

RECHT UND KAPITALMARKT

Abschied vom Konsens in Venture Capital

Unternehmen setzen Wagniskapital strategisch ein – Große Skepsis gegenüber Corporate VC am deutschen Markt

Von Peter Huber *)

.....
Börsen-Zeitung, 20.5.2017
Start-ups, Internet of Things, künstliche Intelligenz, Big Data, Drohnen, Sharing Economy, Disruption – Trends und technischer Fortschritt bedrohen traditionelle Geschäftsmodelle. Wie kann es Unternehmen bei begrenzten Forschungsbudgets gelingen, den nächsten technologischen Sprung zu schaffen, ohne selbst zum Opfer von zerstörerischen Entwicklungen zu werden? Ein Mittel, das mittlerweile in die Hausapotheke vieler börsennotierter Unternehmen in Deutschland gehört, ist der konzerneigene Venture-Capital-Fonds (Corporate VC). Anders als die meisten Spieler der Venture-Capital-Szene verfolgen Corporate VCs nicht das Ziel einer möglichst ertragreichen Geldanlage. Diese Strategen investieren, weil sie Informationen über Entwicklungen in der jeweiligen Branche aus erster Hand gewinnen, Zugang zu Technologie oder Geschäftsmodellen von morgen erhalten und neue Geschäftsmodelle außerhalb der Konzernstruktur entwickeln wollen.

Von allen

Venture-Capital-Transaktionen sind im deutschen Markt meist so strukturiert, dass alle Gesellschafter des Start-up mitwirken müssen: Verträge werden von allen unterschrieben, Beschlüsse werden einstimmig gefasst und kommerzielle Vereinbarungen von allen mitgetragen. Es herrscht eine Konsenskultur, die auch unbedeutenden Marktteilnehmern eine Stimme verleiht – und damit auch ein großes Erpressungspotenzial schafft. Es ist ein beachtliches Phänomen, dass dieses Konzept in den vergangenen 20 Jahren im Großen und Ganzen funktioniert hat.

Die drei wesentlichen Dokumente für ein Venture-Capital-Investment sind die Beteiligungsvereinbarung (Investment Agreement), die Satzung des Start-up (Articles of Association) und die Gesellschafterver-

einbarung (Shareholder Agreement). Die Beteiligungsvereinbarung regelt die Modalitäten der Finanzierung des Start-up, also Geld gegen Anteile, Mittelverwendung und Gewährleistung. Die Satzung regelt Randthemen wie Vinkulierung, Einziehung/Abfindung, Geschäftsjahr und Formalia für Beschlussfassungen. Die Gesellschaftervereinbarung regelt die Zusammenarbeit der Gesellschafter des Start-up bis zum Exit. Investoren erhalten oft Sonderrechte, die ihre Position als Minderheitsgesellschafter absichern, z. B. Zustimmungsvorbehalte bei Geschäftsführungsentscheidungen und Gesellschafterbeschlüssen, Verwässerungsschutz sowie Vorerwerbs- und Mitveräußerungsrechte.

Zwei Sonderrechte

Dabei sind zwei Sonderrechte für Investoren essenziell: Der „Drag-along“ und die „Liqpref“. Beim Drag-along-Recht kann eine bestimmte Mehrheit, z. B. die einfache Kapitalmehrheit plus die einfache Investorenmehrheit, von allen anderen Gesellschaftern verlangen, dass sie ihre Geschäftsanteile an den gewünschten Erwerber veräußern. Durch dieses Recht, eine Mitveräußerung von nicht veräußerungswilligen Gesellschaftern verlangen zu können, sichern Investoren den 100-Prozent-Exit ab, für den Käufer gerne das strategische Premium zahlen. Die Liqpref (liquidation preference) ist eine Erlösverteilungspräferenz, die regelt, wer bei einem Exit welchen Anteil am Veräußerungserlös erhält. Weit verbreitet ist das Wasserfall-Modell: Beim Exit bekommen zunächst die Investoren ihr Geld wieder (last in, first out) – was dann noch übrig bleibt, wird unter allen Gesellschaftern verteilt.

Die wesentlichen Punkte der Zusammenarbeit werden in der Gesellschaftervereinbarung geregelt, obwohl man sie auch in der Satzung regeln könnte. Der Grund: Die meisten deutschen Start-ups nutzen die Rechtsform der Gesellschaft mit be-

schränkter Haftung. Eine GmbH muss die Satzung beim Handelsregister einreichen, sie ist damit öffentlich einsehbar, die Gesellschaftervereinbarung hingegen bleibt vertraulich.

