

Eckart, Köster & Kollegen

Rechtsanwälte



Raising Venture Capital Der Ablauf von Wagniskapitalfinanzierungen

Disclaimer:

Diese Zusammenstellung beinhaltet keine auf den Einzelfall zugeschnittenen rechtlichen Problemlösungen und stellt keine Rechtsberatung im Einzelfall dar. Eine etwa notwendige rechtliche Beratung im Einzelfall kann durch die nachfolgenden Darstellungen nicht ersetzt werden, diese stellen lediglich in Auszügen typische Geschehensabläufe bei Venture Capital Investitionen unter Geltung des Rechts der Bundesrepublik Deutschland dar.

Insbesondere kann die rechtliche Beurteilung auftretender Fallkonstellationen eine einzelfallsabhängige komplexe Prüfung erfordern. Bitte nehmen Sie hierzu Kontakt mit einem fachkundigen Rechtsanwalt auf.

Einleitung

Im Ursprung in den USA entstanden, hat sich inzwischen eine rege Venture Capital Kultur in Europa und insbesondere in Deutschland entwickelt. Gründer entscheiden sich in der Zwischenzeit seltener für eine „klassische“ Fremdfinanzierung durch Banken und immer häufiger für eine Finanzierung durch institutionelle oder private Investoren. Oftmals ist der Kapitalbedarf zur Entwicklung und Marktplatzierung einer innovativen Idee zu hoch, als dass eine Finanzierung über „family & friends“ diesen noch decken könnte. In solchen Fällen kommt der Gründer um die Aufnahme von Kapital von Dritten nicht herum. Da eine solche Finanzierung mit dem Verlust von Unternehmensanteilen oder zumindest mit dem Verlust von (hoffentlich eintretenden) Gewinnanteilen verbunden ist, empfiehlt es sich, im Vorfeld auf

Eckart, Köster & Kollegen Rechtsanwälte

Kanzlei München-Mitte | Widenmayerstraße 48 | 80538 München

Tel. +49 89 29 08 26 0 | Fax +49 89 29 12 16 | E-Mail: mail@eckartlaw.de

ein paar Rahmenbedingungen zu achten, um nicht an den „falschen“ Investor zu geraten oder bei Vertragsverhandlungen das Nachsehen zu haben.

Arten von Venture Capital Investoren

Grundsätzlich lassen sich folgende Arten von VC-Gebern unterscheiden:

→ Corporate Venture Capital Gesellschaften (CVC)

Bei Corporate Venture Capital Gesellschaften handelt es sich um Unternehmen, die in einen bestehenden Konzern integriert sind und die Aufgabe haben, dem Konzern einen Zugang zu innovativen neuen Ideen zu eröffnen (sog. „Window on Technology“). Sie zeichnen sich dadurch aus, dass sie einem Gründer nicht lediglich Kapital zur Verfügung stellen, sondern gewähren ihm zugleich Zugriff auf Know-how, Vertriebskanäle, oftmals auch Infrastruktur und sonstige Ressourcen. Eine Beteiligung durch eine CVC Gesellschaft kann dem Gründer daneben einen probaten Weg für einen Exit eröffnen, indem die Anteile des Gründers im Erfolgsfalle von der CVC Gesellschaft übernommen und das Unternehmen in den bestehenden Konzern integriert werden kann. Typischerweise allerdings investieren CVC Gesellschaften nur in solche Start-Ups, die von ihrem Geschäftsmodell her zu dem bestehenden Konzern passen.

→ Angel Investoren

Private Investoren stammen häufig aus dem Freundes- und Familienkreis des Gründers, bisweilen aber treten auch Personen in Erscheinung, die mit dem Gründer aus Anlass der Unternehmensgründung erstmalig in Kontakt geraten. Oftmals handelt es sich dabei um erfahrene Unternehmerpersönlichkeiten, die eine innovative Idee finanziell und mit Know-how unterstützen (sog. „Business Angels“). Je nach Art der Unterstützung unterscheidet man zwischen sog. „Finanzierungs Angels“, „Unternehmer Angels“ oder „Berater Angels“.

