

DER BETEILIGUNGSVERTRAG

von Dr. Wolfgang Weitnauer,
Weitnauer Rechtsanwälte,
München/Berlin

Der Beteiligungsvertrag (auch **Aktionärsvereinbarung** oder **Gesellschaftervereinbarung** genannt) ist der Oberbegriff für sämtliche Absprachen, die im Zusammenhang mit der Beteiligung eines Finanzinvestors getroffen werden. Eigenkapitalgeber haben in den letzten Jahren in der Bundesrepublik maßgeblich zum Entstehen einer neuen technologieorientierten Gründerwelle beigetragen. Die Gesamtbruttoinvestitionen der deutschen Beteiligungsunternehmen stiegen von ca. DM 1,37 Mrd. in 1996 auf ca. DM 9,32 Mrd. in 2000¹, haben sich also in fünf Jahren fast „versiebenfacht“. Der Begriff „Venture Capital“ als Bezeichnung des vornehmlich in der Anfangsphase eines technologischen start-up-Unternehmens außerbörslich gewährten Eigenkapitals² ist in aller Munde. Der Beteiligungsvertrag, der das Produkt der Investitionsentscheidung des Kapitalgebers darstellt, steht am Ende einer gründlichen Prüfung des Businessplans, der unternehmerischen Idee und des Managementteams sowie einer due diligence Prüfung des Beteiligungsunternehmens. Er enthält zum Teil durchaus ähnliche Regelungen wie ein Unternehmenskauf, etwa im Garantiebereich, darüber hinaus aber auch ganz spezielle Probleme und Lösungen, da die Beteiligung des Finanzinvestors – anders als beim Unternehmenskauf, der in der Regel zu einem Wechsel des Unternehmers führt – eine „Partnerschaft auf Zeit“ begründet.

I.

Arithmetik der Beteiligung

1. Ermittlung der Beteiligungsquote

a) Minderheitsbeteiligung

In der Regel streben VC-Geber eine **Minderheitsbeteiligung** am Stammkapital des Unternehmens in Höhe von 20% bis 35% an; oft wird es als abschreckend für Unternehmer angesehen, wenn die Beteiligung des VC-Gebers bereits in der ersten Finanzierungsrunde über 35% hinausgeht. Eine Mehrheitsbeteiligung wird der VC-Investor schon wegen der dann bestehenden Pflicht zur

¹ Pressemitteilung des Bundesverbands Deutsche Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) vom 08.02.2001 „Deutscher Beteiligungsmarkt wächst unverändert weiter BVK meldet für 2000 wiederum Rekordjahr“.

² Hierzu im einzelnen *Weitnauer*, Handbuch Venture Capital, 2000; *Stadler*, Venture Capital und Private Equity, 2000.

Kapitalkonsolidierung (§§ 290, 301 HGB) scheuen, da dies angesichts der Verlustsituation, in der sich junge Unternehmen anfänglich befinden, den Konzernabschluss des VC-Gebers in der Regel nicht verschönern wird. Beteiligungen, die einen unternehmerischen Einfluss vermitteln, können überdies für den als GmbH & Co. KG strukturierten VC-Fonds die Gefahr der Gewerblichkeit heraufbeschwören³.

b) Bewertung und Höhe des Investments als Berechnungsparameter

Die Unternehmensbewertung richtet sich, weil bei start-up Unternehmen regelmäßig vernünftige Gegenwartswerte fehlen, bei den meisten VC-Gebern nach dem **diskontierten Zukunftswert**⁴. Auf Grundlage des so errechneten momentanen Unternehmenswerts (nach Finanzierung, d. h. **post money**, und ohne weitere Finanzierungsrunden) errechnet sich die Beteiligungsquote nach dem Kapitalbedarf des Unternehmens. Als Beispiel: Bei einem **Kapitalbedarf** und entsprechendem Investment von €1 Mio. in eine Aktiengesellschaft mit €50.000,00 Grundkapital ergibt sich für den VC-Geber bei einem Unternehmenswert von €2 Mio. nach Finanzierung und nach Erhöhung des Kapitals um weitere 50.000 Aktien zum Nennwert von € 1,00 eine Beteiligungsquote von $1/2 = 50\%$. Bei der Bemessung der prozentualen Höhe der Beteiligung ist nur abzustellen auf das vom VC-Geber selbst investierte Kapital. Der VC-Geber kann sich berechtigterweise nicht darauf berufen, er bringe als Lead Investor öffentliche Fördermittel bei, die für seine Quote wie eigenes Kapital zu berücksichtigen seien. Denn insoweit übernimmt er nur eine Mittlerrolle. Öffentliche Fördermittel sind Mittel Dritter, nämlich öffentlicher Kapitalgeber, die sich in der Regel als Stille Gesellschafter beteiligen und dementsprechend auch Anspruch auf Rückzahlung der Einlage und auf Gewinnteilhabe haben.

2. Justierung des ursprünglichen Bewertungsansatzes

a) Bonus-/Malusregelungen

Gelegentlich führen die Bewertungsansätze der einen und der anderen Partei nicht zu einer endgültigen übereinstimmenden Bewertung. Der Grund liegt darin, dass die Erwartungen über den Zeitpunkt und die Art der Erfüllung des Businessplans anfangs naturgemäß unsicher sind und folglich divergieren. Aus Sicht der Gründer wird die Entwicklung des Unternehmens bisweilen positiver gesehen mit den Folgen einer schnellen Wertsteigerung und eines hohen Exit-Wertes bei

³ *Weitnauer*, Rahmenbedingungen und Gestaltung von Private Equity Fonds, FB 2001, 258ff., 268.

einem definierten und konstanten Kapitalbedarf. Aus Sicht des Venture Capital Gebers ist der Wert des eingesetzten Eigenkapitals abhängig nicht nur von der Höhe der Wertsteigerung, sondern auch von dem **Zeitpunkt** ihres Eintreffens und dem tatsächlichen Kapitalbedarf des Unternehmens bis zu diesem Zeitpunkt. Ein späterer Zeitpunkt des Eintreffens der Wertsteigerung und der damit verbundenen späteren Realisierung erfordert für den Venture-Capital-Geber einen höheren internen Abschreibungszinssatz und senkt damit die rechnerische Eigenkapitalrendite. Ein erhöhter Kapitalbedarf durch den bisherigen oder weitere VC-Geber führt zu einer Verwässerung („**dilution**“) der Beteiligungsquoten, was den Anteil am späteren Exit-Erlös für den jeweiligen Altgesellschafter senkt.

Aus diesem Grunde bietet sich als Ausweg an, dass über **Bonus-/Malusregelungen** nach einem bestimmten Zeitabschnitt nochmals eine Anteilsverschiebung vorgenommen wird, wenn bestimmte Annahmen über- bzw. unterschritten wurden⁵. Diese können in einer vertraglich vereinbarten Umschichtung von Geschäftsanteilen bzw. Aktien, stock-options, weiteren Bezugsrechten, Sonderprämien oder ähnlichen Instrumenten liegen, die bis zum Exitzeitpunkt zugunsten der einen oder anderen Partei eingesetzt werden.

Setzen sich die Gründungsgesellschafter mit ihrer (höheren) Bewertungsvorstellung durch und erwirbt der VC-Geber damit eine geringere Beteiligungsquote als von ihm angestrebt, können Meilensteine festgelegt werden (z. B. bzgl. Umsatzentwicklung, Erreichen bestimmter Entwicklungsziele etc.), bei deren Nichterreichen im festgelegten Zeitraum dem VC-Geber zusätzliche Anteile, sei es neue Anteile im Wege der Kapitalerhöhung oder im Wege einer **Call Option** durch Abtretung von Anteilen der Altgesellschafter, übertragen werden. Entsprechendes kann selbstverständlich im umgekehrten Fall im Sinne einer Call Option der Gründer vorgesehen werden, wenn bestimmte Minimumgrößen übertroffen werden und die Wertsteigerung daher höher ausfällt, als sie der Einstiegsbewertung der VC-Gebers zugrundegelegt wurde.

b) Antidilution-Klausel

VC-Geber werden gerade bei einem schwächeren VC-Markt darauf achten, dass das Unternehmen **durchfinanziert** ist, ihm also so viel Kapital zugeführt wird, dass das Unternehmen aus eigener Kraft ohne weitere Finanzierung den break even erreicht. Ist eine Durchfinanzierung nicht gewährleistet, besteht bei schlechtem Geschäftsverlauf das Risiko, dass der Einstiegspreis bei einer weiteren Finanzierungsrunde sinkt. Hiervor sucht sich der VC-Geber durch die sogenannte **Antidilution-** oder **Verwässerungsschutzklausel** zu schützen. Sie soll den VC-Geber vor einer

⁴ Hierzu *Weitmayer*, a.a.O. C 76 und 85.

