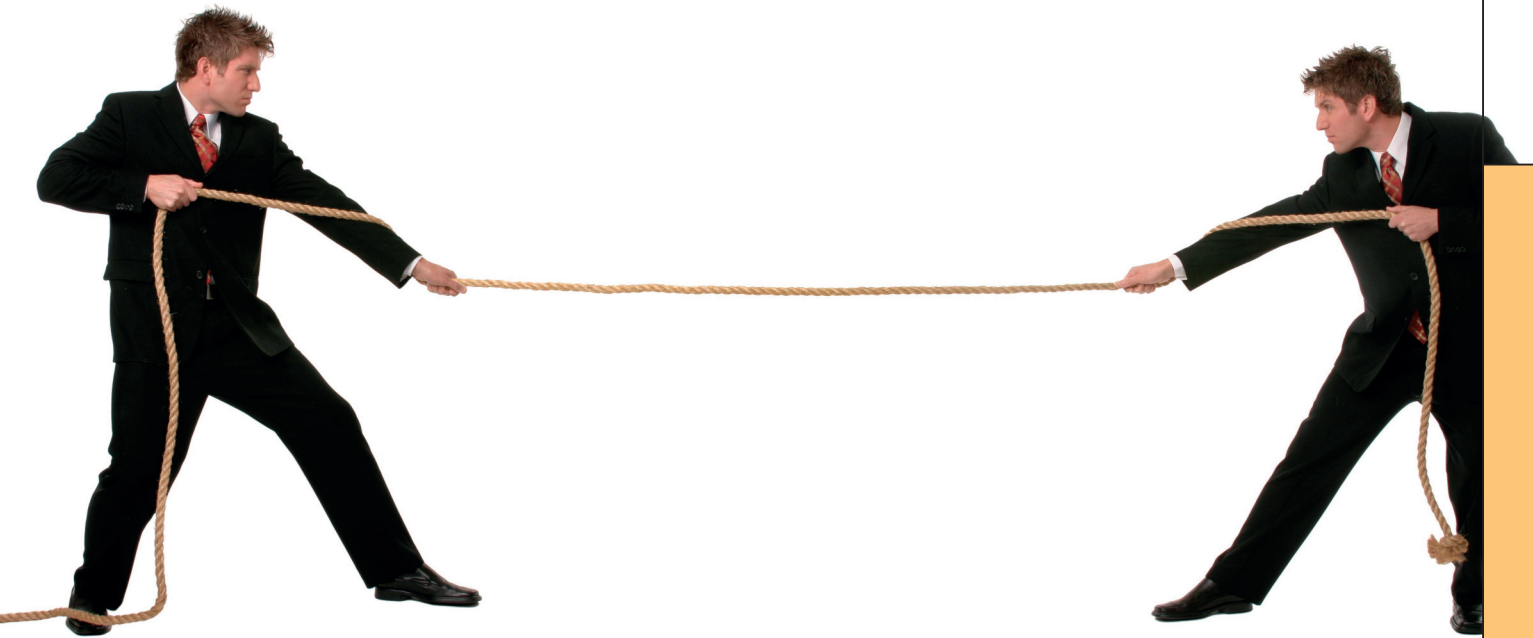
Beispiel 2: Verwässerungsschutz

Investoren bedingen sich meistens einen Schutz für den Fall aus, dass die Performance des Unternehmens sinkt. Kommt es dabei zu einer Folgefinanzierung auf einer niedrigeren Bewertung als derjenigen, zu der sie eingestiegen sind („Downround“), dann können sie eine Anpassung ihrer Beteiligungsquote verlangen. Die Anpassung kann dadurch erfolgen, dass von den Gründern so viele Anteile

Gründerverwässerung bei unmodifiziertem Downround

	Erste Finanzierungsrunde	Zweite Finanzierungsrunde bei Downround
Post Money- Bewertung	2.000.000 EUR	500.000 EUR
Anteilsquote Gründer	80%	20%
Anteilsquote Investor	20%	80%
Kapitaleinlage Investor	400.000 EUR	Keine weitere Einlage notwendig (außer bei Pay to play)

Quelle: Schadbach



korrigierend zu nominal an den Investor übertragen werden, wie erforderlich sind, damit er so viele Anteile hält, wie er erhalten hätte, wenn er sich mit seiner Kapitaleinlage von Anfang an zu der niedrigeren Bewertung beteiligt hätte. Das kann jedoch dazu führen, dass die Anteilsquoten der Gründer im Falle einer Krise extrem stark verwässert werden (siehe Rechenbeispiel). Ein berechtigter Schutz ist beispielsweise die Begrenzung der Verwässerung der Gründer auf eine bestimmte Mindestquote. Eine andere Schutzmöglichkeit ist die Einschränkung, dass der Investor wie der Folgeinvestor entsprechend mitinvestieren muss („Pay-to-play“).