→ Institutionelle Investoren

Bei institutionellen Investoren handelt es sich um die „klassischen“ Venture Capital Investoren. Sie sind zumeist als Fonds strukturiert, die ihrerseits Kapital bei anderen institutionellen Anlegern wie Banken, Pensionsfonds, Versicherern, Dachfonds, Unternehmen oder vermögenden Privatpersonen eingesammelt haben und in junge innovative Unternehmen in der Hoffnung auf erhebliche Profite investieren. Sie zeichnen sich insbesondere dadurch aus, dass sie bezüglich des jeweiligen Investitionsfonds über eine begrenzte Laufzeit verfügen und sich daher innerhalb eines überschaubaren Zeitraums von der erworbenen Beteiligung wieder trennen müssen. Inzwischen existieren institutionelle Investoren für alle denkbaren Branchen und Entwicklungsstadien (also z.B. „Seed“, „Early Stage“, „Growth“, „Bridge“ und dergleichen). Institutionelle Investoren verfügen zumeist über spezifische Branchenkenntnisse und können daher neben Kapital auch wertvolles Know-how beisteuern.

→ Öffentliche Investoren

Öffentliche Investoren existieren grundsätzlich auf Bundes- und Landesebene. Ihre Besonderheit liegt darin, dass sie mit Investitionen einen öffentlichen Zweck verfolgen, also beispielsweise die Schaffung von Arbeitsplätzen oder Stärkung der regionalen Wirtschaft.

Sie sind daher nicht primär darauf bedacht, innerhalb kurzer Zeit einen profitablen Exit zu erreichen. Öffentliche Investoren begeben Wagniskapital allerdings nur dann, wenn sich zugleich ein anderer Investor als Kapitalgeber an dem Start-Up beteiligt.

→ Inkubatoren

Eine in Deutschland nicht sehr weit verbreitete Art von Venture Capital Investor sind die sog. Inkubatoren. Dabei handelt es sich um Unternehmen, die nicht primär das Ziel der Investition von Kapital verfolgen, sondern das Start-Up durch Zurverfügungstellung von Infrastruktur, Know-how und Beratung in der Frühphase unterstützen.

→ Crowd Investoren

Eine in der jüngeren Vergangenheit zunehmend an Bedeutung gewinnende Art von Investoren sind die sog. Crowd Investoren. Diese Form der Wagniskapitalfinanzierung besteht darin, dass nicht einer oder wenige Investoren jeweils größere Kapitalbeträge zur Verfügung stellen, sondern eine große Gruppe von Personen sog. Micro Investments mit drei- bzw. moderat vierstelligen Investitionsvolumina tätigt. Inzwischen existieren dazu Plattformen im Internet, über die investitionswillige Personen mit Gründern zusammengeführt werden. Grundsätzlich sind solche Finanzierungen eher für moderaten Kapitalbedarf bis zu einer Größenordnung von EUR 100.000,- denkbar.

Vorbereitungen für den „Pitch“

Den wenigsten Gründern mit innovativen Ideen wird die Situation widerfahren, dass ein Investor von sich aus auf den Gründer aufmerksam wird und in sein Unternehmen investieren will. Mit anderen Worten, der Gründer wird sich initiativ darum bemühen müssen, Investoren für sich und seine Idee zu begeistern. Selten wird es – obgleich manche Angel Investoren behaupten, nicht mehr als einen Dreizeiler an Informationen zu benötigen – dem Gründer gelingen, lediglich mit der Schilderung einer Vision Investoren zu überzeugen.

Der wesentliche Bestandteil der Vorbereitungshandlungen ist die Erstellung eines Businessplans. Dabei muss bedacht werden, dass es ein dem Businessplan immanentes Wesensmerkmal ist, immer falsch zu sein. Er wird stets über- oder untertroffen. Die Frage ist letztlich nur, in „welche Richtung“ und wie falsch er ist. Ein Businessplan darf daher nicht mit der Zielsetzung erstellt werden, die Chancen der Idee möglichst groß und positiv darzustellen. Ein Investor prüft einen vorgelegten Businessplan auf Plausibilität. Gelangt der Investor zu der Einschätzung, dass die Chancen der Idee völlig überzogen dargestellt werden, lässt dies letztlich nur den Schluss zu, dass der Gründer entweder den Markt nicht realistisch einschätzen kann oder versucht, durch die Darstellung überzogener Chancen die Investitionsbereitschaft zu erhöhen. In beiden Fällen wird die Entscheidung des Investors dadurch nicht positiv beeinflusst.

