



Mütze Korsch
Rechtsanwalts-gesellschaft mbH

Rechtspraxis der Beteiligung von Investoren an Start Ups

Kurzvortrag im Rahmen der bdvb StartUp Lounge am 29. November 2007

Dipl.-Kfm. Dr. jur. Maximilian Koch

Rechtsanwalt und Geschäftsführer der Mütze Korsch Rechtsanwalts-gesellschaft mbH



- A. Einleitung
- B. Investoreninteresse - Vorbereitung des Unternehmers
- C. „Freiheitsliebe“ des Unternehmers vs. Schutz der Investorenbeteiligung
- D. Wesentliche Regelungsgegenstände in Beteiligungsverträgen
- E. Resümee



A. Einleitung

B. Investoreninteresse - Vorbereitung des Unternehmers

C. „Freiheitsliebe“ des Unternehmers vs. Schutz der
Investoren-beteiligung

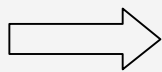
D. Wesentliche Regelungsgegenstände in Beteiligungsverträgen

E. Resümee



I. In Betracht kommende Investorengruppen von Start Ups

- Strategische Investoren: andere Unternehmen – strategische Partnerschaften
- Finanzinvestoren (Einzelpersonen): vermögende Privatleute, Business Angels
- Finanzinvestoren: Venture Capital Fonds etc.



nur **Finanzinvestoren**, insbesondere Venture Capital Fonds im Rahmen des Kurzvortrags als Modellfall betrachtet



II. Themenabgrenzung

➤ Gegenstand des Kurzvortrages:

- Vorbereitung des Unternehmers auf Finanzinvestoren
- Verständnis für Unterschiede und Ausgleich von Interessenlagen
- Wesentliche Regelungsgegenstände in Beteiligungsverträgen; kein Anspruch auf Vollständigkeit

➤ Im Rahmen des Kurzvortrags werden insbesondere nicht behandelt:

- Gesichtspunkte der Rechtsformwahl und rechtlichen Strukturierung des Unternehmens; GmbH als Modellfall unterstellt
- Einzelne Ausformulierungen in Beteiligungsverträgen
- Feinheiten der Strukturierung der Finanzierung / Beteiligung



III. Vortragsübersicht

- Vorbereitung auf die Ansprache von Finanzinvestoren (B.)
- Welche Interessen haben Finanzinvestoren, was möchte der Unternehmer? (C.)
- Welche Regelungsgegenstände sind in Beteiligungsverträgen typisch, um die unterschiedlichen Interessen auszugleichen? (D.)
- Resümee (E.)



- A. Einleitung
- B. Investoreninteresse - Vorbereitung des Unternehmers**
- C. „Freiheitsliebe“ des Unternehmers vs. Schutz der Investorenbeteiligung
- D. Wesentliche Regelungsgegenstände in Beteiligungsverträgen
- E. Resümee



I. Rendite als maßgebliches Interesse von Finanzinvestoren

- Start Ups generieren typischerweise noch keine (starken) Cash Flows.
- Traditionelle Unternehmensbewertungsverfahren (DCF etc.) passen regelmäßig nicht.
- Venture-Capital-Methode der Unternehmensbewertung (stark verkürzt):
 - Barwert des Endwerts (Terminal Value) des Unternehmens maßgeblich;
erwartete Zielrendite als Diskontierungsrate
 - Kapitalbedarf des Unternehmens
 - Ermittlung der Höhe der erforderlichen Beteiligung



II. Sinnvolle Vorbereitung des Unternehmers

- Optimale Verhandlungsposition gegenüber dem Finanzinvestor als Ziel – aber mit Augenmaß (Finanzinvestoren sind Profis)
- Zukünftiger erwarteter Unternehmenswert für Finanzinvestoren entscheidend
 - Externes Benchmarking häufig Bewertungsgrundlage – welche Peer Group kommt in Betracht?
 - Je besser, genauer und verifizierbarer die Ausgangsdaten, umso besser die Prognosegrundlage
 - ➔ Gute Marktanalyse
 - ➔ Gute Strukturierung des Geschäftsmodells
 - ➔ Guter Business Plan (einschließlich Finanzplanung)