Beispiel 3: Mitverkaufsverpflichtung (Drag Along)

Der Investor zielt letztlich darauf ab, seine Beteiligung nach einer gewissen Dauer zu veräußern („Exit“). Da ein Kaufinteressent für den Erwerb einer möglichst hohen Beteiligungsquote am ehesten und am meisten bieten dürfte, werden die Gründer verpflichtet, auf Wunsch des Investors auch alle ihre Anteile mitveräußern zu müssen („Drag Along“). Die Folgen der gegen den Wunsch der Gründer erfolgten Anteilsveräußerung können für sie umso schwerwiegender sein, wenn eine Anteilsmitveräußerung mit einer Exit-Erlöszuteilung zugunsten des Investors zusammenfällt. Der Investor erhält dann nämlich aus dem Anteilsverkaufserlös zumindest seine Kapitaleinlage verzinst zugewiesen, teilweise auch mit einem Vervielfacher multipliziert, bevor die Gründer etwas aus dem Verkaufserlös erhalten („Liquidation Preference“). Diese Mitverkaufsverpflichtung kann jedoch dadurch angemessen gegen Missbrauch abgesichert werden, dass die Gründer ihr erst ab einer gewissen Bewertungshöhe unterliegen. Denn der Investor wird möglicherweise nach seinen Statuten oder aufgrund einer eigenen Notlage aus einem Investment aussteigen müssen, so dass es faktisch zu einem Notverkauf kommen kann.

Mindesterlös für Gründer

Ein anderer Schutz wäre – je nach Verhandlungsposition der Gründer – ihre Forderung, dass die Mitverkaufsverpflichtung nur besteht, wenn sie einen Mindestbetrag aus dem Gesamtverkauf erhalten. Denn die mit eingreifende Erlösvorzugsregelung kann bei einem geringen Verkaufspreis

dazu führen, dass der gesamte Verkaufserlös ausschließlich an den Investor geht, bevor die Gründer etwas erhalten würden. Außerdem könnten sie sich ausbedingen, vor einer Mitveräußerungspflicht das Recht zu haben, die Anteile des Investors zum verhandelten Verkaufspreis aufzukaufen, wobei dem Investor freilich ein etwaig verhandelter Erlösvorzug erhalten bleibt.

Fazit:

Die Analyse und die Verhandlung des Beteiligungsvertrags erfordern bei den Gründern ein hohes Maß an Verständnis für die berechtigten Interessen des Investors. Dabei ist der Beteiligungsvertrag das richtige Instrument zur Umsetzung dieser notwendigen Rechte. Der Investor sollte jedoch nicht über die Stränge schlagen. Hierzu sollten die Gründer mit Fingerspitzengefühl durch Ausnahmen und Vorbehalte dem Beteiligungsvertrag die teilweise unangemessene Härte nehmen. Gestaltungskreativität und Kompromissideen sind hierbei zielführender als der Versuch, die eigene Verhandlungsposition zu strapazieren. Die Kunst der Verhandlung und Gestaltung eines Beteiligungsvertrages besteht also darin, die berechtigten Belange beider Seiten auszutarieren und zusammenzuführen. So schaffen es schließlich alle Beteiligten, sich auf ein ausgewogenes und für die langfristige Zusammenarbeit belastbares Vertragswerk zu einigen. ■

Zum Autor



Kai Schadbach ist Gründer und Partner der Transaktionskanzlei Schadbach Rechtsanwälte in Frankfurt am Main. Die Kanzlei ist spezialisiert auf M&A-, Venture Capital- und Private Equity-Transaktionen sowie auf Gesellschaftsrecht und Corporate Finance.