

# Leseprobe von Bank/Möllmann, Venture Capital Agreements in Germany:



## ENTHALTEN SIND

- Typische Finanzierungsformen und -abläufe bei Start-ups
- Typische Verhandlungspositionen im Rahmen der Series A-Finanzierung

# Venture Capital Agreements in Germany

Englischsprachige VC-Verträge nach deutschem Recht

Herausgegeben von

**Dr. Stephan Bank, LL. M.**  
**(London)**  
Rechtsanwalt  
Schnittker Möllmann Partners

**Dr. Peter Möllmann**  
Rechtsanwalt, Fachanwalt für  
Steuerrecht, Steuerberater  
Schnittker Möllmann Partners

Bearbeitet von den Herausgebern gemeinsam mit

**Dr. Ansgar Frank**  
Rechtsanwalt  
Schnittker Möllmann Partners

**Dr. Florian C. Haus**  
Rechtsanwalt  
Flick Gocke Schaumburg

**Jens Kretzschmann LL. M. oec.**  
Rechtsanwalt, Steuerberater,  
Diplom-Finanzwirt  
Schnittker Möllmann Partners

**Dr. Benjamin Ullrich, M. Jur.**  
**(Oxford)**  
Rechtsanwalt  
Schnittker Möllmann Partners

**Dr. Jonathan Wennekers LL. M. (Cambridge)**  
Rechtsanwalt  
Schnittker Möllmann Partners

1. Auflage 2017

**www.beck.de**

ISBN 978 3 406 67229 3

© 2017 Verlag C. H. Beck oHG  
Wilhelmstraße 9, 80801 München

Satz: Druckerei C. H. Beck Nördlingen  
(Adresse wie Verlag)

Druck und Bindung: Beltz Bad Langensalza GmbH  
Am Fliegerhorst 8, 99947 Bad Langensalza

Gedruckt auf säurefreiem, alterungsbeständigem Papier  
(hergestellt aus chlorfrei gebleichtem Zellstoff)

## Vorwort

Seit mehreren Jahren gewinnt der Bereich Venture Capital in Deutschland stetig an Bedeutung. Laut der Statistik des Bundesverbands Deutsche Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) für das Jahr 2016 (<http://www.bvkap.de/markt/statistiken>) sammelten deutsche Wagniskapitalinvestoren im Jahr 2016 neue Finanzmittel in Höhe von EUR 553,6 Mio. ein. Zwar liegt dieser Wert etwas unter den Werten für die Jahre 2015 (EUR 735,6 Mio.) und 2014 (EUR 854,6 Mio.). Dennoch ist das Volumen des von deutschen Venture Capital-Investoren für diesen Bereich eingesammelten Kapitals bemerkenswert. Hinzu kommt, dass gleichzeitig immer mehr internationale Venture Capital-Investoren, insbesondere aus den USA und dem Vereinigten Königreich, in den deutschen Markt investieren und sich vor allem in späteren Eigenkapitalfinanzierungsrunden mit größerem Finanzierungsbedarf finanziell engagieren.

Ein Ergebnis dieser Entwicklung ist, dass das Volumen der Venture Capital-Investitionen in deutsche Unternehmen nach der vorgenannten Statistik des BVK fortlaufend gestiegen ist. Im Jahr 2016 lag es bei EUR 933,7 Mio. im Vergleich zu EUR 837,2 Mio. im Jahr 2015 und EUR 672,3 Mio. im Jahr 2014.

Durch die zunehmende Anzahl und das laufend steigende Volumen von Venture Capital-Finanzierungen in Deutschland hat sich auch die rechtliche Dokumentation zu diesen sog. „Finanzierungsrunden“ stetig weiterentwickelt. Die Lingua franca der verwendeten Dokumente, aber auch der Vertragsverhandlungen, ist dabei – selbst in frühen Finanzierungsrunden – die englische Sprache. Grund hierfür ist neben dem zunehmenden Engagement internationaler Investoren an Finanzierungsrunden deutscher Unternehmen auch, dass die Muttersprache der Gründer häufig nicht Deutsch ist. Ferner sind die Vertragsparteien regelmäßig daran interessiert, die Dokumentation schon frühzeitig auf ein Niveau zu bringen, das es zulässt, die Verträge auch in späteren Runden zu verwenden und überdies „Exit-tauglich“ auszugestalten. Wenn man den gesamten Lebenszyklus eines Venture Capital-finanzierten Unternehmens betrachtet, ist es überwiegend wahrscheinlich, dass früher oder später ein ausländischer Investor oder ein ausländischer Erwerber mit der Finanzierungsrundendokumentation befasst werden wird.

Ungeachtet der fortschreitenden Entwicklung der Dokumentation von Venture Capital-Finanzierungstransaktionen in Deutschland fehlt es bislang an einer umfassenden systematischen Aufbereitung der Vertragsdokumentation für diese Form von Transaktionen in einem Formularhandbuch. Ziel unseres Werks ist es, diese Lücke durch ein Praxishandbuch zur Vertragsgestaltung zu schließen. Das Handbuch richtet sich dabei nicht nur an rechts-, steuer- und wirtschaftsberatende Praktiker, sondern gleichermaßen an Venture Capital-Investoren und andere institutionelle Anleger, Unternehmensgründer und Business Angels, also an alle Parteien, die an der Dokumentation einer Venture Capital-Finanzierungsrunde beteiligt sind oder sein können. Die verwendeten Muster und dazugehörigen Anmerkungen verstehen sich insoweit als Vorschlag für eine ausgewogene Dokumentation, die das Ergebnis der Erfahrung der Autoren aus der Verhandlung und Begleitung von Venture Capital-Finanzierungstransaktionen reflektiert.

Gleichzeitig soll das Handbuch einen Beitrag dazu liefern, einen Standard und eine etablierte Vertragspraxis für die Dokumentation von Venture Capital-Finanzierungs-

## Vorwort

runden in Deutschland zu entwickeln und so die Transaktionskosten für die Finanzierung von jungen, wachstumsorientierten Unternehmen zu senken. Vor diesem Hintergrund und angesichts der sich kontinuierlich ändernden bzw. entwickelnden Vertragspraxis sind die Herausgeber für Hinweise und Anmerkungen aus der Leserschaft jederzeit dankbar.

Die Herausgeber danken den Co-Autoren, ohne die die Erstellung dieses Werks nicht möglich gewesen wäre. Unser Dank gilt ebenso den fachlichen Mitarbeitern, insbesondere Frau *Thea Lebsa* und Herrn Wirtschaftsjurist Dr. *Sascha Stiegler*, LL.M., sowie Frau *Marie Ulke*, die das Werk technisch hervorragend unterstützt und Korrektur gelesen haben.