- Einholung frühzeitigen rechtlichen und wirtschaftlichen Rats von Experten
- Welche Finanzierungsmöglichkeiten gibt es? Welche Investoren kommen in Betracht?
- Ansprache potentieller Investoren; Vorstellung des Geschäftsmodells; Vertraulichkeitsvereinbarung
- Einholung mehrerer Angebote versus Exklusivität
- Flexibilität und gegebenenfalls Adjustierung der Vorstellungen des Unternehmers an die Marktgegebenheiten



- A. Einleitung
- B. Investoreninteresse - Vorbereitung des Unternehmers
- C. „Freiheitsliebe“ des Unternehmers vs. Schutz der Investorenbeteiligung**
- D. Wesentliche Regelungsgegenstände in Beteiligungsverträgen
- E. Resümee



I. „Freiheitsliebe“ des Unternehmers

- Unternehmer ist von seiner Geschäftsidee überzeugt.
- Unternehmer will Unternehmer sein:
 - Er trägt ein hohes persönliches Risiko.
 - Im Gegenzug will er Freiheit bei seinen Entscheidungen.
 - Er möchte die Kontrolle über sein Unternehmen.
- Er will möglichst wenig Informationen preisgeben.
- Er möchte möglichst selbst bestimmen, ob und wann sein Unternehmen verkauft wird.



II. Interesse des Investors am Schutz seines Investments

- Investor muss von dem Geschäftskonzept erst überzeugt werden.
- Der Investor trägt ein hohes Risiko bei seiner Kapitalbeteiligung.
 - Der Investor erwartet deshalb eine entsprechend hohe Rendite.
 - Der Investor möchte negativen Entwicklungen gegensteuern können.
 - Der Investor benötigt deshalb effiziente Kontrollrechte.
 - Der Investor benötigt regelmäßige solide Informationen über das Unternehmen, gegebenenfalls auch außer der Reihe.
- Investor möchte das Unternehmen / seine Beteiligung nach einigen Jahren veräußern können, um seinen Gewinn zu realisieren (Finanzinvestition).



- A. Einleitung
- B. Investoreninteresse - Vorbereitung des Unternehmers
- C. „Freiheitsliebe“ des Unternehmers vs. Schutz der Investorenbeteiligung
- D. Wesentliche Regelungsgegenstände in Beteiligungsverträgen**
- E. Resümee

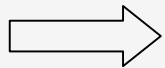


I. Spannungsfeld der Interessen - Interessenausgleich

- Hohe Rendite regelmäßig gemeinsames Ziel von Unternehmer und Finanzinvestor
- Unternehmer muss hinter seinem Business Plan stehen:
 - Der Unternehmer muss sich an diesem messen lassen.
 - Kontrolle der Zielerreichung des Business Plans und damit umfassende und laufende Information sind legitimes Interesse von Finanzinvestoren.
 - Entgegensteuern negativer Entwicklungen im beiderseitigem Interesse; Einflussnahmerechte von Finanzinvestoren insoweit legitim.



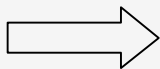
- Der Finanzinvestor kann häufig eigene Expertise zum Nutzen des Unternehmens einbringen: insoweit beiderseitiges Interesse an Mitwirkung des Finanzinvestors
- Finanzinvestor hat regelmäßig kein Interesse daran, sich ins Tagesgeschäft einzumischen – operativer Freiraum des Unternehmers
- Business Plan ist zukunftsbezogen: Anpassungsmöglichkeiten sollten im beiderseitigen Interesse berücksichtigt werden
- Verkauf des Unternehmens / Beteiligung (Exit) nach Ablauf des Investitionshorizonts ist legitimes Interesse des Finanzinvestors



Die Gesprächsatmosphäre sollte von Offenheit und gegenseitigem Respekt geprägt sein; die „Chemie“ zwischen den Parteien muss stimmen.



- Expertise und Einsatz des Unternehmers nach Exit weiterhin gefragt
 - Gegebenenfalls MBO oder Managementbeteiligung nach Exit möglich
 - Gegebenenfalls “Trade Sale“ an strategischen Investor oder Verkauf an Private Equity Investor / Finanzinvestor
 - Gegebenenfalls IPO
 - etc.