Über diejenigen Informationen, die ein Businessplan enthalten muss, existieren zahlreiche Publikationen. Ungeachtet dessen liegt auf der Hand, dass jedenfalls eine Beschreibung des Unternehmensgegenstandes und der Zielsetzung, der Produkte oder Services, des Marktes und Wettbewerbs, der geplanten Marketingmaßnahmen, des Managementteams und zumindest rudimentär der Finanzplanung erforderlich ist. Von wesentlichem Interesse für angesprochene Investoren sind dabei aber vor allem

- ein starkes und schnelles Wachstumspotenzial in einem großen Markt,

- eine Möglichkeit zur Erreichung einer starken Marktposition,
- ein fähiges, ambitioniertes und vertrauenswürdiges Management,
- eine detaillierte und plausible Darstellung wichtiger und erreichbarer Milestones,
- ein realistischer Wertansatz (Valuation) für das Start-Up und
- plausible Exit-Möglichkeiten für den Investor.

Je nachdem, welche Art von Investor mit dem Businessplan angesprochen werden soll, können die Schwerpunkte in der Darstellung variieren. Eine CVC-Gesellschaft wird möglicherweise mehr Augenmerk auf das Produkt legen, als auf möglichst variantenreiche Exit-Szenarien. Umgekehrt wird sich ein institutioneller Investor mehr auf Wachstumsmöglichkeiten und eine vernünftige Exit-Planung konzentrieren, als auf eine langfristig stetige Ertragssituation.

Neben dem Businessplan sollte ferner eine Liste mit potentiellen Investoren erstellt werden, die für ein Investment in das Unternehmen angesprochen werden sollen (sog. „Long List“). Die Art der anzusprechenden Investoren richtet sich dabei nach dem Gegenstand der Geschäftstätigkeit des Start-Ups. Oftmals kann eine Ansprache mehrerer Arten von Investoren sinnvoll sein.

Weiter bietet es sich an, auf die Durchführung der Due Diligence des Investors vorbereitet zu sein. Die Vorbereitung erfolgt durch eine frühzeitige Zusammenstellung sämtlicher Dokumente, die der Investor im Rahmen der Due Diligence in Augenschein nehmen wird. Dies dient nicht nur der Beschleunigung des Investment-Prozesses, sondern gibt dem Gründer auch einen Überblick über mögliche Schwachstellen, die vor der Ansprache von Investoren noch bereinigt werden sollten.

Verhandlungen über das Term Sheet

Signalisiert ein Investor eine grundsätzliche Investitionsbereitschaft, so werden die grundsätzlichen Eckdaten, unter denen diese Bereitschaft bestünde, in einem sog. Term Sheet schriftlich festgehalten. Grundsätzlich hat ein solches Term Sheet keine rechtliche Bindungswirkung. Gleichwohl gestalten sich Verhandlungen über dessen Inhalt bisweilen recht hitzig, da in dieser Phase des Investments die Beteiligten typischerweise darüber verhandeln, ob man überhaupt zu einer Einigung finden kann. Die wesentliche Frage im Zusammenhang mit der Verhandlung des Term Sheets ist diejenige, welchen Anteil an seinem Unternehmen der Gründer im Gegenzug für die Finanzierung an den Investor abgeben muss. Dies hängt davon ab, mit welchem Wert der Investor das Unternehmen nach Vornahme des geplanten Investments taxiert (sog. „Postmoney Valuation“). Wenn also beispielsweise ein Investor EUR 1 Mio. in das Unternehmen investieren will und dabei von einer Postmoney Valuation von EUR 4 Mio. ausgeht, wird er einen Anteil von 25 % am Unternehmen beanspruchen.