Berlin, im Herbst 2017

*Stephan Bank*  
*Peter Möllmann*

## Inhaltsverzeichnis

Vorwort .....	V
Literaturverzeichnis .....	IX
Bearbeiterverzeichnis .....	XIII
Teil 1. Einführung.....	1
Teil 2. Investment Agreement in englischer Sprache mit Anmerkungen in deutscher Sprache	17
Recitals .....	28
Article 1: General Provisions	
1. Interpretation and Defined Terms .....	31
Article 2: Series A Financing Round; Milestone Investment; Second Closing	
2. Series A Financing Round .....	34
3. Capital Reserves Payments .....	40
4. Conversion of Claims under the Bridge Loan Agreements .....	45
5. Investor Default .....	48
6. Milestone Investment .....	53
7. Second Closing .....	59
Article 3: Company, Shareholder and Founder Guarantees	
8. Company Guarantees .....	66
9. Shareholder Guarantees .....	114
10. Founder Guarantees .....	117
11. Remedies for Breach of Guarantees; Best Knowledge; Limitations .....	120
Article 4: Final Provisions	
12. Confidentiality; Press Release .....	133
13. Costs and Expenses .....	135
14. Notices .....	138
15. Miscellaneous .....	144
Teil 3. Shareholders' Agreement in englischer Sprache mit Anmerkungen in deutscher Sprache	153
Recitals .....	165
Article 1: General Provisions	
1. Interpretation and Defined Terms .....	170
2. General Rights and Obligations of the Parties .....	180
3. Scope and Amendment of Shareholders' Agreement; Accession .....	182
4. Substitution of Seed Agreements .....	187
Article 2: GbR Representative; Voting Pool Agreement	
5. [Representative of Business Angel GbR] .....	189
6. Voting Pool Agreement .....	189
Article 3: Management, Advisory Board and Information Rights	
7. Company's Management .....	197
8. Advisory Board .....	199
9. Information and Inspection Rights; Investor Reporting .....	207
Article 4: Anti-dilution Protection; Matching Right; Investor Put Option	
10. Participation in Future Capital Increases .....	210
11. Downround Protection .....	214
12. [Matching Right] .....	222
13. Investor Put Option .....	226
Article 5: Founder Vesting	
14. Founder Vesting .....	229

## Inhaltsverzeichnis

Article 6: Disposals of Shares	
15. General Provisions regarding Disposals of Shares .....	252
16. Founder Lock-up; No Circumvention of Lock-up and Transfer Restrictions ....	257
17. Exempted Disposals .....	262
18. Right of First Refusal .....	265
19. Drag-Along .....	273
20. Tag-Along .....	281
21. Accession to Shareholders' Agreement upon Transfer of Shares .....	285
Article 7: Public Offering	
22. Public Offering of Shares .....	286
Article 8: Employee Stock Options	
23. Employee Stock Option Program .....	289
Article 9: Liquidation Preference	
24. Liquidation Preference for Holders of Preferred Shares .....	295
Article 10: IP Rights; Founders' Activities; Non-Compete; Non-Solicitation	
25. Transfer of IP Rights .....	305
26. Obligations regarding IP Rights .....	309
27. Founders' Activities .....	312
28. Non-Compete Undertaking .....	314
29. Non-Solicitation Undertaking .....	321
Article 11: Final Provisions	
30. Confidentiality; Costs and Expenses; Press Release; Notices; Share Transfers ....	324
31. Miscellaneous .....	326
Teil 4. Gesellschaftsvertrag in deutscher und englischer Sprache mit Anmerkungen in deutscher Sprache .....	331
Teil 5. Geschäftsordnung für die Geschäftsführung in englischer Sprache mit Anmerkungen in deutscher Sprache .....	387
Teil 6. Geschäftsordnung für den Beirat in englischer Sprache mit Anmerkungen in deutscher Sprache .....	395
Teil 7. Rechtsformen Venture Capital-finanzierter Unternehmen in der Vertragsgestaltung ....	405
Teil 8. Aufsichtsrechtliche und kartellrechtliche Fragestellungen im Zusammenhang mit Venture Capital-Finanzierungen .....	427
Anhang: Vertragstexte (zusammenhängend)	
Anhang 1. Investment Agreement in englischer Sprache .....	455
Anhang 2. Shareholders' Agreement in englischer Sprache .....	497
Anhang 3. Gesellschaftsvertrag in deutscher und englischer Sprache .....	559
Anhang 4. Geschäftsordnung für die Geschäftsführung in englischer Sprache .....	583
Anhang 5. Geschäftsordnung für den Beirat in englischer Sprache .....	589

## Literaturverzeichnis

- Altmeppen, Holger*, Konzeptlosigkeit des II. Zivilsenats zum Abfindungsanspruch bei Einziehung des Geschäftsanteils in der GmbH, ZIP 2016, 1557 ff.
- Altmeppen, Holger*, Die Dogmatik des Abfindungsanspruchs und die offenen Fragen zum Ausscheiden aus der GmbH, ZIP 2012, 1685 ff.
- Asmann, Heinz-Dieter/Schlitt, Michael/v. Kopp-Colomb, Wolf*, Wertpapierprospektgesetz/Verkaufsprospektgesetz: WpPG/VerkProspG, Kommentar, 2. Auflage, Köln 2010
- Asmann, Heinz-Dieter/Lenz, Jürgen/Ritz, Corinna*, Verkaufsprospektgesetz: Verkaufsprospekt-Verordnung, Verkaufsprospektgebühren-Verordnung, Kommentar, Köln 2001
- Betzgen, Oliver*, Insihgeschäfte im Gesellschaftsrecht, RNotZ 2005, 193 ff.
- Baumbach, Adolf/Hueck, Alfred*, GmbH-Gesetz, Kommentar, 21. Auflage, München 2017
- Bechtold, Rainer/Bosch, Wolfgang*, Kartellgesetz: GWB, Kommentar, 8. Auflage, München 2015
- Begemann, Arndt/Nölle, Melanie*, Rechtswahlklauseln in Unternehmenskaufverträgen und ihre kostenrechtliche Relevanz nach dem Gerichts- und Notarkostengesetz, BB 2016, 137 ff.
- Bernhard, Jochen*, Grenzen vertraglicher Wettbewerbsverbote zwischen Unternehmen, NJW 2013, 2785 ff.
- Bloching, Micha/Ortolf, Daniel*, Ist die Schrifformklausel ergänzungsbedürftig?, BB 2011, 2571 ff.
- Blumenthal, Christopher*, Rechtsformklauseln in notariellen Verträgen, BB 2014, 1612 ff.
- Erman, Walter*, Handkommentar Bürgerliches Gesetzbuch (BGB), 14. Auflage, Köln 2014
- Gehlein, Markus/Born, Wolfgang/Simon, Stefan*, Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung, Kommentar, 3. Auflage, Köln 2017
- Göthel, Stephan R.*, Grenzüberschreitende M&A-Transaktionen, 4. Auflage, Köln 2015
- Groeben, Hans von der/Schwarze, Jürgen/Hatja, Armin*, Europäisches Unionsrecht, Kommentar, 7. Auflage, Baden-Baden 2015
- Habersack, Mathias/Müllbert, Peter O./Schlitt, Michael*, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2. Auflage, München 2013
- Harbarth, Stephan/Zeyher, Stefan/Brechtel, Micha*, Gestaltung einer von der Satzung und dem gesetzlichen Regelfall abweichenden Gewinnauszahlungsabrede in der Aktiengesellschaft, AG 2016, 801 ff.
- Haus, Florian C./Erne, Sarah*, Kartellrechtliche Compliance – Anforderungen und Ausgestaltung, ZWH 2016, 162 ff.
- Heidenhain, Martin*, Nachvertragliches Wettbewerbsverbot des GmbH-Geschäftsführers, NZG 2002, 605 ff.
- Hensler, Martin/Strohn, Lutz*, Gesellschaftsrecht, Kommentar, 3. Auflage, München 2016
- Hirte, Henbert/Müllbert, Peter O./Roth, Markus*, Aktiengesetz, Band 2/1: §§ 23–40 AktG, 5. Auflage, Berlin 2016
- Hoffmann-Becking, Michael/Cebele, Alexander*, Beck'sches Formularbuch Bürgerliches, Handels- und Wirtschaftsrecht, 12. Auflage, München 2016
- Hohaus, Benedikt/Wéber, Christoph*, Aktuelles zu Managementbeteiligungen in Private Equity-Transaktionen 2005/2006, BB 2006, 2089 ff.
- Hüffer, Uwe/Koch, Jens*, Aktiengesetz: AktG, Kommentar, 12. Auflage, München 2016
- Imgrund, Jan*, Optionen in der Fusionskontrolle, WuW 2010, 753 ff.
- Immenga, Ulrich/Mestmäcker, Ernst-Joachim*, Wettbewerbsrecht Band 2/Teil 1 GWB: §§ 1–96, 130, 131, Kommentar, 5. Auflage, München 2014
- Juletzke, Matthias/Henle, Walter*, M&A Agreements in Deutschland, München 2011
- Jüngermeier, Michael*, Satzungsklauseln über qualifizierte Beschlussmehrheiten im Aufsichtsrat der Aktiengesellschaft, ZGR 2007, 112 ff.
- Kapp, Thomas/Schumacher, Anke*, Das Wettbewerbsverbot des Minderheitsgesellschafters, WuW 2010, 481 ff.
- Kästle, Florian/Obernacht, Dirk*, Unternehmenskauf – Share Purchase Agreement, 2. Auflage, München 2010
- Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Band 1: §§ 1–75 AktG, 3. Auflage, Köln 2012
- Kölner Kommentar zum Kartellrecht, Band 4: Europäisches Kartellrecht, Köln 2013

