

# Von Bad Leaver bis Registration Right

## Rechtliche Rahmenbedingungen von VC-Finanzierungen

Von Prof. Dr. Olaf Müller-Michaels, Partner, Orrick Hölters & Elsing\*

*Venture Capital ist eine wichtige Finanzierungsquelle für die Gründungs- und Wachstumsphase von Cleantech-Unternehmen. Das gilt umso mehr in Zeiten wie diesen, in denen die Banken bei der Kreditvergabe an Unternehmen, die keine hohen laufenden Erträge erwirtschaften, sehr zurückhaltend sind. Es ist also kein Wunder, dass Venture-Capital-Fonds mit Finanzierungsanfragen aus dem Cleantech-Bereich überhäuft werden. Spätestens bei den Verhandlungen über ein Term Sheet fällt allerdings auf, dass vielen Gründern die rechtlichen Eckpfeiler bei Venture-Capital-Beteiligungen nicht bekannt sind. Die Gründer werden mit einer stringenten Überwachung der Geschäftsführung und Begriffen wie Lock-up, Bad Leaver, Vorerwerbsrecht, Liquidationspräferenz, Verwässerungsschutz, Tag-along, Drag-along und Registration Right konfrontiert. Diese für den Venture-Capital-Investor notwendigen und üblichen Bedingungen werden von unvorbereiteten Gründern oft als „Enteignung“ wahrgenommen. Das führt zu Frustration auf beiden Seiten und kann im schlimmsten Fall eine erfolgreiche Partnerschaft verhindern.*

### Minderheitsbeteiligung auf Zeit

Um eine realistische Erwartungshaltung zu fördern, sollen im Folgenden die typischen rechtlichen Rahmenbedingungen von VC-Finanzierungen vorgestellt werden. Dabei muss man sich das Geschäftsmodell von Venture Capital vor Augen führen. Ein VC-Investor geht eine Minderheitsbeteiligung am Eigenkapital auf Zeit ein. Dem hohen Risiko steht die Erwartung einer überdurchschnittlichen Rendite gegenüber. Diese ist häufig von einem bleibenden Engagement der Gründer abhängig. Eine Gewinnrealisierung setzt ferner eine Veräußerung der Beteiligung entweder an einen strategischen Investor, einen anderen Finanzinvestor oder im Rahmen eines Börsengangs voraus. Durch den Beteiligungsvertrag muss der Investor erreichen, dass die Gründer an Bord bleiben und wesentliche Geschäftsentscheidungen vom ihm kontrolliert werden können. Außerdem muss er sicherstellen, dass er alle Fäden für den Exit in der Hand behält.

### Kontroll- und Informationsrechte

Bei den unternehmensbezogenen Regelungen geht es darum, dem VC-Investor einen ausreichenden Einfluss auf die Geschäftstätigkeit des Unternehmens zu garantieren. Dazu dient die Einrichtung eines Kontrollgremiums



Prof. Dr. Olaf Müller-Michaels

in Form eines Beirats oder Aufsichtsrats, in dem der Investor mindestens einen Sitz erhält. Diesem Gremium sind dann wesentliche Geschäftsentscheidungen zur Zustimmung vorzulegen. Dazu zählen regelmäßig der Abschluss von längerfristigen Verträgen, die Einstellung von Führungskräften, der Erwerb von anderen Unternehmen oder Immobilien, die Aufnahme neuer Geschäftsfelder sowie der Abschluss von Finanzierungsvereinbarungen. Außerdem sind dem Investor monatlich die betriebswirtschaftlichen Auswertungen zuzuleiten und über den Fortschritt beim Erreichen vorher vereinbarter Kennziffern oder Zielvorgaben zu berichten.