Verwässerung seiner Beteiligungsquote bewahren, wenn bei folgenden Finanzierungsrunden eine niedrigere Bewertung zugrundegelegt wird als seiner eigenen Beteiligung. In diesem Fall soll der VC-Geber so gestellt werden, als hätte er selbst an der günstigeren Bewertung teilgenommen. Dies kann entweder durch eine Verpflichtung der Altgesellschafter erreicht werden, so viele Anteile aus ihrem Bestand an den VC-Geber abzugeben, dass er über eine gleich große Anzahl von Anteilen verfügt, wie wenn er mit dem von ihm eingesetzten Betrag Anteile zu dem günstigeren Ausgabepreis erworben hätte. Oder aber es wird ein entsprechendes einseitiges Bezugsrecht des VC-Gebers auf den Erwerb neuer Anteile aus einer Kapitalerhöhung (bei einer AG sinnvollerweise aus zu schaffendem genehmigtem Kapital) vorgesehen. Im Hinblick darauf, dass der VC-Geber aber nur vor einer Fehleinschätzung des Unternehmenswerts geschützt werden sollte, die vor allem in der Frühphase des Unternehmens in den Unsicherheiten der Bewertung begründet liegt, nicht jedoch vor künftigen Marktveränderungen, die seinem unternehmerischen Risiko zuzurechnen sind, erscheint es sachgerecht, den Verwässerungsschutz auf einen bestimmten Zeitraum oder auf die anschließende Finanzierungsrunde zu begrenzen.

c) Duldung eines weiteren Investors

Es kann aber auch vereinbart werden, dass bei zusätzlichem Kapitalbedarf, etwa wenn nicht in dem Umfang oder Zeitraum Cash Flow generiert wird, wie es der Businessplan vorsieht, der VC-Geber den Einstieg eines weiteren Investors im Rahmen einer zweiten Finanzierungsrunde zu dulden hat, wenn dieser bereit ist, dem Unternehmen auf Basis eines höheren Unternehmenswertes Kapital zur Verfügung zu stellen, es sei denn, der VC-Geber der vorangegangenen Runde erklärt sich bereit, auf gleicher Basis die Finanzierung durchzuführen. Eine Vereinbarung, dass der VC-Geber bei einem zunächst an der unteren Grenze des Bedarfs angesetzten Kapitalbeitrag verpflichtet wird, etwaigen Zusatzbedarf ohne weiteren Anteilerwerb im Wege einer **Nachschusspflicht** allein zu decken, ist eher selten.

⁵ *Weitmauer*, a.a.O. C 86 sowie *Geigenberger*, Risikokapital für Unternehmensgründer, 1999, S. 132ff.

3. Schrittweises Investment und Step-up-Modell

Eine sinnvolle Alternative kann es sein, das vorgesehene Gesamtinvestment auf **mehrere Finanzierungstranchen** und Kapitalerhöhungen zu verteilen, die vom Erreichen bestimmter Meilensteine abhängig gemacht werden. Diese sukzessive Aufstockung des Anteilsbesitzes des VC-Gebers anstelle des späteren Entzugs ursprünglich vereinbarter Anteilspositionen im Wege von Call-Optionen bietet vorteilhafte Gestaltungsmöglichkeiten:

a) Verschiebung der Anteilsquote

Verteilt der VC-Geber im Ausgangsfall sein Investment von €1 Mio. auf zwei Kapitalerhöhungen zur selben Bewertung, so erwirbt er mit der ersten Tranche von €0,5 Mio. nicht etwa nur die Hälfte seiner angestrebten Beteiligung von 50 %, also 25 %, sondern im Verhältnis zur maßgeblichen post money-Bewertung von dann nur €1,5 Mio. (statt €2 Mio.) einen Anteil von 33,3 %. Erreicht die Gesellschaft den für die zweite Tranche gesetzten Meilenstein nicht, behält der VC-Geber somit zumindest einen höheren Anteil.

b) Step up

Denkbar ist weiter, die **Bewertung** zwischen den beiden Teiltranchen im Fall des Erreichens bestimmter Meilensteine zu **erhöhen**. Im Beispielsfall würde dies bedeuten, dass der VC-Geber in der zweiten Teilfinanzierungstranche bspw. die Bewertung je Aktie zu verdoppeln bereit wäre. Demgemäß erhielte er bei dieser weiteren Tranche nur 12.500 Aktien, insgesamt also nur 37.500 Aktien und somit einen Anteil an dem gesamten Grundkapital von €87.500,00 von dann nur 42,9 %.

c) Justierter Step up

Will es der VC-Geber bei dem Ergebnis belassen, für die Zahlung von €1 Mio. 50 % der Gesellschaft zu erwerben, dies aber bei einer doppelt so hohen Bewertung bei der zweiten Tranche, so ist dieses Ergebnis nur durch eine entsprechende Reduzierung der der ersten Tranche von €0,5 Mio. zugrundegelegten Bewertung von ursprünglich €20,00 je Aktie auf €15,00 zu erreichen. Der Investor wird somit zunächst 33.333 Aktien und somit einen Anteil von 40 % erwerben und im zweiten Schritt für €30,00 je Aktie 16.667 Aktien. Diese Strukturierung bietet

Vorteile für Gründer und VC-Geber: Denn durch die Step up-Bewertung auf €30,00 je Aktie nimmt auch der Wert der Anteile der Gründer von €1 Mio. auf €1,5 Mio. zu. Somit haben auch die Gründer einen Anreiz, dass die Meilensteine für die zweite Finanzierungstranche erfüllt werden. Aber auch der VC-Geber ist bei dieser Strukturierung dadurch geschützt, dass er für die erste Tranche einen geringeren Preis zahlt und somit einen höheren Anteil erwirbt.

II. Vollzug der Beteiligung

Grundsätzlich sind die folgenden Gestaltungsmöglichkeiten einer Beteiligung zu unterscheiden:

1. Direkte Beteiligung

a) Beteiligung gegen Aufgeld

Ist der VC-Geber Mitgründer der ersten Stunde, wird er sich direkt an der Gründung der Gesellschaft oder - alternativ zur Neugründung – am Kauf einer Vorratsgesellschaft⁶ durch Zahlung einer Einlage nebst **Agio** (§ 272 Abs. 2 Nr. 1 HGB) bzw. **sonstigen Zuzahlungen** in die Kapitalrücklage (§ 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB) beteiligen. Zahlt der VC-Investor ein Aufgeld, die Gründer hingegen nicht, so hat dies seine Grundlage in der Regel darin, dass die Gründer die innovative Idee, ihr Know-how und ihr Kontaktnetzwerk als **Gesellschafterbeitrag** einbringen. Daher ist hierin in der Regel **keine schenkungsteuerpflichtige** (mittelbare) **Zuwendung an die Mitgesellschafter** zu sehen. Stehen sich die Gesellschafter als fremde Dritte gegenüber, so spricht die Vermutung gegen eine Schenkung. In diesem Fall ist davon auszugehen, dass die Leistung an die Gesellschaft allein der Förderung des Gesellschaftszwecks dient, und ergibt sich die Werterhöhung der Anteile der anderen Gesellschafter als bloßer **Reflex** dieser Maßnahme⁷.

Nach der gesetzlichen Definition in § 272 Abs. 2 Nr. 1 HGB ist das **Agio** der Betrag, der bei Ausgabe von Anteilen einschließlich von Bezugsanteilen über den Nennbetrag hinaus erzielt wird. Der höhere Ausgabepreis ist frei verhandelbar (**Überpariemission**), wohingegen eine Ausgabe

⁶ *Weitnauer*, a.a.O., C 21, *Mayer*, Mantelkauf und Mantelverwendung- (k)ein Problem, NJW 2000, 175; *Grooterhorst*, Praktische Probleme beim Kauf einer Vorrats-AG, NZG 2001, 145ff.

⁷ Gleichl. Erl. der Obersten Finanzbehörden der Länder v. 15.03.1997 zur schenkungsteuerlichen Behandlung von Leistungen von Gesellschaftern und Dritten an Kapitalgesellschaften, DStR 1997, 540 ff.. Das Motiv der freiwilligen Zuwendung ist allenfalls dann zu vermuten, wenn es sich bei den Gesellschaftern um Angehörige im Sinne von § 15 AO handelt. Hierzu näher auch *Hübner*, DStR 1997, 897 ff.

von Anteilen unterhalb des Nennbetrags der Stammeinlage (**Disagio**) unzulässig ist⁸. Während freilich bei der GmbH die Fälligkeit des Agios allein durch den Gesellschaftsvertrag geregelt werden kann, für die Anmeldung der Gesellschaft also nicht erforderlich ist, dass das Agio zusätzlich zur Stammeinlage (§ 7 Abs. 2 GmbHG) geleistet ist⁹, muss bei der AG das Agio sowohl bei Gründung als auch einer späteren Kapitalerhöhung voll einbezahlt werden, §§ 36 a Abs. 1, 188 Abs. 2 AktG.

b) Agio oder andere Zuzahlung?