## Literaturverzeichnis

- König, Kai-Michael/Gieffelman, Tim C.*, Zur Haftung beim Unternehmenskauf – Voraussetzungen und Schadensbegriff bei der objektiven und subjektiven Bilanzgarantie, GWR 2016, 155 ff.
- Kort, Michael*, Die Einziehung von GmbH-Geschäftsanteilen im Lichte der aktuellen BGH-Rechtsprechung, DB 2016, 2098 ff.
- Kuntz, Thilo*, Gestaltung von Kapitalgesellschaften zwischen Freiheit und Zwang, Tübingen 2016
- Lange, Frank-Holger*, Anmerkung zur Entscheidung des OLG Celle, Beschluss vom 11.2.2016 (9 W 10/16) – Zur Nennung der konkreten Gründungskosten bei Übertragung des Gründungsaufwandes auf die GmbH im Rahmen der Satzung, NotBZ 2016, 263 f.
- Linsmeier, Petra/Lichtenegger, Moritz*, Wettbewerbsverbote zu Lasten von Minderheitsgesellschaftern und ihre kartellrechtliche Beurteilung, BB 2011, 328 ff.
- Lorz, Rainer/Pfisterer, Benedikt/Gerber, Olaf*, Beck'sches Formularbuch GmbH-Recht, München 2010
- Lüdicker, Jochen/Arndt, Jan-Holger*, Geschlossene Fonds, 6. Auflage, München 2013
- Lutter, Marcus/Hommelhoff, Peter*, GmbH-Gesetz, Kommentar, 19. Auflage, Köln 2016
- Mäger, Thorsten/Ringe, Frederike*, Wettbewerbsverbote in Unternehmenskaufverträgen als kartellrechtswidriger Abkauf von Wettbewerb?, WuW 2007, 18 ff.
- Maißl, Johannes*, Die Wandelschuldverschreibung bei der GmbH, NZG 2006, 778 ff.
- Martinius, Philip/Stubert, Julia*, Venture-Capital-Verträge und das Verbot der Hinauskündigung, BB 2006, 1977 ff.
- Mehrbrey, Kim Lars/Hofmeister, Lisa*, Schadensersatz bei Verletzung einer Bilanzgarantie, NZG 2016, 419 ff.
- Mellert, Christofher Rudolf*, Venture Capital Beteiligungsverträge auf dem Prüfstand, NZG 2003, 1096 ff.
- Menke, Johan-Michel*, Gestaltung nachvertraglicher Wettbewerbsverbote mit GmbH-Geschäftsführern, NJW 2009, 636 ff.
- Michalski, Lutz*, Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH-Gesetz), 3. Auflage, München 2017
- Möller, Jan*, Offenlegungen und Aufklärungspflichten beim Unternehmenskauf, NZG 2012, 841 ff.
- Münchener Kommentar zum Aktiengesetz: AktG*, Band 1: §§ 1–75, 4. Auflage, München 2016; Band 2: §§ 76–117, 4. Auflage, München 2014; Band 3: §§ 118–178, 3. Auflage, München 2013 (zit.: *MiKoAktG*)
- Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch: BGB*, Band 1: Allgemeiner Teil §§ 1–240, ProStG, AGG, 7. Auflage, München 2015 (zit.: *MiKoBGB*)
- Münchener Kommentar zum Europäischen und Deutschen Wettbewerbsrecht (Kartellrecht)*, Band 1: Europäisches Wettbewerbsrecht, 2. Auflage, München 2015; Band 2: Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen (GWB), 2. Auflage, München 2015 (zit.: *MiKoKartellrecht*)
- Münchener Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung: GmbHG*, Band 1: §§ 1–34, 2. Auflage, München 2015; Band 2: §§ 35–52, 2. Auflage, München 2016 (zit.: *MiKoGmbHG*)
- Musielak, Hans-Joachim/Voit, Wolfgang*, Grundkurs ZPO, 13. Auflage, München 2016
- Otto, Hans-Jochen*, Einrichtung des fakultativen Aufsichtsrats durch Gesellschafterbeschluss kraft Satzungsermächtigung, GmbHR 2016, 19 ff.
- Palandt, Otto*, Bürgerliches Gesetzbuch, Kommentar, 76. Auflage, München 2017
- Plath, Kai-Uwe*, BDSG/DSGVO, Kommentar, 2. Auflage, Köln 2016
- Priester, Hans-Joachim*, Schuldrechtliche Vereinbarungen zur Gewinnverteilung bei der AG, ZIP 2015, 2156 ff.
- Priester, Hans-Joachim*, Aufsichtsrat per Öffnungsklausel, NZG 2016 774 ff.
- Priester, Hans-Joachim*, Einziehungsbeschluss trotz Zahlungssperre aus § 30 GmbHG!, ZIP 2012, 658 ff.
- Prinz, Ulrich/Winkeljohann, Norbert*, Beck'sches Handbuch der GmbH, 5. Auflage, München 2014
- Raiser, Thomas*, Weisungen an Aufsichtsratsmitglieder?, ZGR 1978, 391 ff.
- Roth, Günter/Altmeyden, Holger*, Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbHG), Kommentar, 8. Auflage, München 2015
- Rouvedder, Heinz/Schmidt-Leithoff, Christian*, Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung: GmbHG, Kommentar, 5. Auflage, München 2013
- Schneider, Christof/Korn, Franziska*, Die Auswirkungen des neuen Kostenrechts auf Rechtswahlklauseln in M&A-Transaktionen, WM 2015, 62 ff.
- Scholz, Franz*, GmbHG, Kommentar, Band 1: §§ 1–34, 11. Auflage, Köln 2012; Band 2: §§ 35–52, 11. Auflage, Köln 2014; Band 3: §§ 53–85, 11. Auflage, Köln 2015
- Schoddenhoff, Martin*, Rechtsfragen der Zwangseinziehung von GmbH-Geschäftsanteilen, NZG 2012, 449 ff.

