

# Fallstricke bei Finanzierungsrunden

## Reichweite von Investmentschutzklauseln

Von Dr. Henning Mennenöh, Partner, Hogan & Hartson Raue LLP

Bei Finanzierungsrunden ist es üblich, dass Venture Capital und andere Finanzinvestoren zur rechtlichen Absicherung ihrer Beteiligung mit den Altgesellschaftern und der Gesellschaft Investmentschutzklauseln vereinbaren. Zu diesen Klauseln im Beteiligungsvertrag gehören z. B. Vereinbarungen über Garantien der Altgesellschafter und des Managements, Wettbewerbsverbote für die Gründer, Verwässerungsschutz, Liquidationspräferenz und Veräußerungsbeschränkungen. In der Praxis schießen die von Finanzinvestoren geforderten Klauseln gelegentlich über ihr Ziel hinaus. Dann ist es wichtig, diese Vereinbarungen so zu begrenzen, dass sie die Interessen aller Beteiligten angemessen berücksichtigen. Die Frage, wie weit Investmentschutzklauseln im Einzelfall reichen sollen, steht deshalb immer wieder im Mittelpunkt von Verhandlungen über Finanzierungsrunden.

### Garantien der Altgesellschafter und des Managements

Garantieerklärungen der bisherigen Gesellschafter bzw. des Managements zur Situation des Unternehmens sollten auf wenige Themenbereiche beschränkt werden, die für die neuen Investoren besonders wichtig sind. Die Verjährungsfristen sollten mit den üblichen Ausnahmen im Normalfall ein Jahr nicht überschreiten. Der Gesamtbetrag der Garantiehaftung sollte der Höhe nach auf einen angemessenen Betrag, etwa das seitens der Finanzinvestoren einbezahlte Kapital, begrenzt werden. Im Einzelfall kann es auch interessengerecht sein, einen Freibetrag, bis zu dem nicht gehaftet wird, eine Begrenzung der Haftung jedes einzelnen Altgesellschafters auf den Wert seines Anteils und/oder nur eine Haftung als Teilschuldner (nicht als Gesamtschuldner) vorzusehen.

### Wettbewerbsverbote für die Gründer

Wettbewerbsverbote für die Gründer sollten auf diejenigen in der Satzung der Gesellschaft aufgeführten Tätig-

keitsbereiche des Unternehmens („Unternehmensgegenstände“) beschränkt werden, in denen die Gesellschaft auch tatsächlich aktiv ist. Die Möglichkeit einer Befreiung durch Gesellschafterbeschluss sollte vorgesehen werden. Nach Beendigung des Vorstands- oder Geschäftsführungsvertrages eines Gründers ist es häufig interessengerecht, ein für ihn vereinbartes nachvertragliches Wettbewerbsverbot auf maximal zwei Jahre zu begrenzen und für diese Zeit eine Karenzentschädigung vorzusehen.

### Verwässerungsschutz

Verwässerungsschutzklauseln dienen dem Schutz der Investoren vor einer Reduzierung ihrer Anteilswerte, wenn bei folgenden Finanzierungsrunden eine niedrigere Anteilsbewertung zugrunde gelegt wird. In diesem Fall werden die Investoren so gestellt, als hätten auch sie an der günstigeren Bewertung teilgenommen. Bei solchen Klauseln sollte grundsätzlich nur der wirkliche Grad der Verwässerung ausgeglichen werden, indem z. B. im Wege der „Weighted Average-Methode“ neben dem neuen Ausgabepreis auch die Anzahl der neu ausgegebenen Anteile bei der Berechnung einbezogen wird. Im Einzelfall kann es auch angemessen sein, den Verwässerungsschutz auf einen bestimmten Zeitraum oder die nächste Finanzierungsrunde zu begrenzen.



Dr. Henning Mennenöh

#### ZUM AUTOR: DR. HENNING MENNENÖH

Dr. Henning Mennenöh (hmennenoe@hhlaw.com) ist Partner bei der internationalen Wirtschaftskanzlei Hogan & Hartson Raue LLP und vorwiegend als Berater bei Transaktionen im Bereich Life Sciences tätig. [www.hhlaw.com](http://www.hhlaw.com)



### Liquidationspräferenz

Liquidations- bzw. Exitpräferenzen sehen regelmäßig vor, dass der Finanzinvestor im Fall der Auflösung oder Liquidation der Gesellschaft bzw. des Verkaufs aller oder der Mehrheit ihrer Anteile oder Vermögenswerte die Rückzahlung seiner Einlage, aller Zuzahlungen, einen Renditeaufschlag und eine anteilige Beteiligung am Resterloß verlangen kann. Hier kann ein angemessener Ausgleich mit den Interessen der Gründer z. B. dadurch erreicht werden, dass auch diesen Exitpräferenzen eingeräumt werden.