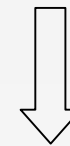


Die Position des Unternehmers ist dabei naturgemäß umso besser, je erfolgreicher sich das Start Up-Unternehmen im Zeitpunkt des Exit entwickelt hat.

II. Ablauf der vertraglichen Vereinbarungen

1. Präsentation
(gegebenenfalls Vertraulichkeitsvereinbarung)
2. Letter of Intent (LoI) / Term Sheet: Eckpunkte
(regelmäßig nur in Teilbereichen rechtlich bindend)
3. Due-Diligence-Phase
4. Abschluss der Beteiligungsverträge
Satzung / Gesellschaftervereinbarung / Sonstige Verträge
(rechtlich bindend)

Zeit



III. Verträge sind kein Formalismus

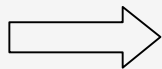
- Gute Verträge sind solche, die man nach Vertragsunterzeichnung getrost in die Schublade legen kann.



Verträge sind kein Formalismus, sondern geben das gemeinsame Verständnis der Parteien wieder

- Vertragliche Grundlage schafft Rechtssicherheit und definiert Rechtspositionen

- Lol / Term Sheet – Weichenstellung für die spätere Verhandlung
- Der Unternehmer sollte Lol / Term Sheet und das spätere vertragliche Regelwerk von Anfang an durchdringen und verstehen



Frühzeitige Begleitung durch einen erfahrenen Rechtsanwalt ratsam



IV. Typische Regelungsinhalte eines Lol / Term Sheet

1. Zweck der Beteiligung
2. Gegenwärtige Beteiligungs- und Kapitalstruktur
3. Höhe und Form des Investments
4. Beteiligungs- und Kapitalstruktur nach Investment (gegebenenfalls Range für Investor); gegebenenfalls Mitarbeiterbeteiligung
5. Besetzung der Geschäftsführung und gegebenenfalls des Beirats
6. “Vesting“ der Altgesellschafter (“good leaver“, “bad leaver“); Vinkulierung, ggfls. “Lock-up period“



7. Verfügungen über Geschäftsanteile (z. B. “tag-along“ und “drag-along rights“);
Verwässerungsschutz der Investoren, Liquidationsvorzug der Investoren (im Fall der Veräußerung der Mehrheit oder ähnlich wirkender Maßnahmen); etc.
8. Due Diligence; Zeit- und Ablaufplan
9. Bedingungen der Transaktion (insbesondere zufriedenstellende Due Diligence)
10. Vertraulichkeit hinsichtlich des Lol / Term Sheet; gegebenenfalls Exklusivität
11. Kosten
12. (Keine) Bindungswirkung; gegebenenfalls Rechtswahlklausel



V. Beteiligungsverträge

Oberbegriff (Beteiligungsverträge im weiteren Sinne) für Beteiligungsvertrag im engeren Sinne / Gesellschaftervereinbarung, Satzung, sonstige Verträge (z. B. Genussrechte)

1. Beteiligungsvertrag im engeren Sinne:

- Höhe der Beteiligung
- Bewertung, Art, Höhe und Fälligkeit des Investitionsbetrags (Nominaleinlage und Aufgeld; gegebenenfalls mezzanine Finanzierungsformen wie Genussrechte; Meilensteine)
- Verwässerungsschutz und “Ratchet“-Regeln bei negativen Entwicklungen
- Garantien der Gründungsgesellschafter



2. Gesellschaftervereinbarung:

- Regeln für das künftige Miteinander; häufig auch Regelungen des Beteiligungsvertrages im engeren Sinne mit einbezogen
- Außerhalb der Satzung, keine Handelsregisterpublizität
- Typische weitere Regelungsinhalte:
 - Erweiterung der Informations- und Zustimmungsrechte gegenüber dem gesetzlichen Standard
 - Exit-Regeln (Vinkulierung, Mitnahmerechte, Liquidationspräferenz etc.)
 - Bindung des Unternehmers ("Vesting"-Regeln, Wettbewerbsverbot)
 - Bei mehreren Finanzinvestoren in einer Runde: pari-passu-Regel