## Literaturverzeichnis

- Schmidt, Karsten/Lutter, Marcus*, AktG, Kommentar, Band 1: §§ 1–149, 3. Auflage, Köln 2015
- Seibt, Christoph H.*, Beck'sches Formularbuch Mergers & Acquisitions, 3. Auflage, München 2017
- Simitis, Spiros*, Bundesdatenschutzgesetz (BDSG), Kommentar, 8. Auflage, Baden-Baden 2014
- Thümmel, Rodenich C.*, Möglichkeiten und Grenzen der Kompetenzverlagerung auf Beiräte in der Personengesellschaft und der GmbH, DB 1995, 2461 ff.
- Thüsing, Gregor*, Nachorganschafliche Wettbewerbsverbote bei Vorständen und Geschäftsführern, NZG 2004, 9 ff.
- Tübel, Volker/Balthasar, Stephan*, Auslegung englischer Vertragstexte unter deutschem Vertragsstatut – Fallstricke des Art. 32 I Nr. 1 EGBGB, NJW 2004, 2189 ff.
- Ulmer, Peter/Habersack, Mathias/Winter, Martin*, GmbHG – Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung, Kommentar, Ergänzungsband zum MoMiG, München 2010
- Ulmer, Peter/Habersack, Mathias/Löbbe, Marc*, GmbHG – Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung, Kommentar, Band 1: §§ 1–28, 2. Auflage, München 2013; Band 2: §§ 29–52, 2. Auflage, München 2014; Band 3: §§ 53–88 (sowie EGGmbHG), 2. Auflage, München 2016
- Völlmer, Lothar*, Der unternehmensleitende Beirat, WiB 1995, 578 ff.
- Wächter, Thomas*, Anmerkung zum Beschluss des OLG Celle vom 11.2.2016, Az. 9 W 10/16 – Zur Regelung des Gründungsaufwands in der Satzung einer GmbH, EWiR 2016, 331 f.
- Weitmaier, Wolfgang*, Handbuch Venture Capital, 5. Auflage, München 2016
- Weitmaier, Wolfgang/Grob, Verena*, Bindung von geschäftsführenden Gesellschaftern durch Leaver- bzw. Vesting-Regelungen, GWR 2015, 353 ff.
- Zigelski, Sabine*, Der wettbewerblich erhebliche Einfluss wird 20, WuW 2009, 1261 ff.

## Bearbeiterverzeichnis

- Teil 1 – Einführung:** *Dr. Peter Möllmann/Dr. Stephan Bank*
- Teil 2 – Investment Agreement in englischer Sprache mit Anmerkungen in deutscher Sprache**  
– Abschn. 1 bis Abschn. 7: *Dr. Peter Möllmann/Dr. Stephan Bank*  
– Abschn. 8 bis Abschn. 10: *Dr. Benjamin Ullrich/Dr. Stephan Bank*  
– Abschn. 11: *Dr. Benjamin Ullrich/Dr. Peter Möllmann*  
– Abschn. 12 bis Abschn. 15: *Dr. Peter Möllmann/Dr. Stephan Bank*
- Teil 3 – Shareholders’ Agreement in englischer Sprache mit Anmerkungen in deutscher Sprache:** *Dr. Stephan Bank/Dr. Peter Möllmann*
- Teil 4 – Gesellschaftsvertrag/Articles of Association in deutscher und englischer Sprache mit Anmerkungen in deutscher Sprache:** *Dr. August Frank/Dr. Peter Möllmann*
- Teil 5 – Geschäftsordnung für die Geschäftsführung/Rules of Procedure for the Management in englischer Sprache mit Anmerkungen in deutscher Sprache:** *Dr. August Frank/Dr. Peter Möllmann*
- Teil 6 – Geschäftsordnung für den Beirat/Rules of Procedure for the Advisory Board in englischer Sprache mit Anmerkungen in deutscher Sprache:** *Dr. August Frank/Dr. Peter Möllmann*
- Teil 7 – Rechtsformen Venture Capital-finanzierter Unternehmen in der Vertragsgestaltung:** *Dr. Jonathan Wennekers/Dr. Stephan Bank*
- Teil 8 – Aufsichtsrechtliche und kartellrechtliche Fragestellungen im Zusammenhang mit Venture Capital-Finanzierungen**  
– Abschn. 1 und Abschn. 2: *Jens Kretzschmann*  
– Abschn. 3: *Dr. Florian C. Haus*

# Teil 1

## Einführung

### 1. Typische Finanzierungsformen und -abläufe bei Start-ups

#### a) Überblick

Die Finanzierung sog. „Start-ups“, dh junger, innovativer und in der Regel schnell wachsender Unternehmen zB im Technologie-, Internet- oder Softwarebereich, erfolgt üblicherweise in mehreren Stufen.

In einigen Fällen sind es die Gründer des Start-ups selbst, die dem gerade gegründeten Unternehmen das erste Kapital zur Verfügung stellen oder das Unternehmen aus ersten Umsätzen finanzieren (sog. „Bootstrapping“). Meist erfolgt die erste Finanzierung (bzw. jedenfalls der größere Teil hiervon) jedoch durch Familienangehörige, Freunde oder Frühphaseninvestoren wie Business Angels bzw. Venture Capital-Investoren mit einem dezidierten Frühphasenfokus. Man bezeichnet diese Frühphasenfinanzierung auch als „Seed-Finanzierung“ oder „Early Stage-Finanzierung“. In dieser sog. „Seed-Phase“ oder „Early Stage-Phase“ ist das Start-up meist noch in einem Entwicklungsstadium, in dem der Markteintritt noch nicht erfolgt ist, das Produkt oder ein Prototyp hiervon entwickelt, Marktdaten gesammelt und die Vorbereitungen für einen erfolgreichen Markteintritt (Launch) durchgeführt werden.

Im Anschluss an die Seed-Phase, meist nach Markteintritt, erfolgt die erste, oft schon recht großvolumige Wachstumsfinanzierung, die sog. „Series A-Finanzierung“. Die hier kommentierten Musterdokumente bilden den Kern des Vertragswerks, das im Zusammenhang mit einer Series A-Finanzierungsrunde abgeschlossen wird. Bei nachfolgenden Finanzierungsrunden, die alphabetisch bezeichnet werden (dh Series B, Series C, Series D usw), wird in der Regel auf das in der Series A-Finanzierungsrunde vereinbarte Vertragswerk aufgesetzt (insbesondere auf die hier kommentierte Gesellschaftervereinbarung, den Gesellschaftsvertrag und die Geschäftsordnungen für Geschäftsführung und Beirat).

#### b) Finanzierung in der Seed-Phase

In der frühesten Entwicklungsphase eines Start-ups, der Seed-Phase, die in vielen Fällen noch im Zusammenhang mit der Unternehmensgründung steht oder sich unmittelbar daran anschließt, findet eine Seed-Finanzierungsrunde statt. Seed-Finanzierungen können als Eigenkapitalfinanzierungen ausgestaltet sein. Alternativ, und in der Praxis zunehmend zu beobachten, gewähren Frühphaseninvestoren einem Start-up sog. Wandeldarlehen (üblicherweise mit dem englischen Begriff „Convertible Loan“ bezeichnet). Diese Wandeldarlehen werden zu vorab festgelegten Bedingungen (insbesondere betreffend die Bewertung des Start-ups) im Rahmen der ersten größeren Finanzierungsrunde – der Series A-Finanzierungsrunde – in Eigenkapital des Start-ups gewandelt.

#### c) Frühphasenfinanzierung durch Wandeldarlehen

In der ersten Entwicklungsphase eines Unternehmens, in der teilweise noch getestet wird, ob es überhaupt einen attraktiven Markt für das angedachte Produkt des Unternehmens gibt bzw. ob und wie es technisch umsetzbar ist, können Wandeldarlehen aus mehreren Gründen vorteilhaft sein.

**aa) Rechtsnatur des Wandeldarlehens**

- 6 Bei den im Venture Capital-Bereich üblichen Wandeldarlehen handelt es sich um rein schuldrechtliche Verträge (Darlehensverträge), die zusätzlich mit dem Recht (bzw. der Pflicht, siehe unten) des darlehensgebenden Frühphaseninvestors verbunden sind, das der Gesellschaft gewährte Darlehen (einschließlich aufgelaufener Zinsen) unter bestimmten Voraussetzungen in Eigenkapital des Start-ups zu wandeln. Ein Wandeldarlehensvertrag besteht demnach aus zwei wesentlichen, untrennbar miteinander verbundenen und auch wirtschaftlich in einem Zusammenhang zu sehenden Elementen: einem schuldrechtlichen Darlehen und einer darauf bezogenen Wandlungskomponente.