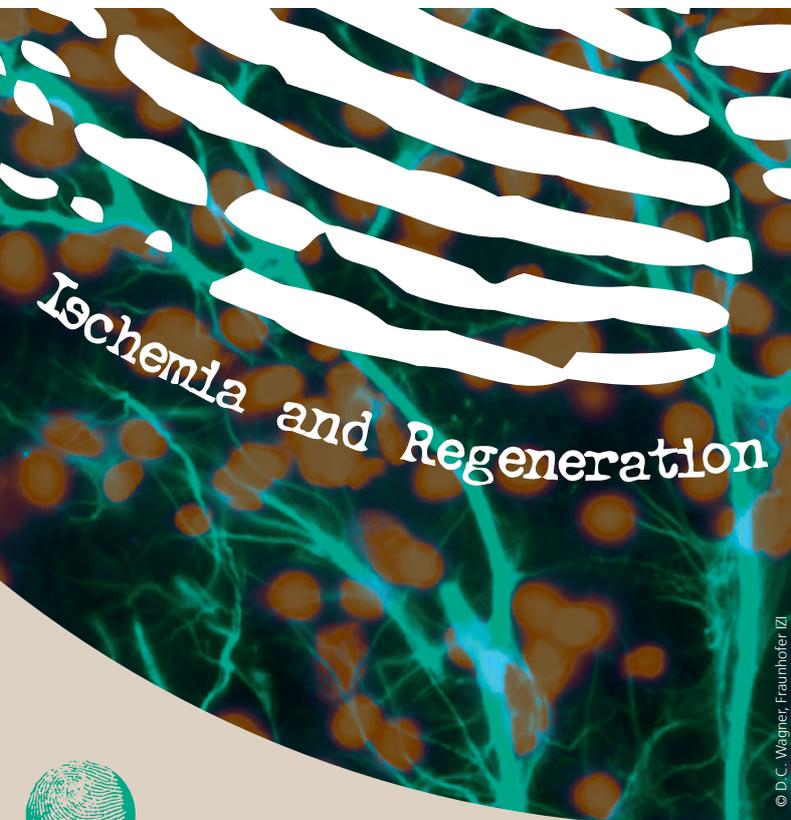
### Veräußerungsbeschränkungen

Auch bei Zustimmungsvorbehalten, Andienungspflichten und Vorkaufsrechten für den Fall der beabsichtigten Übertragung der Beteiligung eines Gesellschafters an einen Dritten ist darauf zu achten, dass diese Bestimmungen die Altgesellschafter nicht unangemessen benachteiligen. So sollten zum Beispiel etwaige Vetorechte einzelner Finanzinvestoren nur für eine begrenzte Zeit gelten. Ebenso sollten Vorkaufsrechte allenfalls vorübergehend ausschließlich neuen Investoren und danach allen Gesellschaftern zustehen. Ausnahmen von Veräußerungsbeschränkungen für Finanzinvestoren sollten auf das für ihren Schutz notwendige Maß begrenzt werden. Außerdem kann es interessengerecht sein, wenn auch Altgesellschaftern bestimmte Anteilsübertragungen erlaubt werden.

### Fazit

Die Dauer und damit die Kosten von Finanzierungsrunden könnten manchmal deutlich reduziert werden, wenn die von Finanzinvestoren geforderten Investmentschutzklauseln von vornherein auf ein Maß beschränkt würden, das auch die Interessen der Beteiligungsgesellschaft und der Altgesellschafter angemessen berücksichtigt. In der Praxis wird dieses Ziel im Rahmen der Verhandlungen regelmäßig erreicht, allerdings oft erst nach mehrfachem Austausch neuer Formulierungsvorschläge für sehr komplexe Klauseln.

Anzeige



© D.C. Wagner, Fraunhofer IZI

#### Regeneration in Cardiac Ischemia

Gustav Steinhoff

*Bone marrow stem cell therapy in cardiac surgery*

#### Regeneration in Cerebral Ischemia

Brigitte Onteniente

*The potential of cell therapy with human embryonic stem cells in stroke*

#### Stem Cells in Ischemic Diseases

Bodo-Eckehard Strauer

*The therapeutical potential of bone marrow cells in the failing heart*

#### Stem Cells in Other Applications

Jürgen Hescheler

*Embryonic and induced pluripotent stem cells for regenerative medicine*

#### Process Development

Bernd Stratmann

*Apart from bone marrow – Application of stem cell products in clinical trials*

#### Monitoring and Imaging

Ulrich Dirnagl

*Imaging of pathobiology in stroke: From mouse to man*

#### Coordinator

Frank Emmrich • Fraunhofer Institute for Cell Therapy and Immunology  
Perlickstraße 1 • D-04103 Leipzig

#### Conference Office

event lab. • Talstraße 30 • D-04103 Leipzig  
Phone: +49 (0) 341/401 19 36 • info@fs-leipzig.com

#### Conference Venue

Fraunhofer Institute for Cell Therapy and Immunology  
Perlickstraße 1 • D-04103 Leipzig



**Fraunhofer**  
**Life Science Symposium**  
**Leipzig** 2008

October 24-25, 2008 • [www.fs-leipzig.com](http://www.fs-leipzig.com)