3. Satzung (teilweise auch Regelungsinhalte wie in Gesellschaftervereinbarung)

4. Sonstige Verträge

(z. B. Genussrechtsvereinbarung, Geschäftsführeranstellungsvertrag)

VI. Ausgewählte mögliche Regelungsinhalte von Beteiligungsverträgen in der Praxis

1. Investment

- Unter Umständen Möglichkeit eines schrittweisen Investments oder step up bei Erreichen definierter Meilensteine  u. U. Verschiebung der Anteilsquoten
- Bonus-/ Malusregelungen, wenn definierte Ziele über- oder unterschritten werden möglich ("Ratchet")
 - z. B. Call-Optionen
 - Verwässerungsschutzklauseln bei zukünftigem Finanzierungsbedarf ("Down"-Runden)



2. Mitspracherechte des Investors

➤ Informationsrechte

- Monatliche BWAs mit Soll- / Ist-Vergleich
- Quartalsberichte
- Jahresplanung

➤ Zustimmungsrechte

- Strukturmaßnahmen – Gesellschafterebene
- Zustimmungskatalog – Geschäftsführungsebene
- Gegebenenfalls Weisungsrechte

➤ Beirat

Unterstützung / Kontrolle der Geschäftsleitung



3. Ausstiegsregeln

- Vinkulierung
- Andienungspflicht, Vorerwerbsrecht, Mitveräußerungsrecht (“tag-along“) und Mitveräußerungspflicht (“drag-along“)
- Liquidationspräferenz (Erlösvorzug) bei Veräußerung der Anteilsmehrheit am Unternehmen (gegebenenfalls “double dipping“)
- Möglichkeit des “Fire Sale“ bei negativer Geschäftsentwicklung



4. Bindung des Unternehmers

➤ **“Vesting“**

- Ganz oder teilweiser Verlust der Anteile, wenn Unternehmer das Unternehmen vorzeitig verlässt
- “Good leaver“- / “Bad leaver“-Regelungen
- Call-Option auf Anteile des Unternehmers, wenn er das Unternehmen verlässt

➤ **Wettbewerbsverbote**

- In der Satzung, solange der Unternehmer Gesellschafter ist
- Gegebenenfalls auch nachvertragliches Wettbewerbsverbot im Anstellungsvertrag



5. Einbringung und Sicherung von Know How

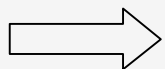
- Sicherung der Einbringung von Patenten und Schutzrechten
- Gegebenenfalls Regelungen für (zukünftiges) Mitarbeiterbeteiligungsmodell



- A. Einleitung
- B. Investoreninteresse - Vorbereitung des Unternehmers
- C. „Freiheitsliebe“ des Unternehmers vs. Schutz der Investorenbeteiligung
- D. Wesentliche Regelungsgegenstände in Beteiligungsverträgen
- E. Resümee**



- Finanzinvestoren sind eine wichtige Finanzierungsquelle für Start Ups, die sich in einem immer dynamischeren Wettbewerbsumfeld frühzeitig gut positionieren müssen
- Finanzinvestoren haben legitime Interessen, die der Unternehmer verstehen sollte
- Der Unternehmer sollte von Anfang an die Inhalte der Verträge durchdringen



Frühzeitige Beratung und Begleitung durch einen transaktions-erfahrenen Rechtsanwalt bietet Schutz und kann (mentale, emotionale) Hemmnisse beseitigen helfen.



Mütze Korsch
Rechtsanwalts-gesellschaft mbH

Bei Rückfragen:

Dipl.-Kfm. Dr. jur. Maximilian Koch
Rechtsanwalt, Geschäftsführer, Partner
Mitglied im bdvb

Mütze Korsch
Rechtsanwalts-gesellschaft mbH
Trinkausstraße 7
D-40237 Düsseldorf

Telefon: 0211 88292 9
Telefax: 0211 88292 6
E-Mail: koch@mkrig.com
www.mkrig.com



Tätigkeitsschwerpunkte von Dr. Maximilian Koch:

- Gesellschaftsrecht
- M&A
- Finanz- und Kapitalmarktrecht