**bb) Parteien des Wandeldarlehensvertrags**

- 7 Wandeldarlehensverträge werden häufig allein zwischen der Gesellschaft und dem darlehensgebenden Frühphaseninvestor abgeschlossen. Die Bestandsgesellschafter des Start-ups (zB die Beteiligungsgesellschaften der Gründer bzw. die Gründer selbst oder andere Frühphaseninvestoren, die bereits Eigenkapital am Start-up erworben haben) treten dem Wandeldarlehensvertrag hingegen üblicherweise nicht als Partei bei. Der Prozess der Vertragsverhandlung und des Vertragsabschlusses wird dadurch erheblich vereinfacht und idR auch verkürzt, was als einer der Vorteile der Frühphasenfinanzierung mittels Wandeldarlehen angesehen wird. Der Vereinfachungseffekt dieser Vorgehensweise zeigt sich vor allem dann, wenn – wie in der Praxis sehr häufig der Fall – mehrere Wandeldarlehen in unregelmäßiger zeitlicher Abfolge und mit unterschiedlichen Frühphaseninvestoren abgeschlossen werden.
- 8 Problematisch ist dies indes im Hinblick auf die Wandlungskomponente, die nicht ohne weiteres von der Gesellschaft selbst erfüllt werden kann. Da die Wandlung des Darlehens in Eigenkapital die Ausgabe neuer Geschäftsanteile am Start-up erforderlich macht, ist ein entsprechender Kapitalerhöhungsbeschluss durch die Bestandsgesellschafter gem. § 55 GmbHG erforderlich. Alternativ können, ggf. auch ohne weitere Mitwirkung der Bestandsgesellschafter, eigene Geschäftsanteile oder Geschäftsanteile aus genehmigtem Kapital (§ 55a GmbHG) an den Darlehensgeber ausgegeben werden, was jedoch mit unterschiedlichen praktischen Schwierigkeiten und zeitlichen Verzögerungen verbunden sein kann, die mit der Ausgabe von Wandeldarlehen gerade vermieden werden sollen.
- 9 Für den darlehensgebenden Frühphaseninvestor, der an einer Wandlung des von ihm ausgereichten Darlehens in Eigenkapital des Start-ups interessiert ist, um an Wertsteigerungen zu partizipieren, stellt sich vor diesem Hintergrund die Frage der optimalen Durchsetzbarkeit seiner Rechtsposition (insbesondere auch im Hinblick auf BGH NJW 2015, 3786; NJW 1999, 1252). In der Gestaltungspraxis erfolgt die Absicherung üblicherweise dadurch, dass die Bestandsgesellschafter den Abschluss des Wandeldarlehensvertrags (oder einer Vielzahl von Wandeldarlehensverträgen) durch Beschluss im Voraus genehmigen und sich (im Wege eines Vertrags zugunsten Dritter) darüber hinaus verpflichten, alles zu tun (insbesondere für eine Erhöhung des Stammkapitals des Start-ups zu stimmen), um dem Wandlungsrecht des darlehensgebenden Frühphaseninvestors zur Geltung zu verhelfen. Ferner verpflichten sie sich, dafür Sorge zu tragen, dass auch etwaige neu hinzutretende Gesellschafter die Pflicht übernehmen, einem Wandlungsbegehren des Darlehensgebers zu entsprechen. Dieser Beschluss bzw. diese allgemeine Einverständnis- und Verpflichtungserklärung wird häufig noch kombiniert mit einer schuldrechtlichen Absicherung im Rahmen des Wandeldarlehensvertrags, wonach der Darlehensgeber für den Fall der nicht ordnungsgemäßen Umsetzung seines Wandlungsrechts wirtschaftlich in jeder Hinsicht (durch die Gesellschaft) so zu stellen ist, als hätte er eine entsprechende Gesellschafterstellung erlangt.

**cc) Form des Wandeldarlehensvertrags**

Soweit der Wandeldarlehensvertrag selbst weder Abtretungserklärungen in Bezug auf bereits existierende Geschäftsanteile beinhaltet, noch eine Verpflichtung zur Abtretung bereits existierender Geschäftsanteile begründet, unterliegt er keiner besonderen Form. Insbesondere ist er nicht nach § 15 Abs. 3, 4 GmbHG beurkundungsbedürftig (vgl. etwa *Maidl NZG* 2006, 778; *Priester* in Scholz, GmbHG, 11. Aufl. 2015, § 55 Rn. 116f.).

**dd) Wirtschaftliche Eckpunkte der Darlehenskomponente**

Wandeldarlehen werden im Venture Capital-Bereich üblicherweise mit einer moderaten Verzinsung zwischen 3% und 5% ausgestattet. Das Endfälligkeitsdatum (Maturity Date) wird so gewählt, dass in ausreichendem zeitlichen Abstand zuvor eine Eigenkapitalfinanzierung durchgeführt werden kann, in deren Rahmen die Wandlung erfolgt. Dh das Wandeldarlehen wird im Hinblick auf den geplanten bzw. zu erwartenden Barmittelbedarf in einer Weise gewährt, dass mit hinreichendem zeitlichen Abstand vor der vereinbarten Darlehensfälligkeit mit der Wandlung in Eigenkapital gerechnet werden kann. Nicht zuletzt um eine insolvenzrechtliche Überschuldung des Start-ups sicher zu vermeiden, ist es üblich, das Wandeldarlehen mit einem qualifizierten Rangrücktritt (§§ 19 Abs. 2, 39 Abs. 2 InsO) zu versehen; werden mehrere Wandeldarlehen im Rahmen einer Serie ausgegeben, stehen diese untereinander im Range gleich. Ein Sonderkündigungsrecht wird ua für den Fall vereinbart, dass die darlehensnehmende Gesellschaft gegen wesentliche Bestimmungen des Wandeldarlehensvertrags (insbesondere das Wandlungsrecht des Darlehensgebers) verstößt.

Vor dem Hintergrund des BGH-Urteils vom November 2015 (*NJW* 2015, 3786) ist es zudem üblich geworden, für den Fall des Verstoßes gegen das Wandlungsrecht des Darlehensgebers eine ausdrückliche Schadensersatzpflicht (dann mittels einer auch von den Gesellschaftern abzugebenden Verpflichtungserklärung) in das Vertragswerk aufzunehmen, aus der sich ein Anspruch des Darlehensgebers auf Ersatz des positiven Interesses (also insbesondere auf Ersatz des durch den Verstoß gegen das Wandlungsrecht entgangenen Gewinns) ergibt.

**ee) Wirtschaftliche Eckpunkte der Wandlungskomponente**

Die Wandlungskomponente ist stets jedenfalls auch als *Recht* des darlehensgebenden Frühphaseninvestors ausgestaltet, das Wandeldarlehen (einschließlich aufgelaufener Zinsen) im Rahmen einer zeitlich nachgelagerten Eigenkapitalfinanzierungsrunde bei der Gesellschaft in Eigenkapital zu wandeln. Der Grund hierfür liegt auf der Hand: An einer Wertsteigerung des Unternehmens partizipieren allein die Eigenkapitalgeber des Unternehmens. Das Wandeldarlehen selbst ist (soweit keine anderweitige Regelung diesbezüglich getroffen wird, was aber im Venture Capital-Bereich ungewöhnlich wäre) indes nur zu nominal zurückzuzahlen, und die im Venture Capital-Bereich üblicherweise niedrige Verzinsung stellt keine risikoadäquate Vergütung für das seitens des Frühphaseninvestors bereitgestellte Kapital dar (der früheste Investor trägt das höchste Risiko).