Weitere wichtige Aspekte sind die Ausgestaltung der Einflussnahmemöglichkeiten des Investors und die von ihm geforderten Möglichkeiten zum Ausstieg aus dem Investment.

Investor und Gründer stehen naturgemäß bei den Verhandlungen über den Inhalt des Term Sheets auf unterschiedlichen Positionen. Der Investor möchte einen möglichst hohen Anteil am Unternehmen erwerben, ein möglichst hohes Maß an Einflussnahmemöglichkeiten auf das Management des Unternehmens besitzen, einen Ausstieg aus seinem Investment möglichst problemlos vornehmen können und zugleich das Management fest an das Unternehmen binden. Demgegenüber geht es dem Gründer maßgeblich darum, das

notwendige Kapital zu beschaffen, dabei möglichst geringe Mitspracherechte einzuräumen und einen möglichst geringen Anteil an seinem Unternehmen abzugeben. Im Normalfall wird keine Partei sämtliche Vorstellungen durchsetzen können. Dies ist nur dann anders, wenn entweder kaum Investitionskapital im Markt verfügbar ist, oder, wenn sich mehrere Investoren einen starken Konkurrenzkampf darum liefern, in das Unternehmen investieren zu dürfen. Aus der Perspektive des Gründers kann es daher von Vorteil sein, mit mehreren Investoren gleichzeitig zu verhandeln.

Generell stellt das Term Sheet sozusagen das rechtliche und wirtschaftliche „Skelett“ der Investition dar, die wesentlichen Bedingungen für das Investment werden hierin festgelegt. Die Einzelheiten der Investition sind Gegenstand des späteren Beteiligungsvertrages.

Due Diligence des Investors

Das Ergebnis der Due Diligence des Investors stellt für diesen die wesentliche Entscheidungsgrundlage dar, ob eine Investition erfolgen wird. Der Investor verfolgt damit einerseits die Zielsetzung, sich einen detaillierten Überblick über das Start-Up zu verschaffen, andererseits dient sie zur Absicherung der eigenen Investitionsentscheidung. Das Verhalten des Gründers lässt daneben für den Investor Rückschlüsse auf die Professionalität des Gründers zu. Die Due Diligence wird in der Regel durch erfahrene Prüfer und Berater des Investors durchgeführt, die diesem neben dem reinen Inhalt der in Augenschein genommenen Informationen Bericht erstatten über sonstige Beobachtungen, die während der Prüfung getroffen wurden.

Die Beteiligungsvereinbarung

Ihren Abschluss findet die Finanzierungsrunde mit dem Vollzug der Beteiligungsvereinbarung. Hierin werden detaillierte Bestimmungen über das Investment als solches getroffen. Der Inhalt der Vereinbarung ist äußerst variantenreich und hängt von der Strategie des Investors, dem Gegenstand des Unternehmens und nicht zuletzt vom Verhandlungsergebnis ab, auf das sich die Parteien während der Finanzierungsrunde geeinigt haben.

Grundsätzlich wird in der Beteiligungsvereinbarung bestimmt, auf welche Weise die Beteiligung des Investors erfolgt. Dies kann beispielsweise durch einen Erwerb von Anteilen an dem Unternehmen nebst Zuzahlung des Investors in dessen Kapitalrücklage geschehen oder durch eine Kapitalerhöhung, wobei die neu ausgegebenen Anteile vom Investor nebst Zahlung eines Aufgeldes übernommen werden. Möglich ist es auch, dass der Investor die vollständige Investitionssumme nicht auf einmal zur Verfügung stellt, sondern schrittweise in Abhängigkeit vom Erreichen gewisser vordefinierter Milestones (sog. „Step-Up-Modell“). Dabei kann auch eine Verschiebung der Valuation zwischen den einzelnen Tranchen vereinbart werden, so dass der Investor etwa zunächst einen höheren Anteil für einen Geldbetrag erhält, um in der zweiten Tranche für denselben Geldbetrag einen niedrigeren zusätzlichen Anteil am Unternehmen zu erhalten. Typischerweise werden daneben Vereinbarungen getroffen, die es den Parteien ermöglichen, in Abhängigkeit von der Entwicklung des Unternehmens zu einem späteren Zeitpunkt die Beteiligungsverhältnisse zu variieren (sog. „Ratchet“). Um zu verhindern, dass der durch den Investor erworbene Anteil im Rahmen späterer Finanzierungsrunden durch den Beitritt weiterer Investoren geschmälert wird, wird er Vereinbarungen zum Verwässerungsschutz (sog. „Anti-Dilution“) verlangen. Typisch für Beteiligungsvereinbarungen sind daneben etwa Bestimmungen für einen eventuellen Verkaufsfall, in dem Mitveräußerungsrechte (sog. „Tag-Along-Vereinbarung“)

