

VentureCapital Magazin

Das Magazin für Investoren und Entrepreneur

Der Funke scheint übergelungen

Co-Investments von GPs und LPs

Detailarbeit, die sich lohnt

Beteiligungsverträge immer umfangreicher

Produktgestaltung alternativer Anlagen im Wandel

Private Equity-Fondsbeteiligungen von Pensionskassen und Spezialfonds

Mit Special
„Investieren in Infrastruktur“

- 36 **Kommentar** | IPOs von Start-ups
**Börsenkapital für Wachstumsunternehmen:
eine Langfristbetrachtung**
Prof. Dr. Wolfgang Blättchen, Blättchen Financial Advisory
- 38 CVC Sentiment Index
Positive Stimmung im CVC-Segment setzt sich fort
Dr. Jochen Becker, Steve Kappenthuler,
Investment Lab Heilbronn
- 40 **M&A-Kolumne** von Dr. Matthias Birkholz, Lindenpartners
Sinn und Unsinn von Acceleratoren
- 42 **Case Study** | Autarq GmbH: Fotovoltaik für jedes Dach
Ziegel für Ziegel Strom produzieren

Investing

- 44 Private Equity-Fondsbeteiligungen von Pensionskassen und Spezialfonds
Produktgestaltung alternativer Anlagen im Wandel
Uwe Bärenz, Dr. Jens Steinmüller, P+P Pöllath + Partners
- 48 Research-Studie „Small is beautiful“
Der Aufbau eines optimalen Private Equity-Portfolios
Prof. Oliver Gottschalg, HEC Paris, Dr. Ralf Gleisberg, Ramun Derungs, Akina
- 50 Fremdkapital als Anlageklasse
**Private Debt – ein weiterer Baustein
in der Portfolio-Diversifikation**
Kay Olschewski, Unigestion
- 51 Investing-News

Datenbank

- 52 Dealmonitor
- 56 Events
- 57 Vorschau | Tweet des Monats | Impressum
- 58 People

Folgen Sie uns auch auf
Facebook (facebook.com/
VentureCapitalMagazin) und
Twitter (twitter.com/vc_magazin)!



LUTZ | ABEL

Ihre Rechtsanwälte
für Venture Capital
und M&A.

Bereits am Anfang das Ende im Blick

Der erfolgreiche Exit beginnt bei der Gestaltung des Beteiligungsvertrags

Die Beteiligung von Venture Capital-Investoren ist stets eine Beteiligung auf Zeit. Da die Rendite des Investors in der Regel von einem erfolgreichen Exit abhängig ist, versteht sich, dass diesbezügliche Planungen und Regelungen sowohl für Investoren als auch für Gründer von besonderer Bedeutung sind. Die Erfahrung zeigt, dass mit diesen Planungen nicht früh genug begonnen werden kann.

Dies umfasst einerseits rein operative Themen (wie z.B. ein durchdachtes Vertragsmanagement, um die Gesellschaft bestmöglich auf eine spätere Due Diligence vorzubereiten) und andererseits rechtliche Gestaltungen, die sich üblicherweise bereits in der ersten Beteiligungsdokumentation wiederfinden. Zu den Regelungsgegenständen, die eine besondere Exit-Relevanz entfalten, zählen insbesondere Mitveräußerungsrechte (Tag Along Rights), Mitveräußerungspflichten (Drag Along Rights) und Erlösverteilungsvereinbarungen (Liquidation Preferences).

Mitveräußerungsrechte

Mitveräußerungsrechte gehören zum Standardprogramm von Beteiligungsverträgen. Es lohnt sich allerdings, hier auf die Details zu achten. So ist es im Interesse aller Gesellschafter, etwa bei der Beteiligung eines strategischen Investors oder für den Fall einer Veräußerung an einen Wettbewerber des Beteiligungsunternehmens, zur Mitveräußerung berechtigt zu sein; und zwar nicht nur pro rata, sondern besser mit allen gehaltenen Anteilen. Gleiches kann sich im Falle eines Mehrheitswechsels oder auch bei Unterschreiten einer Mindestbeteiligungsschwelle empfehlen. Auch die Behandlung unterschiedlicher Anteilsklassen erfordert bei der Gestaltung von Mitveräußerungsrechten besondere Sorgfalt. Schließlich ist darauf zu achten, den Mechanismus der Mitveräußerungsrechte im Einklang mit den Regelungen zu Vesting, Lock-ups und Mitverkaufspflichten zu gestalten, um hier ungewollte Verwerfungen im Vertragswerk zu vermeiden.

Mitveräußerungspflichten

Mitveräußerungspflichten werden begründet, um eine Exit-Transaktion unter bestimmten Voraussetzungen auch gegen den Willen einzelner Gesellschafter vollziehen zu können. Bei der Gestaltung solcher Vertragsklauseln gilt der Grundsatz „Weniger ist mehr“. So kann man generell sagen, dass jede zum Schutz des Mitveräußerungsverpflichteten aufgenommene Regelung das Potenzial birgt, den Vollzug der Regelung im Ernstfall zu behindern. Insofern sollte man sich hier auf wirklich

essenzielle Schutzbereiche, wie etwa einen zu gewährleistenden Mindesterloß oder die Sicherstellung einer ausreichenden Cash-Komponente zur Begleichung anfallender Steuern, beschränken. Auch eine Begrenzung der Haftung des zur Mitveräußerung Verpflichteten auf seinen individuellen Erlösanteil ist sinnvoll.

Erlösverteilungsvereinbarungen

Das Instrumentarium, um eine von allen Beteiligten akzeptierte Erlösverteilung im Exit-Fall zu erreichen, ist vielschichtig. Neben dem klassischen „last in, first out“-Ansatz und der Frage, ob die Präferenz anrechenbar oder nicht anrechenbar ausgestaltet wird, wird – oft in Abhängigkeit vom Umfang der bereits bestehenden Präferenzen – auch mit Carve-outs und Catch-ups gearbeitet, um trotz Schutz- und Renditeinteresse der Investoren auch die Motivation der Gründerteams nicht übermäßig zu belasten. Je differenzierter solche Wasserfälle ausgestaltet werden, umso wichtiger ist es allerdings, die Auswirkungen der einzelnen Regelungen auch im Verhältnis zu anderen Vertragsklauseln, wie etwa Verwässerungsschutzregelungen, konkret zu durchdenken und tatsächlich zu rechnen. Wir empfehlen daher, den Beteiligungsverträgen wann immer möglich auch konkrete Berechnungsbeispiele beizufügen, um späteren Missinterpretationen und damit Streit vorzubeugen.

Dr. Bernhard Noreisch (li.),
LL.M. und

Dr. Marco Eickmann,
LL.M. sind Rechtsanwälte
und Partner der Lutz Abel
Rechtsanwalts GmbH am
Standort München. Beide
verfügen über langjährige
Erfahrung in den Berei-
chen Venture Capital und
M&A. Ihr Beratungsschwerpunkt liegt in der rechtlichen Gestaltung
von Finanzierungsrounds und Exit-Transaktionen.