Dogmatisch betrachtet sind Beteiligungs- und Gesellschaftervereinbarung schuldrechtliche Verträge, die unter das allgemeine Vertragsrecht fallen. Vertragsparteien sind die Gesellschafter, das Start-up selbst und die neuen Investoren. Jede Partei muss zustimmen, wenn die Beteiligungs- oder Gesellschaftervereinbarung abgeschlossen oder geändert werden soll – auch wenn die Beteiligung nur dem Bruchteil eines Prozents entspricht. Weigert sich ein Gesellschafter, die Verträge zu unterschreiben, kann er die Kapitalaufnahme verzögern oder blockieren.

Anders verhält es sich bei der Satzung des Start-up: Als korporationsrechtlicher Vertrag finden hierauf die Bestimmungen des Gesellschaftsrechts Anwendung. Die Satzung kann grundsätzlich mit einer Mehrheit von 75 % der abgegebenen Stimmen geändert werden. Da in der Praxis jedoch alle wesentlichen Vereinbarungen in den Gesellschaftervereinbarungen getroffen werden, läuft die für die Satzung verfügbare Erleichterung weitgehend leer. Es gilt die Konsenskultur: Jeder Gesellschafter hat einen Hebel und weiß das auch.

Der Venture-Capital-Markt ist in den vergangenen Jahren kräftig gewachsen. Mussten Investoren früher bei unsportlichem Verhalten fürchten, dass niemand mehr mit ihnen investieren oder ihr Geld haben will, nimmt diese Sorge mit zunehmender Marktgröße ab. Zwar werden Ansätze verfolgt, die Konsenskultur einzudämmen, aber deren Ergebnis ist oft unbefriedigend. Zum einen ist die Verpflichtung zur Unterzeichnung von Beteiligungsverträgen aufgrund der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht kaum justiziabel: Selbst wenn ein Anspruch auf Mitwirkung besteht, ist das Start-up schon insolvent, bis eine Verhandlung stattfin-

det. Zum anderen gewährleistet der Abschluss von Beteiligungs- und Gesellschaftervereinbarungen mit nur einem Teil der Gesellschafter weder das Recht, einen 100-Prozent-Exit durchzusetzen, noch gibt es eine gegenüber allen Gesellschaftern vorrangige Liqpref. Auch die Möglichkeit zur Durchsetzung einer Finanzierungsrunde im Wege des einstweiligen Rechtsschutzes macht kein Investor mit, da er nicht über Jahre in einer Gesellschaft engagiert sein will, in der ein offener Gesellschafterstreit stattfindet, der sein Investment bedroht.

Kaum vereinbar

Am Ende funktioniert die Konsenskultur noch zufriedenstellend, solange alle Beteiligten das gleiche Ziel verfolgen: den Exit zum Bestpreis. Und hier schließt sich der Kreis zum Corporate VC. Dessen oberstes Ziel beim Venture-Capital-Investment ist nicht der Exit zum Bestpreis, sondern der Erwerb eines Start-up zum für ihn besten Preis. Beide Positio-

nen sind kaum miteinander vereinbar und sorgen dafür, dass Corporate VCs große Skepsis am Markt entgegenschlägt. Sie werden bei den besten Investments gar nicht erst ins Boot geholt: Zu groß ist die Angst, dass ein Corporate VC das Konsensfordernis ausnutzt, um einem Start-up die externe Finanzierung zu erschweren, um selbst günstiger zu finanzieren und die eigene Machtbasis zu stärken, oder den Exit zu blockieren, um selbst günstiger kaufen zu können.

Am Bestpreis interessiert

Wenn ein Corporate VC erfolgreich sein will, muss er an seiner Außenwahrnehmung arbeiten und glaubhaft darlegen, dass er an einem Exit zum Bestpreis interessiert ist. Eigentlich sollte das auf der Hand liegen: Keinem Corporate VC ist geholfen, wenn er es schafft, zweitklassige Start-ups zu einem günstigen Preis zu kaufen. Corporate VCs sollten keine Bedingungen verlangen, die es ihnen erlauben, einen Exit oder

eine weitere Finanzierung zu erschweren. Zu guter Letzt haben Corporate VCs die Möglichkeit sich nicht nur mit Kapital zu beteiligen, sondern mit anderen Assets einzubringen. Manchmal funktioniert eine exklusive Vertriebskooperation besser als ein Investment, um ein Start-up an sich zu binden und später zu erwerben.

Alternativ könnte man auch das gängige Venture-Capital-Vertragsmodell überdenken. Die Konsenskultur ist eine teuer erkaufte Konsequenz des Wunsches nach Vertraulichkeit. Wenn die Vereinbarung der wesentlichen Investorenrechte in einem öffentlich zugänglichen Dokument dazu führt, dass kein Kleingesellschafter mit 0,1%-Beteiligung (oder der Corporate VC) eine Finanzierungsrunde verzögern kann, ist mehr Transparenz vielleicht das kleinere Übel.

.....
*) Peter Huber ist Partner bei Hogan Lovells mit Schwerpunkt M & A, Private Equity und Venture Capital.