Unter **anderen Zuzahlungen** in das Eigenkapital (§ 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB) sind freiwillige Leistungen zu verstehen, die die Gesellschafter ohne Gewährung von Vorzügen seitens der Kapitalgesellschaft erbringen; maßgeblich ist die zwischen den Beteiligten getroffene Vereinbarung, den der Leistung entsprechenden Betrag bis auf weiteres in der Kapitalrücklage verbleiben zu lassen¹⁰. Anders als das Agio sind andere Zuzahlungen bei der AG nicht in die Dotierung der gesetzlichen Rücklage gemäß § 150 Abs. 2 AktG einbezogen und unterliegen auch nicht den Beschränkungen der Auflösung dieser Kapitalrücklagen gemäß § 150 Abs. 3 und 4 AktG. Darüber hinaus unterliegen andere Zuzahlungen nicht der Volleinzahlungspflicht wie das Agio; folglich ist insoweit auch eine **Staffelung der Fälligkeit** dieser anderen Zuzahlungen möglich. VC-Geber werden somit gegenüber einem Agio die Form anderer Zuzahlungen präferieren. Da sich das Investment des VC-Gebers aber nach der Höhe des Unternehmenswerts bemisst und daher durch die Zuzahlung des VC-Gebers über die Nominaleinlage hinaus wohl stets ein höherer innerer Wert der übernommenen Anteile abgegolten wird, stellt sich die Frage, inwieweit eine Zuzahlung, die ihrem Wesen nach an sich Agio ist, als andere Zuzahlung in die Kapitalrücklage ausgewiesen werden kann. Eine solche Gestaltungsfreiheit wird man richtigerweise bejahen müssen. Denn da das Verbot der Ausschüttung von Kapitalrücklagen nach §§ 57 Abs. 3, 150 Abs. 4 AktG, also von Agio und agioähnlichen Zuzahlungen (§ 272 Abs. 2 Nrn. 1 – 3 HGB), dadurch umgangen werden kann, dass eine andere Zuzahlung nach § 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB vereinbart wird, welche wie eine andere Gewinnrücklage ausschüttungsfähig ist¹¹, kann wohl grundsätzlich von der Zulässigkeit der Vereinbarung eines **schuldrechtlichen Agios** (§ 272

⁸ § 9 Abs. 1 AktG, der im Ergebnis auch für die GmbH gilt; vgl. hierzu *Baumbach/Hueck*, 17. Aufl. § 5 GmbHG Rdnr. 9.

⁹ *Baumbach/Hueck*, a.a.O. § 7 GmbHG Rdnr. 4.

¹⁰ *Ensthaler/Marsch-Barner*, GK-HGB, 6. Auflage § 272 Rdnr. 12; *Förschle/Kofahl*: in BeckBilanz-Kommentar, 4. Auflage, § 272 HGB Rdnr. 67.

¹¹ *Kölner Kommentar-Claussen/Korth*, 2. Auflage, § 272 HGB Rdnr. 43 a.E. sowie die Stellungnahme des Dt. Notarvereins gegenüber der Regierungskommission „Corporate Governance“ www.rws-verlag.de/volltext/dnotv_01.htm.

Abs. 2 Nr. 4 HGB) ausgegangen werden. Auch das **Volleinzahlungsgebot** des § 36 a AktG steht dem nicht entgegen. So ist auch die Zeichnung der Aktien zum Nennwert durch die Emissionsbank im Rahmen des Börsengangs nach herrschender Ansicht zulässig¹². Denn § 36 a Abs. 1 AktG dient nicht dem Gläubigerschutz, da aus dem Handelsregister nur das Grundkapital ersichtlich ist und die Höhe eines Agios dem Gläubiger in der Regel ohnehin verborgen bleiben wird.

2. Kapitalerhöhung

Die Kapitalerhöhung wird der Regelfall einer VC-Beteiligung sein, da es eher untypisch ist, dass sich ein VC-Investor (Family & Friends und Business Angels einmal ausgenommen) schon in der „Stunde Null“ gefunden hat.

a) Durchführung der Kapitalerhöhung

aa) Allgemein

Die Kapitalerhöhung gegen Einlagen führt der Gesellschaft neues Eigenkapital des VC-Gebers zu und wird bei Kapitalgesellschaften grundsätzlich in den folgenden **zwei Schritten** vollzogen: Zunächst wird die **Erhöhung** des Kapitals beschlossen und zur Eintragung in das Handelsregister angemeldet; die Kapitalerhöhung stellt eine Satzungsänderung dar und bedarf daher bei der GmbH der notariellen Beurkundung bzw. bei der AG der notariellen Niederschrift, § 53 Abs. 2 S. 1 GmbHG, §§ 182, 130 Abs. 1 AktG. In einem zweiten Schritt erhalten Gesellschafter oder auch Dritte die Möglichkeit, die neuen Aktien bzw. die Stammeinlage zu zeichnen, d.h. sich zur Übernahme der neuen Aktien bzw. Anteile gegen Zahlung der Einlagen zu verpflichten, §§ 185 AktG, 55 GmbHG. Die Zeichnung der neuen Aktien geschieht bei der AG durch schriftliche Erklärung auf dem **Zeichnungsschein** gem. § 185 AktG; die Übernahmeerklärung bedarf bei der GmbH – ebenso wie die Vollmacht hierfür – der notariellen Beglaubigung¹³. Mit der Eintragung der Durchführung der Kapitalerhöhung wird die Kapitalerhöhung wirksam, §§ 189 AktG, 54 Abs. 3 GmbHG. Der Betrag der Einlagen, der auf Nennbetrag und Agio aufzuteilen ist, berechnet sich dabei wie folgt: Halten die Gründer das aktuelle Grund-/Stammkapital von €100.000 alleine und erwirbt der VC-Geber eine Beteiligung von 20%, so sind die Unternehmer nur noch mit 80%

¹² Hüfner, 4. Aufl., § 182 AktG Rdnr. 24, § 186 Rdnr. 50; Trapp, Erleichteter Bezugsrechtsausschluss nach § 185 II. 4 AktG und Greenshoe, AG 1997, 115, 119f.; Technau, Rechtsfragen bei der Gestaltung von Übernahmeverträgen (“Underwriting Agreements”) in Zusammenhang mit Aktienemissionen, AG 1998, 445, 448.

¹³ Scholz/Priester, 9. Aufl. § 55 GmbHG Rdnr. 78.

beteiligt. Die erforderliche Kapitalerhöhung beträgt dann: $100/80 \times 100 = 125.000$. Damit ist das Grund-/Stammkapital von bisher €100.000 auf €125.000 zu erhöhen. Das Agio beträgt bei einer Investition von €1 Mio. dann dementsprechend €975.000.

bb) Bei der AG

Die **Kapitalerhöhung bei der AG** setzt voraus, dass die Einlagen auf das bisherige Grundkapital voll bezahlt sind; andernfalls ist in der Anmeldung anzugeben, warum noch ausstehende Einlagen nicht erlangt werden konnten, §§ 182 Abs. 4, 184 Abs. 2 AktG. Des Weiteren muss der Vorstand bei der Anmeldung der Kapitalerhöhung versichern, dass die Einlage einschließlich des Agios, § 36 a AktG geleistet ist und zur freien Verfügung des Vorstandes steht, §§ 188 Abs. 2, 36 Abs. 2 AktG. Dies kann dann zu Problemen führen, wenn es sich um eine Vielzahl von Investoren handelt, die ihrer Einzahlungsverpflichtung mehr oder minder zögerlich nachkommen, und wenn andererseits der Vorstand auf eine Verwendung der eingegangenen Mittel noch vor Anmeldung zur Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebs angewiesen ist. Insoweit vertritt zwar nunmehr die herrschende Meinung die Auffassung, dass der einzuzahlende Betrag im Zeitpunkt der Anmeldung nicht mehr „unversehrt“ vorhanden zu sein braucht, sondern der Vorstand hierüber auch schon vor Anmeldung unter dem **Vorbehalt wertgleicher Deckung** disponieren darf¹⁴. Der darüber hinaus für den Fall der Einzahlung auf ein Bankkonto geforderte Nachweis in Form der schriftlichen Bestätigung des Bankinstituts, §§ 188 Abs. 2, 37 Abs. 1 Satz 3 AktG, ist in diesem Fall jedoch nicht mehr ausreichend, sondern es hat der Vorstand im einzelnen unter Vorlage der entsprechenden Unterlagen darzulegen, für welche geschäftlichen Maßnahmen der Einlagebetrag verwendet worden ist. Um diese Problematik zu vermeiden und die zeitgerechte Eintragung der Kapitalerhöhung zu ermöglichen, kann es sich in dem erwähnten Fall der Vielzahl von Zeichnern einer Kapitalerhöhung empfehlen, die neuen Aktien zunächst nominal durch einen Treuhänder übernehmen zu lassen, der sich im Verhältnis zur Gesellschaft verpflichtet, den Erlös aus der Veräußerung der übernommenen Aktien an die Gesellschaft abzuführen.

b) Erfüllung der Einzahlungsverpflichtung

Im Hinblick darauf, dass das Agio bis zur Anmeldung voll einbezahlt sein muss, kann es anders als andere Zuzahlungen gemäß § 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB in seiner Fälligkeit nicht an **Meilensteine** gekoppelt werden; denn die Kapitalerhöhung soll möglichst immer sogleich erfolgen. Werden

¹⁴ Hüffer, a.a.O., § 188 AktG Rdnr. 6; BGH NJW 1992, 3300, 3303.

