

ÜBER VIELE BRÜCKEN MUßT DU GEHEN **Kritische Phasen im Beteiligungsprozess von VC-Gebern**

Artikel in OpenSource Magazin – Mai 2007

Venture Capital ist eine der wichtigsten Finanzierungsquellen für Technologieunternehmen in Deutschland. Wichtige Gründe dafür sind u. a. die Zurückhaltung von Geschäftsbanken und Sparkassen technologiegetriebene Geschäftsmodelle in der Frühphase mit Fremdkapital auszustatten sowie die Tatsache, dass es in Deutschland nur wenige Business Angels und Serienunternehmer gibt, die Willens und in der Lage sind, neue Technologiegeschäftsmodelle durch Eigenkapital bis zum Break Even durchzufinanzieren. Die Erfahrung zeigt, dass das Einwerben von VC-Geldern regelmäßig von der Beachtung einer Reihe von tatsächlichen, wirtschaftlichen und rechtlichen Gesichtspunkten abhängig ist. Im Folgenden sollen einige rechtliche Aspekte im Rahmen von VC-Beteiligungsinvestments beleuchtet werden:

Optimale Aufstellung zum Einwerben von VC-Investments

Neben den tatsächlichen und wirtschaftlichen Überlegungen, die beim Einwerben von VC-Beteiligungsgeldern eine Rolle spielen, kann Gründerteams, die an die Finanzierung ihres Geschäftsmodells durch VC-Gelder Interesse haben, nur anempfohlen werden, auch frühzeitig die richtigen Weichenstellungen aus rechtlicher Sicht für ein VC-Investment vorzunehmen. Dazu gehören u. a.:

- Einbringung aller Schutzrechte des Technologiegeschäftsmodells, einschließlich Domain, Marken, Patentrechte, Urheberrechte etc. in die zu finanzierende Gesellschaft.
- VC-Geber achten zudem vordringlich darauf, dass die Gründerpersönlichkeiten ausreichendes technisches, wirtschaftliches und rechtliches Know-How bei der Planung und Umsetzung des Geschäftsmodells nachweislich haben.
- Wichtig ist auch eine saubere Trennung zwischen der Vermögenssphäre der Gründer und des zu finanzierenden Unternehmens.
- Als Rechtsform für die zu finanzierende Gesellschaft kann letztlich nur eine

Aktiengesellschaft empfohlen werden. Nur im Rahmen des erprobten Instrumentariums einer Aktiengesellschaft sind die für eine VC-Finanzierung üblichen Regelungen wie Vorzugsaktien, Liquidationsvorzüge oder Verwässerungsschutzklauseln sicher und routinemäßig abzubilden.

- Lückenlose Dokumentation der durch die zu finanzierende Gesellschaft vorgenommenen Tätigkeiten und Verträge

Wegen der Internationalität der VC-Branche und den dort handelnden Personen ist vielfach sogar die Abfassung von Vereinbarungen in englischer oder in englisch/deutscher Fassung geboten.

Frühphasenfinanzierung

Mangels Fremdkapital-Finanzierungsmöglichkeiten in der Frühphase stehen technologiegetriebenden Geschäftsmodellen in der Frühphase regelmäßig nur folgende Finanzierungsmöglichkeiten zur Verfügung: Hightechgründerfonds sowie Frühphasenfinanzierung durch öffentliche Förderer wie KfW, tbG oder BayernKapital und einige auf Frühphasenfinanzierung spezialisierte kleinere VC-Gesellschaften oder Business Angels.

Größere VC-Gesellschaften sind an Frühphasenfinanzierung regelmäßig nicht interessiert. Bereits die Frühphase sollte jedoch mit Blick auf eine Later-Stage-Finanzierung durch größere VC-Gesellschaften geplant und umgesetzt werden.

In rechtlicher Hinsicht bedeutet dies konkret:

- Prüfung der Beteiligungsbedingungen von Frühphasenfinanzierern auf ihre Kompatibilität für spätere Finanzierungsrunden. Wer bereits in früher Phase zu viele Zugeständnisse (z. B. zu viele Anteile an Dritte) abgibt, beraubt sich des nötigen Spielraums für die Beteiligung späterer Finanzierer und des Managements.
- Nutzung der gängigen Instrumentarien wie genehmigtes Kapital von Aktiengesellschaften zur Durchführung von Business Angel und Expansions- und Brückenfinanzierungsrunden.
- Vermeidung übergroßer Komplexität der getroffenen Vereinbarungen und Geschäftsabläufe.
- Weiterhin vollständige Dokumentation aller Geschäftsvorfälle und Vereinbarungen, bestenfalls in zweisprachiger Version.

Planung einer Expansions- oder Later-Stage-Finanzierung durch VC-Gesellschaften

In dieser Phase des Beteiligungsprozesses ist eine rechtzeitige Planung des Beteiligungsprozesses von wesentlicher Bedeutung. Nach Erfahrung in der Praxis beträgt die Zeit vom Erstkontakt bis zum Abschluss einer Finanzierungsrunde in den meisten Fällen mehr als ein halbes Jahr. Von überragender Wichtigkeit ist daher eine ausreichende Liquiditätsplanung zur Fortführung des Geschäftsmodells. Es ist auch dringend zu empfehlen nach Möglichkeit den Aufbau konkurrierender VC-Syndikate zu betreiben.

