

# Ausgewogenes Gesamtgefüge als Ziel

## Vertragliche Trends bei Beteiligungen im Mittelstand

*Beteiligungskapital ist bei der Mittelstandsfinanzierung nach wie vor auf dem Vormarsch. Die vertragliche Gestaltung von Beteiligungsverträgen ist heute weitgehend standardisiert – zumindest im Hinblick auf die üblichen Regelungsgegenstände. Neben einigen eher formalen Klauseln enthalten die Verträge üblicherweise Bestimmungen u.a. zu Garantien der Altgesellschafter und Garantiefolgen, Verwässerungsschutzregelungen, Mitverkaufsrechten und -pflichten oder Erlöspräferenzregelungen. Ebenso sind in der Regel bestimmte Informationsrechte und Zustimmungsvorbehalte der Investoren geregelt. Trotz dieser vereinheitlichten Grundstrukturen unterscheiden sich Beteiligungsverträge im Hinblick auf die tatsächliche Ausgestaltung dieser Regelungsgegenstände teils erheblich, und auf längere Sicht lassen sich wohl auch einige Trends in der Vertragsgestaltung erkennen.*

### Zunahme von Minderheitsbeteiligungen

Beteiligungsgesellschaften sind zunehmend bereit, auf Mehrheitsbeteiligungen zu verzichten. Aktuelle Studien belegen, dass Beteiligungen von weniger als 50% mindestens ebenso häufig wie echte Mehrheitsbeteiligungen angestrebt und akzeptiert werden. Selbst Minderheitsbeteiligungen von unter 25% sind für einen wesentlichen Anteil der Investoren keine Seltenheit. Geht ein Investor allerdings nur eine Minderheitsbeteiligung ein, so kommt der Ausgestaltung der Minderheitenschutzrechte im Beteiligungsvertrag entsprechend gesteigerte Bedeutung zu. Dabei ist neben der Besetzung von Beiräten und Aufsichtsräten und diesbezüglichen Entsende- oder zumindest Benennungsrechten an Vetorechte bei konkret definierten und für den Erfolg der Beteiligung maßgeblich angesehenen Maßnahmen zu denken. Natürlich gewinnen in solchen Konstellationen auch sämtliche exitbezogenen Rechte an Bedeutung. Ein Schutz des Investors vor Verwässerung etwa bei Kapitalerhöhungen unter Ausschluss des gesetzlichen Bezugsrechts kann durch die Vereinbarung entsprechender Stimmbindungsvereinbarungen erreicht werden. In diesem Zusammenhang ist vor allem bei einem Einstieg mehrerer Investoren stets auch auf kartellrechtliche Schranken zu achten, die bei entsprechender Umsatzstärke der Investoren auch im Falle von Beteiligungen an Start-ups oder kleineren Mittelständlern zu einer fusionsrechtlichen Anmeldepflicht führen können. Die Nichtbeachtung solcher Schranken kann die Gesamtnichtigkeit des Beteiligungsvertrages zur Folge haben.



Am Ende des komplexen Verhandlungsprozesses sollte gerade bei Minderheitsbeteiligungen ein Ergebnis vorliegen, in dem sowohl Unternehmer als auch Investoren ihre Interessen wiederfinden.

### Längerer Investmenthorizont

Die durchschnittliche Haltedauer von Beteiligungen hat sich in den letzten Jahren erhöht. Dies sicherlich zum einen aufgrund der eher exitfeindlichen gesamtwirtschaftlichen Lage in letzter Zeit, aber zum anderen auch wegen der zunehmenden Überzeugung von Investoren, durch langfristige Beteiligungen die Erfolgswahrscheinlichkeit von Wachstumsstrategien zu erhöhen. Mittelständischen Unternehmen und Unternehmern kommt diese Tendenz sicherlich entgegen. In der Vertragsgestaltung gewinnen dadurch Klauseln, die die Bindung der Schlüsselpersonen an das Unternehmen absichern sollen, wie etwa Vesting-Klauseln, an Bedeutung. Dazu wird ein möglicher künftiger Ausstieg der Know-how-Träger mit der Möglichkeit der Ausübung einer Call-Option auf die Anteile der jeweils Ausscheidenden „sanktioniert“. Da die der Call-Option zugrunde gelegte Bewertung regelmäßig unter dem Verkehrswert der betroffenen Geschäftsanteile liegt, sollen die entsprechenden Personen „motiviert“ werden, die bei dem Einstieg des Investors zugesagte und dem Geschäftsmodell zugrunde gelegte operative Mitarbeit auch tatsächlich zu erbringen.