demnach **andere Zuzahlungen** des VC-Gebers vereinbart, die bspw. an das Erreichen bestimmter Entwicklungsfortschritte, an das erfolgreiche Bestehen von klinischen Tests oder das Erreichen bestimmter Umsatzzahlen geknüpft werden, würde der VC-Geber zunächst durch die Teilnahme an der Kapitalerhöhung seine volle Anteilsquote erhalten, jedoch noch nicht sein Investment in voller Höhe leisten. Im Unterschied zu dem oben beschriebenen schrittweisen Investment durch eine Reihe hintereinandergeschalteter Kapitalerhöhungen erhält der VC-Geber somit bei dieser Gestaltungsvariante ein Mehr an Anteilsrechten als er selbst zunächst kapitalmäßig investiert. Wird der für eine Zuzahlung vereinbarte Meilenstein nicht erfüllt, muss das Übermaß der Beteiligungsrechte des VC-Gebers durch **Call-Optionen** der Altgesellschafter, also durch Optionsrechte auf Übertragung der zu viel erworbenen Anteile, auf das als adäquat vereinbarte Maß gekürzt werden. Im Hinblick darauf, dass die Meilensteine wesentliche Eckpunkte für die weitere Finanzierung des Unternehmens sind, sollte hier besonderer Wert auf eine klare Formulierung eindeutig prüfbarer Tatbestände gelegt werden. Die Beurteilung, ob Meilensteine erreicht sind oder nicht, sollte überdies nicht der alleinigen Entscheidung des VC-Gebers überlassen werden; vielmehr empfiehlt es sich, insoweit eine Schiedsgutachter- oder Auditierungsklausel zu vereinbaren, die die Überprüfung und Entscheidung über das Erreichen des Meilensteins einer unabhängigen Instanz, bspw. einem Wirtschaftsprüfer oder Sachverständigen, überlässt.

c) Verwässerung und Bezugsrechtsausschluss

aa) Bezugsrecht als Ausgleich des Verwässerungseffekts

Bei einer Kapitalerhöhung treten neue Gesellschafter zu den Altgesellschaftern. Damit verringert sich der relative Einfluss der Altgesellschafter in dem Umfang, wie neue Gesellschafter hinzutreten. Am Beispiel: Wird das Grundkapital einer AG bei 10 in gleichem Umfang beteiligten Aktionären von €100.000 auf €200.000 erhöht, sinkt der Umfang der Beteiligung jedes einzelnen Aktionärs zunächst von 10% auf 5%. Um diese **Verwässerung** der Beteiligung auszugleichen, haben gem. § 186 Abs. 1 AktG alle Aktionäre grundsätzlich ein **Bezugsrecht**, worunter man das Recht versteht, die jungen Aktien aus der Kapitalerhöhung selbst in dem Umfang zu zeichnen, wie die Aktionäre zuvor bereits an der Gesellschaft beteiligt waren. Vergleichbar ist die Situation im GmbH-Recht. Zwar kennt das GmbHG kein ausdrückliches Bezugsrecht der Altgesellschafter; gleichwohl erkennt die herrschende Meinung im Hinblick auf den Minderheitenschutz ein

Bezugsrecht der Altgesellschafter auf die aus einer Kapitalerhöhung resultierenden Geschäftsanteile an¹⁵.

bb) Bezugsrechtsausschluss

Von entscheidender Bedeutung ist bei Kapitalerhöhungen im allgemeinen und für VC-Geber insbesondere der mögliche **Bezugsrechtsausschluss**. Im Aktienrecht erlaubt es § 186 Abs. 3 AktG, das Bezugsrecht durch einen mit qualifizierter Mehrheit gefassten Beschluss der Hauptversammlung auszuschließen. Auch das GmbH-Recht geht davon aus, dass im Einzelfall im Kapitalerhebungsbeschluss mit der für diesen in Gesetz und Satzung vorgesehenen Mehrheit das Bezugsrecht ausgeschlossen oder eingeschränkt werden kann¹⁶.

In diesem Fall können die Altgesellschafter den relativen Umfang ihrer Beteiligung bei einer Kapitalerhöhung nicht aufrechterhalten. Neben diesen Effekt der Verwässerung bezüglich der Anteilsverhältnisse können durch den Bezugsrechtsausschluss aber auch noch Vermögensbeeinträchtigungen für den vom Bezugsrecht ausgeschlossenen Aktionär treten. Dies ist dann der Fall, wenn der „innere Wert“¹⁷ der jungen Aktie über ihrem Ausgabekurs liegt¹⁸. In dieser Situation könnte der Aktionär den Wertverlust, den die alten Aktien durch die Ausgabe von neuen Aktien erleiden, durch den Bezug neuer Aktien oder den Verkauf des Bezugsrechts ausgleichen. Der Ausschluss des Bezugsrechts nimmt ihm diese Chance.

Um diesem Vermögensverlust bei Bezugsrechtsausschluss entgegenzutreten, sieht das Aktiengesetz – abgesehen von den besonderen Mehrheitsanforderungen – vor, dass der geplante Bezugsrechtsausschluss in der Tagesordnung besonders **anzukündigen** ist, § 186 Abs. 4 S. 4 AktG sowie vom Vorstand ein Bericht zu erstatten ist, in dem auch der vorgeschlagene Ausgabebetrag zu begründen ist, § 186 Abs. 4 S. 2 AktG. Dieser Bericht muss ausführlich sein; ferner verlangt die Rechtsprechung, dass der Ausschluss des Bezugsrechts durch einen im Gesellschaftsinteresse liegenden **sachlichen Grund** gerechtfertigt sein muss¹⁹. Der Bericht darf kürzer sein, wenn die Gründe für den Bezugsrechtsausschluss offenkundig sind, er bleibt aber erforderlich; dagegen darf er in Weiterentwicklung des § 121 Abs. 6 AktG entfallen, wenn alle Aktionäre in der Hauptversammlung anwesend oder vertreten sind (Vollversammlung) und darauf

¹⁵ Lutter/Hommelhoff, 15. Aufl. § 55 GmbHG Rdnr. 20.

¹⁶ BGHZ 71, 40 (Kali und Salz); Lutter/Hommelhoff, § 55 GmbHG Rdnr. 22.

¹⁷ Der innere Wert ist der auf die einzelne Aktie entfallende Anteil am Wert der Gesellschaft.

¹⁸ Beispiel: Die vorhandenen 10 Aktien haben einen inneren Wert von € 300 Tsd.; das Grundkapital wird auf € 200 Tsd. verdoppelt. Werden die jungen Aktien zum Nennbetrag ausgegeben, muss der Aktionär, der sein Bezugsrecht ausübt, € 10 Tsd. bezahlen, um eine neue Aktie beziehen zu können. Nach Durchführung der Kapitalerhöhung verteilt sich der bisherige Wert der Gesellschaft zuzüglich der Einlagen aus der Kapitalerhöhung auf die doppelte Zahl von Aktien. Der einzelne Aktionär ist im Besitz von zwei Aktien, die im Durchschnitt nur noch je € 20 Tsd. post money wert sind (30 Tsd. + 10 Tsd. = 40 Tsd.: 2).

¹⁹ BGHZ 71, 40 = NJW 1978 1316 (Kali und Salz); BGHZ 83, 319 = NJW 1982, 2444 (Holzmann).

verzichten²⁰.

Auch im GmbH-Recht gilt, dass der Bezugsrechtsausschluss angekündigt und ausführlich mit im Gesellschaftsinteresse liegenden sachlichen Gründen begründet werden muss²¹. Dabei ist der Bezugsrechtsausschluss mit Zustimmung der betroffenen Gesellschafter auch durch mit einfacher Mehrheit zu fassenden Zuteilungsbeschluss möglich²².

In der Praxis gestaltet sich die Beteiligung eines VC-Gebers freilich so, dass die Altgesellschafter auf ihr Bezugsrecht freiwillig verzichten und nur den VC-Geber zum Bezug der neuen Anteile zulassen, damit er die erforderliche Beteiligungsquote erhält. Ein solcher Verzicht ist, da das Bezugsrecht ein Recht wie jedes andere ist, zulässig; des Berichts des Vorstands bedarf es dann von vornherein nicht, da er nur im Fall des Bezugsrechtsausschlusses erforderlich ist.

3. Verkauf von Anteilen gegen Zuzahlung in die Gesellschaft

Denkbar ist auch eine Beteiligung des VC-Gebers nicht durch Ausgabe neuer Anteile, sondern durch die Übertragung eines Teils der Gründeranteile gegen Leistung einer Zuzahlung in die Kapitalrücklage der Gesellschaft. Dieser Weg sollte aber möglichst nicht beschritten werden, da hierin ein **Veräußerungsvorgang** liegt, der gemäß § 17 EStG zur Versteuerung eines Veräußerungsgewinns führen kann. Der Veräußerungsgewinn könnte, auch wenn die Anteile als solche zu nominal verkauft werden, mittelbar in der **Zuzahlung** gesehen werden, soweit die Altgesellschafter an der Gesellschaft beteiligt bleiben, da sie in dieser Höhe an der Zuzahlung über den **Wertzuwachs ihrer Anteile** partizipieren. Allerdings entspricht diese Gestaltungsvariante im wirtschaftlichen Ergebnis der Kapitalerhöhung, für die der *BFH*²³ entschieden hat, dass die Zahlung des Agios nur ausgleicht, was die Altgesellschafter durch die Übernahme des neuen Geschäftsanteils an stillen Reserven verloren haben; daher könne von einer entgeltlichen Veräußerung des Bezugsrechts keine Rede sein. Es ist aber nicht auszuschließen, dass die Finanzbehörden und –gerichte doch die (entgeltliche) Übertragung von bereits bestehenden Anteilen seitens der Altgesellschafter eines Tages anders behandeln als diesen Fall der Kapitalerhöhung und des Erwerbs neuer Anteile.