Umgekehrt ist es aus Sicht des Start-ups unerlässlich, die Wandlung notfalls auch erzwungen zu können, dh die Wandlungskomponente muss stets auch als *Pflicht* des darlehensgebenden Frühphaseninvestors ausgestaltet werden. Der Grund hierfür ist, dass das Wandeldarlehen – als Fremdkapitalinstrument – gegenüber einem nachfolgenden Eigenkapitalinvestment strukturell vorrangig wäre. Dadurch würde aber die für Venture Capital-Investments typische Erlös- und Liquidationspräferenz unterlaufen. Hierbei gilt der Grundsatz, dass später hinzutretende Investoren mit ihrer Präferenz stets

den Vorrang gegenüber früheren Investoren eingeräumt bekommen („last in – first out“). Diese übliche Rangfolge könnte nicht eingehalten werden, wenn ein – strukturell vorrangiges – Fremdkapitalinstrument eines Frühphaseninvestors bei der Gesellschaft bestehen bliebe. Um also die Möglichkeit offenzuhalten, zusätzliche Eigenkapitalinvestoren als Gesellschafter aufzunehmen, muss es für die Gesellschaft möglich sein, die Wandlung des Wandeldarlehens in Eigenkapital auch von sich aus zu verlangen.

- 15 Wirtschaftlich besonders bedeutsam ist die Festlegung des Wandlungspreises und damit die der späteren Wandlung zugrunde liegende Bewertung des Start-ups. Eine denkbar einfache Regelung sähe so aus, dass das Wandeldarlehen (einschließlich zwischenzeitlich aufgelaufener Zinsen) zu den Konditionen der nächstfolgenden Eigenkapitalfinanzierung, also insbesondere zum dort vereinbarten Ausgabepreis, in Eigenkapital gewandelt wird. Eine solche Regelung wird indes nur in den Fällen vereinbart, in denen das Wandeldarlehen allein die Funktion einer Überbrückungsfinanzierung (Bridge Loan oder Bridge Financing) hat. In diesen Fällen ist eine solche Vereinbarung aus Sicht aller Beteiligten durchaus fair.
- 16 Anders stellt sich die Lage in den Fällen dar, in denen die Finanzierung über ein Wandeldarlehen allein aus Vereinfachungsgründen und zwecks Kosteneinsparung gewählt wird, diese jedoch bei wirtschaftlicher Betrachtung eine Eigenkapitalfinanzierung nur vorübergehend ersetzen soll (mit anderen Worten: wenn die Parteien aus Effizienzgründen die Form des Wandeldarlehens gewählt haben, tatsächlich aber – bei kaufmännischer Betrachtung – eine von der nächstfolgenden Finanzierungsrunde unabhängige Eigenkapitalfinanzierung abbilden wollen). Hier ist es marktüblich, festzulegen, dass das Wandeldarlehen mit einem Abschlag (Discount) auf den Ausgabepreis der nächstfolgenden Finanzierungsrunde in Eigenkapital konvertiert. Üblicherweise werden hier Bewertungsabschläge (von zB 20%) gegenüber der Bewertung der nachfolgenden Eigenkapitalfinanzierungsrunde akzeptiert. Ein wichtiger Diskussionspunkt ist zudem häufig die Vereinbarung einer absoluten Bewertungsobergrenze (Valuation Cap). Aus Investorensicht ist die Festlegung einer Bewertungsobergrenze wichtig, wenn der Frühphasenfinanzierung per Wandeldarlehen auf Seiten des Investors eine konkrete Vorstellung hinsichtlich der Bewertung des Start-ups zugrunde liegt. Diese wird durch die Vereinbarung eines Valuation Caps verbindlich festgelegt. Andernfalls würde der Investor Gefahr laufen, zu der im Rahmen der späteren Finanzierungsrunde vereinbarten, im Zweifelsfall auch und gerade aufgrund der durch sein Wandeldarlehen zugeführten Mittel höheren Bewertung wandeln zu müssen.
- 17 Vereinzelt wird im Rahmen des Wandeldarlehensvertrags noch zusätzlich festgelegt, mit welchen Rechten bzw. Vorzügen die an den Wandeldarlehensgeber auszugebenden Gesellschaftsanteile ausgestattet sein sollen. Diesbezügliche Vorgaben werden insbesondere im Hinblick auf Liquidations- bzw. Erlösverteilungspräferenzen getroffen. In der Praxis hat es sich indes eingebürgert, von allzu detaillierten Regelungen im Wandeldarlehensvertrag abzusehen. Oftmals wird im Wandeldarlehensvertrag schlicht vereinbart, dass das Wandeldarlehen in diejenigen Vorzugsanteile (mit den gleichen Rechten) umgewandelt wird, die in der nächstfolgenden Finanzierungsrunde ausgegeben werden.

#### **d) Frühphasenfinanzierung in Form von Eigenkapital**

- 18 Ist die Frühphasenfinanzierung als Eigenkapitalfinanzierungsrunde ausgestaltet, wird das für Venture Capital-Investments übliche Vertragswerk (meist noch in etwas kondensierter Form) schon in der Seed-Finanzierungsrunde aufgesetzt. Das vollständige Vertragswerk, wie es für Venture Capital-finanzierte Unternehmen marktüblich ist,

wird spätestens im Zusammenhang mit der sich an die Seed-Finanzierung anschließenden Series A-Finanzierung vereinbart. Bei nachfolgenden Finanzierungsrunden wird in der Regel auf das in der Series A-Finanzierungsrunde vereinbarte Vertragswerk aufgesetzt. Die Verhandlung sog. „Folgerunden“, dh der Series A-Finanzierungsrunde nachfolgender Eigenkapitalfinanzierungen, konzentriert sich deshalb auf die Besonderheiten, die von neu beitretenden Investoren (oder von den ihr Investment ausweitenden Bestandsinvestoren) unter Berücksichtigung der jeweiligen Entwicklungsphase des Start-ups eingefordert werden.

### e) Einordnung der Musterdokumente

Die hier kommentierten Vertragsdokumente, insbesondere der Beteiligungsvertrag 19 (Investment Agreement), die Gesellschaftervereinbarung (Shareholders' Agreement) sowie der Gesellschaftsvertrag (Articles of Association) bilden den Kern des Vertragswerks, das im Zusammenhang mit einer Series A-Finanzierungsrunde abgeschlossen wird. Die hier kommentierten Musterverträge basieren auf der Annahme, dass das Start-up in der Rechtsform einer deutschen GmbH gegründet wurde (zu Schwierigkeiten bei der Umsetzung der hier vorgeschlagenen Regelungsgegenstände sowie Lösungsansätzen bei Aktiengesellschaften siehe die ausführlichen Anmerkungen hierzu in Teil 7). Die Muster gehen weiterhin davon aus, dass im Zuge der Series A-Finanzierungsrunde eine Kapitalerhöhung durchgeführt wird, durch die zwei bisher nicht an der Gesellschaft beteiligte Venture Capital-Investoren (die sog. „Series A-Investoren“) neu geschaffene Vorzugsbeteiligungsanteile an der Gesellschaft erwerben und so dem Start-up als Gesellschafter beitreten.

Die Series A-Finanzierungsrunde soll bereits die zweite bei der Gesellschaft durchgeführte Eigenkapitalfinanzierung sein. Es wird unterstellt, dass vor der Series A-Finanzierungsrunde eine Seed-Finanzierungsrunde stattgefunden hat, im Rahmen deren sich drei Business Angels (die sog. „Seed-Investoren“) über eine Kapitalerhöhung an der Gesellschaft beteiligt haben. 20

Ferner wird davon ausgegangen, dass die Gesellschaft zwischenzeitlich Wandeldarlehen 21 aufgenommen hat, die im Zuge der Series A-Finanzierungsrunde gegen Ausgabe neuer Vorzugsanteile in Eigenkapital der Gesellschaft gewandelt werden. Solche Wandeldarlehen werden, wie zuvor dargestellt, auch zum Zwecke der Zwischenfinanzierung bis zur Umsetzung einer geplanten Finanzierungsrunde gewährt (üblicherweise von Bestandsgesellschaftern, die ohnehin beabsichtigen, ihr Investment bei der Gesellschaft im Zusammenhang mit der geplanten Finanzierungsrunde auszuweiten). Sie werden daher oftmals auch als „Bridge Loans“ oder „Bridge Convertibles“ bezeichnet.