Größte Bedeutung im Rahmen dieser Phase kommt der Due Diligence der rechtlichen Verhältnisse der Gesellschaft durch das oder die VC-Unternehmen zu. Diese wird regelmäßig von den durch den Lead Investor beauftragten Anwälten durchgeführt. Bester Praxis entspricht es mittlerweile zunächst einen elektronischen Datenraum zur Verfügung zu stellen, in dem sich die Prüfer des VC-Unternehmens die wesentlichen Dokumente des zu finanzierenden Unternehmens in elektronischer Form ansehen und prüfen können.

Bei der Verhandlung der Beteiligungsverträge ist größtes Gewicht darauf zu legen, dass neben der Bewertung des Unternehmens eine Reihe anderer Gesichtspunkte bei der Wertigkeit einer Transaktion eine Rolle spielen. Die günstige Unternehmensbewertung bringt Gründern und Management wenig, wenn ihre Anteile quasi unverkäuflich sind oder sie auch bei einem Unternehmenskauf nur höchst unwahrscheinlich ans Geld kommen würden. Auch die Vermengung schlechter Exit-Konditionen für Gründer und Management einerseits bei gleichzeitiger Verlagerung von erheblichen Haftungsrisiken auf diese, entwertet einen vordergründig zu günstigen Bewertungsbedingungen abgeschlossenen Deal stark. Hinsichtlich der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen solcher VC-Finanzierungen können spezialisierte Anwälte im Benchmark-Vergleich wertvolle Erfahrungen zu Fragen der Branchenüblichkeit beisteuern.

Wash Out-Finanzierungsrunden

Eine besonders kritische Phase in möglichen Beteiligungsprozessen ist die Situation, dass sich die bisherigen Erwartungen in die Entwicklung des Unternehmenswertes nicht verwirklicht haben. In derartigen Situationen sind manche VC-Finanzierer bereit, die Fortführung des Geschäftsmodells dennoch zu finanzieren, jedoch nur um den Preis einer möglicherweise fast vollständigen Verwässerung der bisherigen Investoren. In dieser Situation kommt es nicht selten zu besonders scharf geführten Verhandlungen zwischen bisherigen Investoren einerseits sowie neuen Investoren andererseits. Die Interessen der Gründer oder des bisherigen Management Teams sowie möglicherweise eines neu hinzukommenden Managementteams treten hinzu. In derartigen Situationen zeigt sich nicht selten die Güte oder auch Lückenhaftigkeit der bisherigen vertraglichen Vereinbarungen.

Exit der finanzierenden VC-Geber

Ziel der am Markt tätigen VC-Geber ist es selbstverständlich, dass ihnen anvertraute Geld

ihrer Investoren gewinnbringend zu verwalten. Daher sind VC-Geber auf die Planung und Durchführung einer Reihe von erfolgreichen Exit-Transaktionen im Rahmen des Lebenszyklusses ihrer Fonds dringend angewiesen. Durch VC-Gelder zu finanzierende Technologieunternehmen tun gut daran, diese Grundregel der VC-Industrie immer im Auge zu behalten. Wertvolle Gesichtspunkte insoweit sind:

- Die vorausschauende Planung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen.

Diese sollten vorsehen, dass im Fall des Unternehmensverkaufs den beteiligten Mitarbeitern gegen Barabfindung Optionsrechte abgekauft werden können, damit die verkaufenden Aktionäre in der Lage sind, den Erwerber tatsächlich 100 % der Aktien- und Beteiligungsrechte am Unternehmen verschaffen zu können.

- Die frühzeitige Einbindung von öffentlichen Förderern in Exit-Überlegungen.

Öffentliche Förderer haben in ihren Reaktionszeiten gewisse Gesichtspunkte und Abstimmungsmechanismen zwingend zu berücksichtigen. Dies steht nicht selten zu einer schnell verlaufenden Planung und Umsetzung eines Unternehmensverkaufs in einem nicht zu unterschätzenden Spannungsverhältnis.

- Das Poolen von Aktionärsinteressen ist zudem von überragender Wichtigkeit für die Planung von Exit-Transaktionen. Gängige Gestaltung von Pooling-, Shareholder- und Aktionärsvereinbarungen enthalten vor diesem Hintergrund regelmäßig Gestaltungen wie Mitverkaufsrechte, Mitverkaufspflichten und Vorkaufsrechte der beteiligten Aktionäre.

Fazit

Im Rahmen des Beteiligungsprozesses von VC-Gebern gibt es eine Reihe von kritischen Phasen. Im Laufe des letzten Jahrzehnts hat sich geführt durch Erfahrung aus der amerikanischen VC-Industrie auch in Deutschland in vielen Gesichtspunkten ein gewisser Marktstandard bei wesentlichen rechtlichen Fragen etabliert. Den auf die Beratung von VC-finanzierten Portfolio-Unternehmen spezialisierten Kanzleien sind diese Gesichtspunkte regelmäßig bekannt. Die Planung und Umsetzung von VC-Investments ohne darauf spezialisierte Anwälte gleicht vielfach dem navigationslosem Treiben auf hoher See und führt regelmäßig zu wirtschaftlichen Nachteilen der beteiligten Gründer, des Managements sowie der Frühfinanzierer.

Rainer Kreifels ist Mitbegründer und Partner der MLawGroup, München. MLawGroup ist in drei Arbeitsbereichen tätig: VC-Transaktionen, externe Rechtsabteilung für Technologie- und Medienunternehmen sowie M&A- und Technologietransaktionen. Das JUVE Handbuch

Wirtschaftskanzleien 2006/2007 nennt Herrn Kreifels als einen häufig empfohlenen Anwalt für VC- und M&A-Transaktionen.