²⁰ Hüfner, a.a.O. § 186 AktG, Rdnr. 23; Semler/Volhard, Arbeitshandbuch für die Hauptversammlung, 1999, II G 42, S. 516.

²¹ Baumbach/Hueck, a.a.O., § 55 Rdnr. 13.

²² Lutter/Hommelhoff, a.a.O., § 55 Rdnr. 23.

²³ *BFH*, Urteil v. 13.10.1992, BStBl 1993 II 477. Der *BFH* hat in dieser Entscheidung freilich in der Ausschüttung eines Teils dieses Agios, die in engem zeitlichen Zusammenhang mit der Einzahlung erfolgte, eine rechtsmissbräuchliche Gestaltung im Sinne von § 42 AO gesehen und demgemäß in Höhe der Ausschüttung an die Altgesellschafter eine Entgeltzahlung bejaht, die zu einer Versteuerung im Rahmen des § 17 EStG führt.

4. Beteiligung über Holding-Struktur

Eine Gestaltungsmöglichkeit auf höherer Ebene kann eine Holding-Lösung bieten. Diese Struktur kann dann in Betracht kommen, wenn die Gründer **mit zwei Gesellschaften operativ** tätig sind oder werden wollen, etwa wenn sie außer den inländischen auch einen ausländischen Markt erschließen wollen. Hier müssen die Beteiligungen in einer Holding-Gesellschaft zusammengefasst werden, und zwar seitens der Gründer durch Einbringung ihrer Anteile an den bereits bestehenden Gesellschaften, um eine einheitliche Finanzierung zu ermöglichen. Sucht ein ausländisches Unternehmen für den Aufbau einer deutschen Tochtergesellschaft eine VC-Finanzierung, kann eine Gestaltungsalternative darin bestehen, dem VC-Geber ein Optionsrecht auf Erwerb von Anteilen an der ausländischen Gesellschaft gegen Übertragung seiner Anteile an der deutschen Gesellschaft einzuräumen (**Exchange Option Agreement**).

III.

Wichtige Nebenabsprachen des Beteiligungsvertrages

1. Satzung und satzungsergänzende Nebenabreden

Unabhängig davon, zu welchem Zeitpunkt und in welcher rechtlichen Form sich der VC-Geber am Unternehmen beteiligt, wird er Satzung und etwaige ergänzende schuldrechtliche Vereinbarungen zwischen den (Alt)gesellschaftern sorgfältig darauf prüfen müssen, ob diese Bestimmungen enthalten, die mit seinen Interessen und Bedürfnissen nicht vereinbar sind. In diesem Fall wird er sie zu modifizieren bzw. sich durch weitere Nebenabsprachen abzusichern suchen²⁴. Zu entscheiden ist hinsichtlich dieser regelungs- bzw. anpassungsbedürftigen Punkte weiter jeweils, ob sie, sofern es sich nicht um **echte Satzungsbestimmungen** handelt, in die (zu ändernde) Satzung aufgenommen oder ob sie zum Gegenstand eigenständiger **satzungsergänzender Nebenabreden** gemacht werden²⁵. Unter solchen Nebenverträgen sind Vereinbarungen zu verstehen, die einzelne oder alle Gesellschafter zur Regelung ihrer Rechtsverhältnisse untereinander oder im Verhältnis zur AG außerhalb der Satzung treffen. Oft empfiehlt es sich, dass die Altgesellschafter ihre Rechte und Pflichten in Form einer **Konsortialvereinbarung** koordinieren, wobei sie in der Regel im Interesse eines gemeinsamen Auftretens einem einzigen Gründer Stimmrechtsvollmacht erteilen. Dies hat insbesondere bei

²⁴ Leopold/Frommann, a.a.O., S. 148ff.

²⁵ Lutter/Hommelhoff, a.a.O., § 3 Rdnr. 47ff.; Wiesner in Münch.Hdb AG, 2. Aufl. 1999, § 6 Rdnr. 1ff.; Priester, Nichtkorporative Satzungsbestimmungen bei Kapitalgesellschaften, DB 1979, 681.

einer mit Hilfe von „Friends & Family“ gegründeten Gesellschaft den Vorteil, dass es der VC-Geber nicht mit einer Vielzahl von Altgesellschaftern, sondern nur mit einem verantwortlichen Ansprechpartner zu tun hat.

Diese Vereinbarungen sind selbst dann getrennt von der Satzung zu untersuchen, wenn alle Aktionäre an der Vereinbarung beteiligt sind. Sie unterliegen nicht den Formvorschriften der §§ 23 Abs. 1 AktG, 2 Abs. 1 GmbHG bzw. der §§ 179 ff. AktG, 53 Abs. 2 GmbHG (bei Satzungsänderungen) und nicht der Publizität des Handelsregisters. Gerade deshalb, aber auch um das Verfahren der Satzungsänderung mit seinen Mehrheitserfordernissen zu vermeiden, sind sie besonders interessant. Nebenabreden werden somit vorzugsweise in eigenen Beteiligungsverträgen getroffen. Legt der VC-Geber Wert auf eine rechtliche Verfestigung der Beziehungen der Altgesellschafter über eine rein schuldrechtliche Konsortialvereinbarung hinaus, ist es auch nicht ungewöhnlich, dass die Altgesellschafter ihre Anteile in eine **Gesellschaft bürgerlichen Rechts** einbringen, deren gesellschaftsrechtliche Regelungen denen einer Konsortialvereinbarung entsprechen und in der die Anteile gesamthänderisch gebunden sind.

Das Hauptaugenmerk des VC-Gebers liegt auf den folgenden Nebenabsprachen:

- Zusicherungen und Garantien
- Mitwirkungs-, Informations- und Kontrollrechte
- Einrichtung eines Beirats oder Aufsichtsrats
- Regelungen zur Übertragung von Geschäftsanteilen
- Wettbewerbsklausel
- Liquidationspräferenz und Exitabsprachen

2. Zusicherungen und Garantien

Im Normalfall der durch Kapitalerhöhung vollzogenen Beteiligung an einer GmbH/AG sichern die Gesellschaft und die Altgesellschafter in der notariellen Urkunde dem VC-Geber regelmäßig zu bzw. garantieren, dass bestimmte Angaben zu den Eckpunkten der Unternehmenssituation, die sämtlich schon Gegenstand der Due Diligence gewesen sein können, **vollständig** und **richtig** sind. Diese Zusicherungen und Garantien begründen hierbei grundsätzlich keine mitgliedschaftlichen Rechte und Pflichten, die als förmliche Satzungsänderungen gemäß §§ 53 Abs. 2 S. 1 GmbHG, 130 Abs. 1 AktG beurkundungspflichtig wären. Sie können somit auch durch schuldrechtliche Nebenabsprachen formlos begründet, geändert oder aufgehoben werden.

Derartige Garantien können beispielsweise betreffen:

- Errichtung und Bestand der Gesellschaft

- Abschlüsse der Gesellschaft
- Beteiligungsbesitz
- gewerbliche Schutzrechte
- Wettbewerbsverbote
- behördliche Genehmigungen und Konzessionen, Versicherungen
- Versicherungsschutz
- Rechtsstreitigkeiten
- Steuerpflichten, Sozialabgaben und sonstige öffentliche Abgaben
- Nichtvorhandensein von Verträgen, die die Gesellschaft in ihrer Geschäftstätigkeit oder in ihrer Wettbewerbsfreiheit wesentlich beeinträchtigen können
- ungewöhnliche Rechtsgeschäfte und Risiken.

Im einzelnen ist dabei auszuverhandeln, inwieweit Garantien **ohne Rücksicht auf Verschulden** abgegeben werden oder ob die Gründer nur die **Unkenntnis** von bestimmten nachteiligen Umständen versichern, bspw. dass „nach Kenntnis“ keine Umstände vorliegen, die den Bestand der Schutzrechte des Unternehmens in Frage stellen. In diesen Fällen, die nicht zweifelsfrei abklärbare Risiken betreffen, muss der VC-Geber entscheiden, ob ihm gutachterliche Stellungnahmen von Beratern oder die Erkenntnisse der Due Diligence genügen. In jedem Fall erscheint es aber sachgerecht, die Garantiehaftung der Gründer der Höhe nach auf das seitens des VC-Gebers **einbezahlte Kapital** zu **begrenzen**.