oder Mitveräußerungspflichten (sog. „Drag-Along-Vereinbarung“) entstehen sollen oder in dem der Investor sich einen anteilmäßig höheren Verkaufserlös ausbedingt (sog. „Liquidation Preference“). Der Investor wird daneben Wert darauf legen, dass das Management nicht ohne seine Mitwirkung die gehaltenen Unternehmensanteile veräußert, er wird also auf eine Vinkulierung der vom Management gehaltenen Anteile drängen. Aus der Perspektive des Gründers ist es ferner sinnvoll, den Investor vertraglich zu verpflichten, auch nach Einlage der vollständigen Investitionssumme gegebenenfalls noch weitere Gelder zu investieren. Dies kann über eine Bestimmung erreicht werden, die den Investor mit dem Verlust wie immer gearteter Vorzugsrechte sanktioniert (sog. „Pay-to-Play-Vereinbarung“), sofern er keine weitere Investition vornimmt. Sinnvoll kann es daneben sein, Möglichkeiten für den Fall vorzusehen, dass die Beteiligten sich wegen grundsätzlicher Meinungsverschiedenheiten oder Erfolglosigkeit der Geschäftstätigkeit gesellschaftsrechtlich voneinander trennen können. Dies kann etwa dadurch erreicht werden, dass die Beteiligten einseitig ausübbar Optionen zum Ankauf (sog. „Call-Option“) der jeweils anderen oder Verkauf (sog. „Put-Option“) der jeweils eigenen Anteile vereinbaren. Eine andere Gestaltungsmöglichkeit ist das Recht der einen Partei, der anderen sämtliche gehaltenen Anteile anzubieten. Nimmt die andere Partei dieses Angebot nicht an, ist sie ihrerseits verpflichtet, sämtliche von ihr gehaltenen Anteile an den ursprünglichen Anbieter zu veräußern (sog. „Show-Down-Vereinbarung“). Die Gestaltungsmöglichkeiten im Rahmen der Beteiligungsvereinbarung sind nahezu unlimitiert.

Ansprechpartnerkontakt:

Rechtsanwalt Marc-Oliver Eckart
Partner, Head of Corporate Practice

Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht
Fachanwalt für Handels- und Gesellschaftsrecht

Eckart, Köster & Kollegen
Rechtsanwälte

Widenmayerstraße 48
80538 München
Tel.: 089/ 29 08 260
Fax: 089/ 29 12 16
www.eckartlaw.de

Über Eckart, Köster & Kollegen:

Eckart, Köster & Kollegen wurde 1981 in München gegründet und berät unter anderem große und mittelständische Unternehmen, Finanzinvestoren, Beteiligungsgesellschaften, Manager, vermögende Privatpersonen und Start-Up-Unternehmen bei Unternehmenskäufen und –verkäufen, bei Joint Ventures, Management Buy-Outs und Buy-Ins, Venture Capital Investitionen, Ausgliederungen, Verschmelzungen, Restrukturierungen und Sanierungen sowie bei Gestaltungen zur Nachfolgeregelung.

Der Kanzlei stehen dabei qualifizierte Anwälte für sämtliche im Transaktionsprozess auftretenden Rechtsfragen zur Verfügung.

Eckart, Köster & Kollegen Rechtsanwälte
Kanzlei München-Mitte | Widenmayerstraße 48 | 80538 München
Tel. +49 89 29 08 26 0 | Fax +49 89 29 12 16 | E-Mail: mail@eckartlaw.de