### Lock-up, Vorerwerbsrecht, Bad Leaver

Einschneidender für die Gründer sind die auf die Gesellschaftsanteile bezogenen Regelungen in VC-Verträgen. Um die Gründer an das Unternehmen zu binden, wird ihnen für eine bestimmte Zeit jede Verfügung über ihre Anteile untersagt (Lock-up). Nach Ablauf dieser Periode ist zwar eine Verfügung möglich, die Anteile sind aber vor einer Drittveräußerung dem Investor anzubieten (Vorerwerbsrecht). Der Investor selbst ist dagegen regelmäßig in der Verfügung über seine Geschäftsanteile frei; allenfalls wird er spiegelbildlich zu den Gründern akzeptieren, seine Anteile vor einem Drittverkauf den anderen

\*) Prof. Dr. Olaf Müller-Michaels ist Professor für Wirtschaftsrecht an der FOM Hochschule für Oekonomie & Management, Essen, sowie Vorsitzender des Aufsichtsrats der Beteiligungsgesellschaft Murphy & Spitz Green Capital AG, Bonn.

Gesellschaftern anzubieten. Für den Fall, dass ein Gründer seine Mitarbeit im Unternehmen beendet, hat der VC regelmäßig das Recht, diese Anteile mit einem erheblichen Abschlag auf den Verkehrswert zu erwerben („Bad Leaver“).

### Liquidationspräferenz, Verwässerungsschutz

Mit der sogenannten Liquidationspräferenz will der VC erreichen, dass er bei einem Verkauf oder einer Auflösung des Unternehmens zunächst seinen Einsatz plus einen angemessenen Aufschlag erhält, bevor Geld an die anderen Gesellschafter fließt. Hat der VC-Investor z.B. 1 Mio. EUR für eine Beteiligung von 25% investiert und wird das Unternehmen für 1,2 Mio. EUR verkauft, erhält der VC-Investor, obwohl er nur mit 25% beteiligt ist, die ersten 1 Mio. EUR plus den vereinbarten Zuschlag; nur der Rest wird der jeweiligen Beteiligungshöhe entsprechend unter die Gesellschafter verteilt. Mit Hilfe von vertraglichen Regeln zum Verwässerungsschutz verhindert der VC-Investor, dass neue Investoren ohne seine Zustimmung Eigenkapitalanteile erwerben können. Das ist besonders wichtig, wenn die neuen Anteile zu einem niedrigeren Preis abgegeben werden sollen, als der VC-Investor bezahlt hat. Dann droht ihm ein sofortiger Abschreibungsbedarf.

### Tag-along, Drag-along, Registration Right

Schließlich enthält der Beteiligungsvertrag Regelungen, die den Exit des VC vereinfachen. Mit dem Tag-along-Recht (Mitverkaufsrecht) kann er sich an einen Verkauf durch die Gründer „anhängen“. Das heißt, die Gründer müssen, wenn sie einen Käufer gefunden haben, die Anteile des VC-Investors mit veräußern, wenn dieser es verlangt.

Mit dem Drag-along (Mitverkaufspflicht), erhält der VC-Investor das spiegelbildliche Recht, von den Gründern zu verlangen, dass diese ihre Anteile mit an einen Dritten verkaufen, den der VC-Investor als Käufer gefunden hat. Da dieses Recht tatsächlich ähnlich wie eine Zwangsentziehung der Gründer wirken kann, wird häufig ein Mindestpreis für den Drag-along vereinbart. Gelegentlich wird dem Investor zusätzlich die Möglichkeit gegeben, von der Gesellschaft zu verlangen, dass diese die für einen Börsengang erforderlichen Maßnahmen ergreift (Registration Right).



Gründer müssen sich darüber im Klaren sein, dass der VC-Investor auf einer Reihe von Sonderrechten bei der Unternehmenskontrolle und hinsichtlich der Gesellschaftsanteile besteht.

#### Fazit

VC ist gerade im gegenwärtigen Umfeld eine attraktive Möglichkeit zur Gründungs- oder Wachstumsfinanzierung von Cleantech-Unternehmen. Die Gründer müssen sich aber darüber im Klaren sein, dass der VC-Investor auf einer Reihe von Sonderrechten bei der Unternehmenskontrolle und hinsichtlich der Gesellschaftsanteile besteht, um ihm eine angemessene Rendite und einen flexiblen Exit zu ermöglichen.