3. Mitsprache-, Informations- und Kontrollrechte

Die Gesellschafter haben gesetzliche Auskunfts- und Informationsrechte gegenüber Geschäftsführung und Vorstand (§ 51 a GmbHG, § 131 AktG). Diese gesetzlichen Rechte werden den Interessen des VC-Gebers an Mitsprache, Information und Kontrolle aber nicht gerecht, denn auch wenn dieser durch den Erwerb von Gesellschaftsanteilen nur ein Gesellschafter unter anderen wird, so ist er tatsächlich doch meistens ein Gesellschafter mit hervorgehobener Stellung. Eine Ordnung in der Satzung ist deshalb zulässig und geboten²⁶. Der VC-Geber wird folglich darauf achten, dass Maßnahmen, die über den Rahmen des üblichen Geschäftsbetriebes hinausgehen, seiner (bzw. der des Beirats oder Aufsichtsrats) vorherigen schriftlichen Zustimmung bedürfen. Zu solchen zustimmungspflichtigen Geschäften können insbesondere

²⁶ Lutter/Hommelhoff, a.a.O., § 51 a GmbHG Rdnr. 32f.

gehören²⁷:

- Änderung des Gesellschaftsvertrages des Beteiligungsunternehmens
- Aufnahme neuer Gesellschafter, bzw. Aufhebung stiller Beteiligungsverträge
- Änderung der Beteiligungsverhältnisse
- Bestellung und Abberufung des Vorstands
- Abschluss, Änderung und Aufhebung von Unternehmensverträgen (Beherrschungs- oder Gewinnabführungsverträgen, §§ 291ff. AktG)
- Abschluss, Änderung und Aufhebung von Verträgen über die Vergabe oder den Erwerb von Firmenrechten bzw. gewerblichen Schutzrechten
- Übernahme von anderen Unternehmen
- die Gewährung von Krediten bzw. die Stellung von Sicherheiten für Kredite an Gesellschafter oder Angehörige oder verbundene Unternehmen.

Vom Zustimmungserfordernis werden üblicherweise solche Geschäfte ausgenommen, die schon in der genehmigten Jahresplanung enthalten sind.

Darüber hinaus bedingt sich der VC-Geber regelmäßig aus, unaufgefordert über alle Ereignisse und Sachverhalte **informiert** zu werden, die für die geschäftliche Entwicklung des Beteiligungsunternehmens von wesentlicher Bedeutung sind. Hierzu gehören insbesondere Informationen über den Gesellschafterbestand, Unternehmensverträge, die Geschäftsführung, die Miet- und Pachtverträge, Firmenbezeichnungen und gewerbliche Schutzrechte, die Geschäftspolitik des Beteiligungsunternehmens sowie – jeweils unter der Angabe von Wertgrenzen – Termingeschäfte über Devisen, Wertpapiere und sonstige gehandelte Waren und Rechte. Dieser Informations- und Kontrollrechte bedarf der VC-Geber im Falle der Beteiligung auch von öffentlichen Fördermittelgebern schon deshalb, weil er selbst eigenen Informations- und Kontrollpflichten ihnen gegenüber zu genügen hat.

Weitergehend mag es auch sinnvoll erscheinen, über die gesetzlichen Regeln hinaus die Pflicht des Managements zur Einrichtung eines **Risikofrüherkennungssystems** und die Aufgaben des strategischen Managements²⁸ klar und präzise vorzugeben, um auszuschließen, dass es die jungen Unternehmen im ersten Überschwang der gelungenen Finanzierung versäumen, über den Tellerrand des Tagesgeschäfts hinauszuschauen und sich auch um die wichtige mittel- und langfristige Planung der Zukunft des Unternehmens zu kümmern. Auch das Management selbst

²⁷ Leopold/Frommann, a.a.O., S. 145ff., Geigenberger, a.a.O., S. 133, 153ff:

²⁸ Vgl. § 91 Abs. 2 AktG; ausführlich zu den Zielen und Elementen des Risikofrüherkennungssystems Lück, DB 1998, 8ff., 1925ff.

sollte sich regelmäßig auf den Prüfstand eines **Management Audits** stellen lassen²⁹.

4. Aufsichtsrat/Beirat

So gut wie immer erhält der VC-Geber das Recht, ein Mitglied des Aufsichtsrats bzw. eines einzurichtenden Beirats des Unternehmens zu benennen. Über einen ggf. zusätzlich eingerichteten **wissenschaftlichen Beirat** lässt sich weitere Expertise und Unterstützung für das Management erreichen. Der Beirat hat vor allem die Aufgabe, die Gesellschaft bei der Geschäftsführung zu beraten. Zu diesem Zweck kann er von ihr jederzeit Auskunft über alle Angelegenheiten der Gesellschaft verlangen und sich auch selbst aus den Büchern und Schriften der Gesellschaft informieren. Ungeachtet der zentralen Bedeutung dieses Entsendungsrechts verankern die meisten VC-Geber es nicht in der Satzung, sondern regeln es im Beteiligungsvertrag, um es nicht offen zu legen.

5. Übertragung von Geschäftsanteilen (Veräußerungsbeschränkungen)

a) Zustimmungsvorbehalt, Andienungspflicht, Vorkaufsrecht

Grundsätzlich haben alle Gesellschafter ein starkes Interesse daran, Regelungen zu treffen, die die Gesellschaft davor schützen, dass unerwünschte Gesellschafter in sie eindringen und sich die Beteiligungsverhältnisse verändern. Diesen Zweck verfolgen Regelungen, die die Übertragung von Geschäftsanteilen an Dritte bis zur Realisierung eines Exit möglichst einschränken. So können Anteile grundsätzlich nicht an Dritte mit oder ohne Gegenleistung übertragen werden, wenn nicht vorher die Zustimmung der jeweils anderen Partei eingeholt worden ist (**Zustimmungsvorbehalt**). Selbst wenn diese Zustimmung vorliegt, kann der Gesellschafter, der sich von seinen Anteilen trennen will, weiter dazu verpflichtet sein, seine Anteile zunächst den Mitgesellschaftern im Verhältnis ihrer Beteiligung an der Gesellschaft zum Erwerb anzubieten (**Andienungspflicht**). Für den Fall, dass ein Gesellschafter seine Beteiligung ganz oder teilweise überträgt, ohne diesen Voraussetzungen genügt zu haben, kann zugunsten der übrigen Gesellschafter gemäß §§ 504 ff. BGB ein **Vorkaufsrecht** im Verhältnis ihrer Beteiligung an der Gesellschaft vereinbart werden. Eine Ausnahme von diesen Verfügungsbeschränkungen wird in der Regel für (ggf. nochmals der Höhe nach beschränkte) Übertragungen im Kreis der Gründer oder zugunsten ihrer Familienangehörigen bzw. zugunsten mit dem VC-Geber verbundener Fonds

²⁹ Hengst, Management Audit: Ein bisher noch unentdecktes Revisionsfeld oder Teil von TQM, Interne Revision 2000, 61; Brand-Noé, Prüfung und Beurteilung der Personalarbeit – ein Bestandteil des Management Audits? Interne

vorgesehen.

b) Vinkulierung bei AG und GmbH

Bei der Gestaltung der Satzung einer AG ist jedoch sehr sorgfältig zu prüfen, in welchem Umfang überhaupt Verfügungsbeschränkungen wirksam aufgenommen werden können. So darf die Verkehrsfähigkeit von Inhaberaktien in der Satzung nicht eingeschränkt werden, was aus dem in § 137 BGB verankerten Grundsatz der freien Verfügbarkeit über veräußerliche Rechte folgt. Eine Ausnahme hiervon sieht nur § 68 Abs. 2 S. 1 AktG für Namensaktien vor, wonach die Satzung die Übertragung von Aktien an die Zustimmung der Gesellschaft binden kann (**vinkulierte Namensaktien**). Über den von § 68 Abs. 2 AktG gesteckten Rahmen hinaus kann die Übertragbarkeit der Aktie in der Satzung nicht mit dinglicher Wirkung, d.h. wirksam gegenüber jedermann, eingeschränkt werden, womit Andienungspflichten und Vorkaufsrechte nicht wirksam angeordnet werden können³⁰. Der Aktionär kann sich somit solchen weiteren, im Interesse der AG liegenden Beschränkungen nur schuldrechtlich unterwerfen. Solche Vereinbarungen binden aber nur den betroffenen Aktionär und verhindern gemäß § 137 BGB pflichtwidrige Verfügungen nicht mit dinglicher Wirkung³¹. Regelungen zur Beschränkung oder Öffnung des Kreises der Aktionäre durch Vorerwerbs- und Vorkaufsrechte finden sich daher häufig im schuldrechtlichen Beteiligungsvertrag und nicht in der Satzung der AG³². Allerdings kann in der Satzung als Sanktion für eine pflichtwidrige Verfügung über Aktien der Ausschluss dieses Aktionärs vorgesehen werden.

Im GmbH-Recht erlaubt § 15 Abs. 5 GmbHG die **Vinkulierung** von Geschäftsanteilen. Die Satzung kann als Inhalt der Mitgliedschaft jede Form der Beschränkung bis hin zum Ausschluss der dinglichen Übertragbarkeit festlegen. Zustimmungsvorbehalte, Vorkaufs-, Ankaufs- und Erwerbsrechte sind daher häufig Satzungsinhalt³³, können aber auch in Nebenabreden vereinbart werden.

Revision 2000, 204 ff.

³⁰ *Wiesner* in Münch Hdb AG, 2. Aufl. 1999, § 14 Rdnr. 18; *Hüffer*, a.a.O. § 68 AktG Rdnr. 11.

³¹ *Wiesner*, § 14 Rdnr. 18; *Palandt/Heinrichs*, 60. Aufl. § 137 BGB Rdnr. 2f.

³² *OLG Karlsruhe*, AG 1990, 499; *LG Offenburg*, AG 1989, 134, 137.

³³ *Lutter/Hommelhoff*, a.a.O., § 15 Rdnr. 38.