## 2. Typische Verhandlungspositionen im Rahmen der Series A-Finanzierung

Im Rahmen einer Venture Capital-Finanzierungsrunde ergeben sich typischerweise 22 eine Reihe von Verhandlungsthemen. Ausgewählte, besonders wichtige Diskussionspunkte sollen nachfolgend aus Sicht der wichtigsten Beteiligten dargestellt werden. Wo mehrere Gruppen von Beteiligten (zB die Bestandsgesellschafter, bestehend aus Unternehmensgründern und Bestandsinvestoren) üblicherweise eine übereinstimmende Verhandlungsposition einnehmen, ist diese in der nachfolgenden Übersicht entsprechend zusammengefasst.

Thema	Position der Unternehmensgründer	Position der Bestandsinvestoren	Position der neu hinzutretenden VC-Investoren
Strukturierung der Finanzierungsrunde (Abschn. 2 ff. des Beteiligungsvertrags)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Möglichst wenige Vollzugsbedingungen (Closing Conditions, Abschn. 3 des Beteiligungsvertrags), insbesondere Verpflichtung zur Zahlung in die Kapitalrücklage mit <i>Anmeldung</i> der Kapitalerhöhung bzw. des neu gefassten Gesellschaftsvertrags zum Handelsregister des Unternehmens</li> <li>• Keine zeitliche Streckung des Gesamtinvestments der neu hinzutretenden VC-Investoren mittels Vereinbarung von Tranchenzahlungen („unechte Milestones“)</li> <li>• Soweit nicht branchenspezifisch marktüblich: keine Abhängigkeit der Auszahlung des Gesamtinvestments von der Erreichung bestimmter wirtschaftlicher Ziele oder Nichteintritt bestimmter Bedingungen („echte Milestones“)</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rücklagenzahlung erst, nachdem neue Gesellschafterstruktur besteht (insbesondere Kapitalerhöhung <i>eingetragen</i> und damit nicht mehr rückgängig zu machen ist)</li> <li>• Im Einzelfall Tranchenzahlung oder Abhängigkeit von Milestones zur Absicherung bestimmter Investmenterwartungen bzw. Unsicherheit in Bezug auf zentrale Entscheidungsparameter</li> </ul>
Garantiesystem (Abschn. 8 ff. des Beteiligungsvertrags)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Möglichst nur fundamentale Garantien (Title-Garantien) und im Übrigen Garantieverprechen der Gesellschaft</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nur fundamentale Garantien (Title-Garantien) und im Übrigen Garantieverprechen der Unternehmensgründer und/oder der Gesellschaft</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fundamentale Garantien (Title-Garantien) aller Bestandsgesellschafter</li> <li>• Umfassende Garantien im Hinblick auf das (operative) Geschäft der Gesellschaft (Business-Garantien)</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Weitergeltung der gegenüber den Bestandsinvestoren abgegebenen Garantieerklärungen aus der vorherigen Finanzierungsrunde</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aufhebung sämtlicher Garantieverprechen aus der vorherigen Finanzierungsrunde bzw. zumindest Rücktritt von Garantieansprüchen der Bestandsinvestoren</li> </ul>

Thema	Position der Unternehmensgründer	Position der Bestandsinvestoren	Position der neu hinzutretenden VC-Investoren
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Weitgehende Beschränkung der persönlichen Haftung, keine kompensierende Kapitalerhöhung (da diese auch zu einer Verwässerung der Bestandsgesellschaft führt), kein Rückgriff auf die Unternehmensanteile der Unternehmensgründer</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Weitgehende Begrenzung der persönlichen Haftung und Beschränkung auf die eigene Einfluss- bzw. Mitwirkungssphäre; keine kompensierende Kapitalerhöhung (da diese auch zu einer Verwässerung der Bestandsgesellschaft führt)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mindestmaß an persönlicher Haftung der Unternehmensgründer (einschl. Rückgriff auf die Unternehmensanteile der Gründer zu festgelegten Bedingungen hinsichtlich der Bewertung); Möglichkeit, eine kompensierende Kapitalerhöhung zu verlangen</li> </ul>
			<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wichtige Einzelgarantien:               <ul style="list-style-type: none"> <li>– Berechtigung und gesellschaftsrechtlicher Status (Abschn. 8.1.1 bis 8.1.3 des Beteiligungsvertrags; bei dem nachfolgend kommentierten Mustervertrag wird davon ausgegangen, dass die vollständige Einzahlung der bisherigen Investments geprüft wurde und daher keiner weiteren Absicherung durch eine entsprechende Garantieerklärung bedarf)</li> </ul> </li> </ul>

Thema	Position der Unternehmensgründer	Position der Bestandsinvestoren	Position der neu hinzutretenden VC-Investoren
			<ul style="list-style-type: none"> <li>– Keine (drohende) Insolvenz (Abschn. 8.1.4 des Beteiligungsvertrags)</li> <li>– Richtigkeit der Jahresabschlüsse (Abschn. 8.1.5 des Beteiligungsvertrags)</li> <li>– Abwesenheit von Finanzverbindlichkeiten und außergewöhnlichen Verbindlichkeiten (Abschn. 8.1.6 des Beteiligungsvertrags)</li> </ul> <p>• Soweit es sich bei dem Geschäftsmodell um ein „IP-lastiges“ handelt: IP-Garantien (Abschn. 8.1.7 des Beteiligungsvertrags)</p>
<p>Ausgestaltung der Governance (insbes. Abschn. 8 der Gesellschaftervereinbarung sowie diesbezüglich relevante Regelungen im Gesellschaftsvertrag und in den jeweiligen Geschäftsordnungen)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Größtmögliche Kontrolle im operativen Bereich und bei der Geschäftsentwicklung und strategischen Weiterentwicklung des Unternehmens</li> <li>• Beschränkung von Zustimmungspflichten auf möglichst wenige, zentrale Geschäftsführungsmaßnahmen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Beibehaltung bestehender Mitwirkungsrechte in Bezug auf bedeutende gesellschaftsrechtliche Maßnahmen und Geschäftsführungsmaßnahmen, jedenfalls soweit für die Absicherung des Investments von besonderer Bedeutung (zB weitere Finanzierung)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zustimmungsvorbehalt im Hinblick auf gesellschaftsrechtliche Maßnahmen (vgl. Abschn. 9.2 des Gesellschaftsvertrags) und Geschäftsführungsmaßnahmen (teilweise auch Abschn. 9.2 des Gesellschaftsvertrags; Geschäftsordnung für die Geschäftsführung) zur Absi-</li> </ul>

Thema	Position der Unternehmensgründer	Position der Bestandsinvestoren	Position der neu hinzutretenden VC-Investoren
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Durchführung von zentralen gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen und Geschäftsführungsmaßnahmen, soweit ein breiter Konsens über alle Gesellschaftergruppen hinweg besteht (keine Abhängigkeit von einzelnen Gesellschaftern oder Gesellschaftergruppen in der Fortentwicklung des Geschäfts)</li> </ul>		<p>cherung des Investments</p>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kurze, schnelle Entscheidungswege; starker Einfluss in einem etwaigen Beirat</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Teilhabe an der Entscheidungsfindung des Beirats (zumindest durch ein „Observer Member“)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Teilhabe an allen Entscheidungsfindungen und adäquate Repräsentanz in einem etwaigen Beirat</li> </ul>
Weitere Finanzierung der Gesellschaft (insbes. Abschn. 10 und Abschn. 12 der Gesellschaftervereinbarung)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Möglichst viel Flexibilität bei der Auswahl künftiger Investoren, keine Festlegung auf einen Bestandsinvestor</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Recht zur Aufrechterhaltung des erreichten pro rata-Anteils (Verwässerungsschutz), auch im Falle der Ausübung eines etwaigen Matching-Rechts (zum Matching-Recht siehe rechte Spalte)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Matching-Recht (dh Recht zur Übernahme der Finanzierungsrunde oder eines signifikanten Anteils hiervon zu den von einem Dritten angebotenen und von den Gesellschaftern akzeptierten Konditionen)</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Durchführung einer Finanzierungsrunde bei Erreichen einer akzeptablen Mehrheit, bei der alle Gesellschaftergruppen hinreichend repräsentiert sind bzw. die breite Zustimmung über alle Gesellschaftergruppen sichergestellt ist</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Zustimmungsvorbehalt im Hinblick auf weitere Finanzierungsrunde und Hinzutritt weiterer Investoren</li> </ul>