### Kritischere Vorprüfung

In den letzten Jahren hat im Zuge einer weiter zunehmenden Professionalisierung der Branche und ihrer Akteure die Intensität und Tiefe der von Investoren vor einer Beteiligung regelmäßig durchgeführten Due Diligence weiter zugenommen. Trotzdem werden allerdings nach wie vor umfangreiche Garantien der Altgesellschafter verlangt und meist verschuldensunabhängig bei Verletzung sanktioniert. Je detaillierter jedoch die Prüfung durch den Investor vor Vertragsschluss erfolgte, desto weniger sind die Altgesellschafter bereit, allgemeine Risiken zu übernehmen, die sie selbst möglicherweise nicht besser beurteilen können als der Investor. Die Wahrheit liegt hier wohl in der Mitte. Der Investor kennt das Unternehmen nie so gut wie der operativ tätige Unternehmer. Dennoch haben die Garantien nicht den Sinn, dem Investor eine Möglichkeit zu eröffnen, bei schlichter Unachtsamkeit der Altgesellschafter in den Vertragsverhandlungen eine maßgebliche Nachbewertung seines Investments herbeizuführen. Die Garantien und vor allem das im Beteiligungsvertrag die Folgen der Garantieverletzungen individuell und regelmäßig abschließend definierende Haftungsregime dienen vornehmlich dem Zweck, die Altgesellschafter vor Vertragsschluss so zu sensibilisieren, dass bereits vor der Garantieabgabe durch ggf. auch erst spät im Verhandlungsprozess erfolgende Offenlegungen oder durch Hinwirken auf unschädliche Formulierungen der Garantien zum einen der Investor tatsächlich alle relevanten Umstände kennt und zum anderen spätere Verletzungen verhindert werden. Um dieses Ziel zu erreichen, ist es regelmäßig nicht erforderlich, durch ein überhartes Haftungsregime die Altgesellschafter geradezu einzuschüchtern. Es genügt hier vielmehr, etwa durch Vereinbarung vernünftiger Haftungshöchstgrenzen oder individuell ausgestaltete Kenntnisklauseln zu einem sinnvollen Kompromiss zu kommen. Diesem Umstand wird in jüngerer Zeit nach meiner Einschätzung zunehmend Rechnung getragen.

### Liquidations- und Erlöspräferenzen

Für den wirtschaftlichen Erfolg oder Misserfolg eines Beteiligungsinvestments kann die Ausgestaltung vereinbarter Erlöspräferenzen eine bedeutende Rolle spielen. Dabei ist klar, dass die Präferenzen eher im weniger erfolgreichen Verlaufsfall in den Vordergrund rücken und trotz einer nicht optimalen Entwicklung des Beteiligungsunter-

nehmens noch zu einem für den Investor passablen Exit beitragen können. Die vor einigen Jahren noch gängigen Multiples auf Erlöspräferenzen der Investoren sind heute jedoch nur noch selten anzutreffen. In Sondersituationen sind Investoren teilweise bereit, den belasteten Altgesellschaftern einen Carve-out einzuräumen oder aber einer Anrechnung auf der Ebene der Pro-rata-Verteilung zuzustimmen. Ein völliger Verzicht auf dieses Sonderrecht der Investoren ist und bleibt aber der seltene Ausnahmefall.

#### Fazit:

Die Gestaltung von Beteiligungsverträgen und der konkrete Inhalt der gängigen Regelungsgegenstände sind stets Ergebnis eines komplexen Verhandlungsprozesses. Letztlich ist es Aufgabe der handelnden Akteure, begleitet von geeigneten Beratern, in den Verhandlungen zu einem ausgewogenen und damit sinnvollen Gesamtgefüge zu kommen, in dem sich alle Beteiligten ihrer individuellen Interessenlage entsprechend wiederfinden. Wird dies erreicht, kann der Beteiligungsvertrag in Verbindung mit der Satzung und den sonstigen relevanten Dokumenten, wie etwa Geschäftsordnungen und Dienst- und Anstellungsverträgen, eine solide und belastbare Basis für den späteren Erfolg des letztlich gemeinsam angestrebten Ziels eines sich erfolgreich entwickelnden Beteiligungsunternehmens bilden. ■

#### Zum Autor



**Dr. Bernhard Noreisch, LL.M.**, ist Fachanwalt für Handels- und Gesellschaftsrecht und Partner der Kaufmann Lutz Rechtsanwalts-gesellschaft mbH in München. Seine Arbeitsschwerpunkte liegen in den Bereichen Unternehmens-transaktionen und M&A mit dem Fokus auf Venture Capital-Investitionen.