6. Mitveräußerungsrechte und -pflichten

Unabhängig von Zustimmungspflichten bei der Übertragung von Anteilen enthält die Satzung häufig **Mitveräußerungsklauseln**³⁴. Solche Klauseln ermöglichen dem VC-Geber den Ausstieg gemeinsam mit den Gründern, können im Extremfall aber auch dazu führen, dass die Gründer nach einer bestimmten Frist gegen ihren Willen ihre Beteiligungen verkaufen müssen. Ihr Trost kann allerdings zum einen darin bestehen, dass häufig der Käufer verlangen wird, dass Gründer und Management am Unternehmen beteiligt bleiben, um sich ihr Know-how zu sichern, zum anderen, dass der VC-Geber zu einem Zeitpunkt veräußert, in dem ein optimaler Unternehmenswert erzielt werden kann, von dem dann auch die übrigen Gesellschafter profitieren. Die Klauseln realisieren das Ziel des gemeinsamen Ausstiegs auf verschiedenen Wegen: Ein **Mitveräußerungsrecht (take along-Klausel)** verpflichtet die Mehrheitsgesellschafter im Interesse der Minderheit dazu, im Falle eines Verkaufs von Geschäftsanteilen außerhalb des bestehenden Gesellschafterkreises es auch den Minderheitsgesellschaftern zu ermöglichen, zu den gleichen Konditionen zu verkaufen. Die **Mitveräußerungspflicht (drag along-Klausel)** der Minderheitsgesellschafter gibt der Mehrheit den Hebel in die Hand, auch 100% der Geschäftsanteile verkaufen zu können. Derartige Klauseln gewinnen vor allem in Zeiten einer schwächeren Börse an Bedeutung, wenn nämlich der **trade sale** für den VC-Investor zur einzig wirklich realistischen Form des Exit wird.

7. Wettbewerbsverbote und Bindung des Managements

a) Wettbewerbsverbot

Üblicherweise werden in der Satzung auch **Wettbewerbsverbote** für die Gründer oder sonstige Know-how-Träger vereinbart. Das Know-how der Gründer lässt sich auch durch ein **nachvertragliches** Wettbewerbsverbot absichern, wobei zu beachten ist, dass bei Gesellschaftern die Beschränkungen der §§ 74ff. HGB nicht gelten; auch gegenüber Organen der Gesellschaft (Vorstand, Geschäftsführer) muss keine Karenzentschädigung vereinbart werden, jedoch ist stets zu prüfen, inwieweit das Wettbewerbsverbot eine gem. § 138 BGB unbillige Behinderung des beruflichen Fortkommens darstellt³⁵. Ein inhaltlich und räumlich eingeschränktes sowie zeitlich auf maximal zwei Jahre beschränktes nachvertragliches Wettbewerbsverbot wird jedoch außerhalb des Anwendungsbereichs der §§ 74 ff. HGB als wirksam anzuerkennen sein³⁶. Dennoch ist es in der Praxis durchaus üblich, den Gründern im Vorstands- oder Geschäftsführervertrag eine

³⁴ Geigenberger, S. 134.

³⁵ Ensthaler/Etzel, 6. Aufl. 1999, GK-HGB vor §§ 59–83 Rdnr. 8, BGHZ 91, 1, 3ff. (für die GmbH); Hüffer, a.a.O., § 89 AktG, Rdnr. 10.

Karenzenschädigung entsprechend §§ 74 ff. HGB zuzugestehen.

b) Anteilseinzziehung

Sofern manche VC-Geber die Möglichkeit des **Ausschlusses** eines Gründungsgesellschafters für den Fall vorsehen wollen, dass dieser seine Managementposition verliert, dürfte dies nicht akzeptabel und überdies gefährlich sein; dies deshalb, weil z.B. die Abberufung der Organmitglieder bei der GmbH grundsätzlich gemäß § 38 Abs. 1 GmbHG zu jeder Zeit und bei der AG gemäß § 84 Abs. 3 AktG im Fall der „Zerrüttung“ des Vertrauensverhältnisses möglich ist. Denkbar – und durchaus üblich – ist es jedoch, ein Einziehungsrecht hinsichtlich des Anteilsbesitzes des aktiven Managements vorzusehen, das sich über die Zeitdauer der Tätigkeit für das Unternehmen bis auf Null reduziert und dessen Umfang danach differenziert, aus welchem Grund der Manager ausscheidet, insbesondere ob er selbst diesen Grund zu vertreten hat (**negatives Vesting**). Diese Regelung dient der ausgewogenen **Bindung** des Managements an das Unternehmen. Mit Verbleib der vereinbarten Mindestdauer im Unternehmen steht dem Management der anfänglich eingeräumte Anteilsbesitz unentziehbar zu. Zu beachten ist, dass die Zwangseinziehungsmöglichkeit in der Gründungssatzung oder durch eine Satzungsänderung vor Übernahme der Aktien vorgesehen sein muss, §§ 237 Abs. 1 AktG, 34 Abs. 2 GmbHG; andernfalls ist die Einziehung oder nachträgliche Satzungsergänzung nur mit Zustimmung aller betroffenen Gesellschafter zulässig³⁷.

8. Exit-Absprachen

a) Definition des Zeitraums der Beteiligung

Vorteilhaft ist es, wenn sich Gründer und VC-Geber grundsätzlich über die Zeitdauer der Zusammenarbeit, des Exit-Zeitpunkts und etwaige weitere Finanzierungsrunden verständigen. Der Zeitraum bis zum Exit sollte dem Unternehmen ausreichend Zeit für seinen Reifeprozess lassen und nicht nur durch die Renditeüberlegungen des VC-Gebers bestimmt sein. Hilfreich ist es unter Umständen auch, dass statt eines festen Zeitrahmens Alternativ-Szenarien gebildet werden, die die Bandbreite der voraussichtlichen Entwicklung mit den jeweils geeigneten Exit-Szenarien in Verbindung bringen, so dass im Verlauf der Unternehmensentwicklung der Zeitpunkt und die Art des Exit zwischen den Parteien bereits im Grundsatz vereinbart ist.

³⁶ *Palandt/Heinrichs*, 60. Auflage § 138 BGB Rdnr. 104 ff.

³⁷ *Hüffer*, a.a.O., § 237 AktG Rdnr. 7 f.; *Baumbach/Hueck*, a.a.O., § 34 GmbHG Rdnr. 7.

b) Wechselseitige put/call-Option

In besonderen Fällen kann es auch angezeigt sein, für bestimmte Fallkonstellationen (bspw. Nichterreichen von Meilensteinen, grundlegender Dissens über die Geschäftspolitik) eine wechselseitige **put/call-Option** vorzusehen, die den Ausstieg einer der Parteien herbeiführt. Diese Regelung sieht das Recht jeder Seite vor, der jeweils anderen Partei alle ihre Anteile zu einem vom Anbieter frei zu bestimmenden Preis anzubieten; nimmt die andere Partei dieses Angebot nicht innerhalb einer festzulegenden Frist an, ist sie ihrerseits verpflichtet, ihre Anteile zu dem von der Gegenseite genannten Preis an diese zu verkaufen. Diese „**show down**“-Klausel (nur ein Gesellschafterstamm bleibt übrig) reguliert den Preis sachgerecht von allein, da jeder, der von der put-Option Gebrauch macht, seinerseits damit rechnen muss, sich für diesen Preis eine call-Option einzuhandeln.

c) Liquidationspräferenz

Eine weitere, in der Praxis besonders wichtige Regelung ist die **Liquidationspräferenz** zugunsten des VC-Gebers. Diese Regelung sieht zugunsten des VC-Gebers vor, dass er bei Auflösung und Liquidation der Gesellschaft vorberechtigt vor den übrigen Gesellschaftern seine Einlage einschließlich aller geleisteten Zuzahlungen zurückerhalten soll³⁸. Diese Regelung wird oft auch auf den Fall des Verkaufs aller Gesellschaftsanteile oder aller Vermögenswerte der Gesellschaft bezogen. Da der VC-Geber in all diesen Fällen aber auch noch eine Teilhabe am verbleibenden Erlös entsprechend den Beteiligungsverhältnissen fordert, kann dies gerade in den Fällen eines auch aus Sicht des VC-Gebers geglückten trade sale zu einer sachlich nicht gerechtfertigten Bevorzugung des VC-Gebers führen, nämlich dann, wenn die Liquidationspräferenz mitsamt dem Anteil am Resterlös die Quote des VC-Gebers am Gesamterlös, die auf ihn entsprechend den Anteilsverhältnissen entfiel, übersteigt. Hier überschreitet die Liquidationspräferenz ihren **Sinn eines Investmentschutzes** bei einer Verschlechterung der Lage des Unternehmens, die zur Aufgabe des gemeinsamen Vorhabens in Form der Liquidation führt.

³⁸ Oft wird freilich nicht bedacht, dass die Erlösverteilung bei Liquidation erst nach Ablauf einer Sperrfrist von einem Jahr ab der dritten Bekanntmachung des Gläubigeraufrufs in den Gesellschaftsblättern möglich ist (§§ 272 Abs. 1 AktG, 73 Abs. 1 GmbHG). Dies gilt auch für kapitaleretzende Gesellschafterdarlehen, da es sich hierbei nicht um eine reguläre Drittverbindlichkeit handelt (*Lutter/Hommelhoff*, a.a.O., § 73 GmbHG Rdnr. 2 sowie *Hüffer*, a.a.O., § 272 AktG Rdnr. 3).

IV.

Sonstige selbständige Regelungen außerhalb des Beteiligungsvertrags

1. Kombination mit Stiller Beteiligung

Die ergänzende Vereinbarung einer Stillen Beteiligung hat im Rahmen der Beteiligungsverträge mit VC-Gebern geringere Bedeutung³⁹. Die Kombination von direkter und Stiller Beteiligung dient dazu, Finanzierungslücken zu schließen, die sich aus einem geringen Unternehmenswert einerseits und einem hohen Finanzierungsbedarf andererseits ergeben. Der Stille Gesellschafter erhält am Ende der Beteiligung seine Einlage nebst ggf. vereinbarter Endvergütung zurück oder erhält das Recht, diese in Anteile der Gesellschaft umzuwandeln. Verhandlungssache ist darüber hinaus auch, wie hoch die Stille Einlage zu verzinsen ist. Regelmäßig wird eine feste Verzinsung sowie ein gewinnabhängiges Entgelt vereinbart. Das gewinnabhängige Entgelt berechnet sich am positiven Jahresergebnis des Beteiligungsunternehmens und wird auf einen bestimmten Höchstbetrag der Einlage der Stillen Beteiligung beschränkt. Gleichfalls ist zwischen den Parteien zu verhandeln, wann die Zinsverpflichtung einsetzt. Sofort einsetzende bzw. zu hohe Zinsverpflichtungen bergen das Risiko, dem Unternehmen die Liquidität, die ihm mit der rechten Hand zur Verfügung gestellt worden ist, mit der linken Hand gleich wieder zu entziehen.

2. Dienstverträge von Vorstand/Geschäftsführung; Geschäftsordnungen

Darüber hinaus wird der VC-Geber darauf drängen, die Anstellungsverträge des Vorstands bzw. der Geschäftsführung mitgestalten zu können, sowie darauf, dass der Aufsichtsrat dem Vorstand baldmöglichst eine **Geschäftsordnung** gibt, die Zustimmungsrechte des Aufsichtsrates vorsieht, die weitgehend den in der Satzung geregelten Zustimmungsvorbehalten entsprechen. Gleichfalls ist es üblich zu vereinbaren, dass für die geschäftsführenden Gründer **Risikolebensversicherungen** abgeschlossen werden, die in ihrer Mindestlaufzeit der Dauer der ebenfalls vertraglich abgesicherten Arbeitsverpflichtung der Versicherten in der Gesellschaft entsprechen. Auch der Abschluss einer **Directors and Officers (D & O)-Versicherung** sollte grundsätzlich vorgesehen werden.

3. Einbringung von Patenten und Schutzrechten

Sofern die Gründer Patente und Schutzrechte noch nicht in das Unternehmen eingebracht haben, muss dies im Zusammenhang mit dem Beteiligungsvertrag geschehen. Da der VC-Geber seine

³⁹ Im Vordergrund steht dies bei *Leopold/Frommann*, a.a.O., S. 147f.

Bewertung des Unternehmens im Zweifel bereits mitentscheidend auf diese Schutzrechte gestützt hat, wird dies unentgeltlich erfolgen. In diesem Fall besteht auch die Problematik einer **Nachgründung**, die auch nach der Neufassung des § 52 AktG durch das NaStraG⁴⁰ nach wie vor für das Verhältnis zu Gründern relevant bleibt, nicht. Darüber hinaus werden sich die Gründer in der Regel dazu verpflichten müssen, auch alle weiteren künftigen Erfindungen im Bereich des Unternehmensgegenstands der Gesellschaft zu überlassen.

4. Mitarbeiterbeteiligung

Da viele Unternehmen kompetente Mitarbeiter nur gewinnen können, wenn sie diese unmittelbar und frühzeitig am Kapital der Gesellschaft beteiligen, kann schon der Beteiligungsvertrag die Grundzüge eines Mitarbeiterbeteiligungsprogramms enthalten. Ferner sollte der Beteiligungsvertrag regeln, wie ein künftiges Mitarbeiterbeteiligungsmodell, dass zu einer Verwässerung der angestrebten Beteiligungsquote des VC-Gebers führt, gespeist wird. Ist der VC-Geber nicht bereit, eine solche Verwässerung zu akzeptieren, etwa weil das Gründerteam noch nicht vollständig ist und diese Lücke über ein Mitarbeiterbeteiligungsprogramm geschlossen werden muss, wird er seine Anteilsquote auf das entsprechend erhöhte Kapital berechnen, also mehr Anteile für dasselbe Investment und somit eine günstigere Bewertung je Aktie verlangen. In der Regel werden sich die Parteien jedoch darauf verständigen, dass sie beide – Gründer und VC-Geber – ein solches Mitarbeiterbeteiligungsprogramm gemeinsam tragen und insoweit beidseits auf ihr Bezugsrecht bei der hierfür erforderlichen bedingten Kapitalerhöhung verzichten.

5. Managementunterstützung

Sofern der VC-Geber weitergehende Managementunterstützung anbietet, kann der Abschluss eines **Beratungsvertrages** in Betracht kommen, in dem genau festgelegt werden sollte, welche Beratungsleistungen der VC-Geber zu erbringen hat⁴¹.

⁴⁰ Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung vom 25.01.2001 BGBl. Teil I 2001, 123ff.; zur Neuregelung des § 52 AktG: *Noack*, DB 2001, 27ff.; *Priester*, DB 2001, 467ff.; *Pentz*, NZG 2000, 225ff.

⁴¹ Zu den Leistungen des Lead Investors im einzelnen *Weitmauer*, a.a.O., C 51ff.

V.

Abschluss und Vollzug des Beteiligungsvertrags

Nach Abschluss der Ausarbeitung des Vertrags kommt es zum Notartermin, bei dem der Beteiligungsvertrag abgeschlossen wird. Dieser wird, da hiermit regelmäßig eine Satzungsänderung, insbesondere im Fall der Kapitalerhöhung, verbunden sein wird, notariell beurkundet. Soweit auch eine Verpflichtung zu einer weiteren künftigen Kapitalerhöhung (insbesondere im Fall der oben dargestellten Aufspaltung des Beteiligungsvorgangs in verschiedene Finanzierungstranchen) vorgesehen wird, ist auch diese Verpflichtung mit zu beurkunden, da es sich um ein einheitliches Geschäft handelt, dies unabhängig von der Frage, ob die bloße vorvertragliche Verpflichtung zur Kapitalerhöhung für sich genommen einer notariellen Form bedarf oder nicht.

Sind die Vertragspartner auch eine Stille Beteiligung miteinander eingegangen, so ist in einer Haupt- bzw. Gesellschafterversammlung des Beteiligungsunternehmens Beschluss über die Zustimmung zum Abschluss des Stillen Gesellschaftsvertrags zu fassen. Der Stille Gesellschaftsvertrag ist, gleich ob es sich um eine typisch oder atypisch Stille Beteiligung handelt, als **Teilgewinnabführungsvertrag** im Sinne von § 292 Abs. 1 Nr. 2 AktG zu qualifizieren⁴² und bedarf infolgedessen bei der AG zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung der Hauptversammlung, § 292 Abs. 1 Satz 1 AktG sowie der Anmeldung zur Eintragung in das Handelsregister, § 294 Abs. 1 Satz 1 AktG. Zumindest nach einem gewichtigen Teil der Literatur gilt dies auch für die **GmbH**⁴³ mit der weiteren Folge, dass der zustimmende Beschluss der Gesellschafterversammlung als satzungsändernder Beschluss zu verstehen ist, der somit mindestens der ¾-Mehrheit und der notariellen Beurkundung bedarf⁴⁴. Beteiligen sich die Gründer zugleich als Stille Gesellschafter, so wird man dies nicht zusätzlich den Nachgründungsregeln des § 52 AktG zu unterstellen haben. Denn die Nachgründung bezieht sich ausschließlich auf schuldrechtliche Geschäfte und unterstellt diese unter den in § 52 AktG definierten Voraussetzungen aus Gründen des Umgehungsschutzes den entsprechenden Anforderungen einer Sachgründung. Bei einem Stillen Gesellschaftsverhältnis

⁴² Hüffer, a.a.O., § 292 AktG Rdnr. 15.

⁴³ So Scholz/Emmerich, a.a.O., Anh. Konzernrecht Rdnr. 217 sowie Förtsche, in Beck Bilanz-Kommentar, 4. Aufl., § 277 Rdnr. 10; a.A. Blaurock, Handbuch Stille Gesellschaft, 5. Auflage, Rdnrn. 353 f. mit der Begründung, anders als ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, den der BGH im Supermarkt-Beschluss, BGHZ 105, 324, auch bei der GmbH entsprechend §§ 293, 299 AktG behandelt hat, sei der Teilgewinnabführungsvertrag nur ein schuldrechtlicher Austauschvertrag und seien die GmbH-Gesellschafter nicht so schutzwürdig wie Aktionäre.

⁴⁴ Baumbach/Hueck, a.a.O., GmbH-KonzernR Rnd-Nr. 37 a.

handelt es sich jedoch, anders als bei einem Darlehen, nicht um ein schuldrechtliches Verkehrsgeschäft, sondern um eine gesellschaftsrechtliche Beteiligung⁴⁵.

⁴⁵ *Müko/Pentz*, § 52 AktG Rdnr. 13.