Thema	Position der Unternehmensgründer	Position der Bestandsinvestoren	Position der neu hinzutretenden VC-Investoren
Verwässerungsschutz (Downround Protection, Abschn. 11 der Gesellschaftervereinbarung)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Möglichst keine Absicherung des Risikos der Bestandsinvestoren und der neu hinzutretenden VC-Investoren vor einer künftigen Abwertung (geteiltes Risiko; Minderung der Bereitschaft der Bestandsinvestoren bzw. der neu hinzutretenden VC-Investoren, in einer späteren Downround nachzuinvestieren und das Unternehmen in schwieriger Phase zu unterstützen)</li> <li>• Zumindest Kopplung an künftiges Nachinvestment in einer Downround („Pay-to-Play“, vgl. Abschn. 11.2 der Gesellschaftervereinbarung)</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Absicherung des eigenen Investments vor einer Abwertung im Rahmen einer nachfolgenden Finanzierungsrunde, und zwar absteigend (größtmögliche, im Markt zu beobachtende Absicherung):             <ul style="list-style-type: none"> <li>– Full Ratchet: Bewertungskorrektur auf das Niveau der Downround</li> <li>– Narrow-based Weighted Average: Bildung eines gewichteten Durchschnittspreises, der zwischen dem in der Downround vereinbarten Ausgabepreis und dem Anteilspreis der vorherigen Finanzierungsrunde liegt, jedoch <u>ohne</u> Einbeziehung von Stammgeschäftsanteilen und Optionen etc. bei der Gewichtung</li> <li>– Broad-based Weighted Average: Bildung eines gewichteten Durch-</li> </ul> </li> </ul>

Thema	Position der Unternehmensgründer	Position der Bestandsinvestoren	Position der neu hinzutretenden VC-Investoren
			schnittspreis, der zwischen dem in der Downround vereinbarten Ausgabepreis und dem Anteilspreis der vorherigen Finanzierungsrunde liegt, jedoch <u>mit</u> Einbeziehung von Stammgeschäftsanteilen und Optionen etc. bei der Gewichtung
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Streichung der Downround Protection von Bestandsinvestoren, wenn sich deren Investment im Rahmen der Finanzierungsrunde „bestätigt“ hat (weil die nunmehr geltende Bewertung des Unternehmens höher ist als diejenige, die der vorhergehenden Finanzierungsrunde zugrunde gelegt wurde)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Beibehaltung einer bestehenden Downround Protection</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kein Fortgelten der Downround Protection der Bestandsgesellschafter, soweit diese überwiegend zulasten der Unternehmensgründer gehen würde und ein Incentive setzen würde, in einer etwaigen, künftigen Downround nicht mitzuinvestieren</li> </ul>
Vesting (Abschn. 14 der Gesellschaftervereinbarung)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Teilweise sicher gewestete (dh nicht dem Vesting unterliegende) Anteile</li> <li>• Verkürzung des Vesting-Zeitraums (Vesting Period)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sämtliche Anteile der Unternehmensgründer unterliegen dem Vesting</li> <li>• Jedenfalls im „Bad Leaver-Fall“ verfallen alle Anteile (auch die bereits als gewestet geltenden Anteile)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vereinbarung einer Cliff Period zB für die Dauer</li> </ul>

Thema	Position der Unternehmensgründer	Position der Bestandsinvestoren	Position der neu hinzutretenden VC-Investoren
	für in der Vergangenheit liegende Tätigkeit oder Beibehaltung des bereits in der Vergangenheit liegenden Vesting-Beginns (Vesting Start Date)		von sechs Monaten nach Einstieg der VC-Investoren <ul style="list-style-type: none"> <li>• Neubeginn des Vestings mit Einstieg der Neuinvestoren</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Beschränkung des Vestings auf Kündigung bzw. Abberufung aus wichtigem Grund (dh auf „Bad Leaver-Fälle“)</li> <li>• Abfindung im „Good Leaver-Fall“ zu einem akzeptablen Abfindungswert (zB Anteilspreis der letzten Finanzierungsrunde)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verlust aller Anteile (unter Umständen auch einschließlich der dem Vesting an sich nicht unterliegenden Anteile) im Falle eines Bad Leaver Events</li> <li>• Verlust aller nicht gevesteten Anteile im Falle eines Good Leaver Events)</li> <li>• Abfindung für verfallene Anteile in jedem Fall zum Nominalwert (bzw., falls höher, zu ursprünglichen Anschaffungskosten der verfallenen Anteile)</li> </ul>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Enge Definition von „Cause“ als Grundlage eines Bad Leaver Events</li> <li>• Weitgefaste Definition des „Good Reasons“</li> <li>• Keine Einbeziehung des Wettbewerbs- und Abwerbverbots</li> <li>• Grundlose Eigenkündigung kein Fall des „Bad Leaver-Fall“</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Einbeziehung der Kündigung aus wichtigem Grund (§ 626 BGB) sowie des Verstoßes gegen das Wettbewerbs- und Abwerbverbots in die Definition von „Cause“</li> <li>• Darüber hinaus Einbezug weiterer Fälle (schwer) geschäftsschädigenden Verhaltens sowie grundlose Eigenkündigung als „Bad Leaver-Fall“</li> </ul>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Beschleunigtes Vesting sämtlicher Anteile (Accelerated Vesting) im Falle eines mehr</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kein beschleunigtes Vesting bzw. beschleunigtes Vesting nur unter bestimmten Bedingungen (zB Bereitschaft, für den/die Erwerber für einen bestimmten Zeitraum weiterhin tätig</li> </ul>	

Thema	Position der Unternehmensgründer	Position der Bestandsinvestoren	Position der neu hinzutretenden VC-Investoren
	heitlichen Unternehmensverkaufs	zu werden) oder in Bezug auf einen Teil der im Zeitpunkt des Unternehmensverkaufs ungevesteten Anteile	
Verfügungsbeschränkungen der Unternehmensgründer (Abschn. 16 der Gesellschaftervereinbarung)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kein Lock-up der Unternehmensgründer</li> <li>Jedenfalls teilweise Befreiung vom Lock-up (dh Möglichkeit der Veräußerung eines Teils der von den Unternehmensgründern gehaltenen Anteile)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Langfristige Bindung der Unternehmensgründer als Gesellschafter des Unternehmens, jedenfalls für die Dauer der Vesting-Periode</li> </ul>	
Mitveräußerungspflicht (Abschn. 19 der Gesellschaftervereinbarung)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Veräußerung des Unternehmens nicht ohne Zustimmung der Unternehmensgründer</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Möglichkeit, neu hinzutretende VC-Investoren jedenfalls nach Ablauf eines gewissen Zeitraums ebenfalls zur Mitveräußerung zu verpflichten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Zustimmungsvorbehalt (jedenfalls zeitlich befristet)</li> <li>Festlegung einer Mindestbewertung für die Veräußerung des Unternehmens</li> <li>Recht zur Initiierung eines geordneten M&amp;A-Prozesses nach Ablauf eines bestimmten Zeitraums (zB von fünf Jahren)</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Veräußerung durch alle Gesellschaftergruppen zu den gleichen Bedingungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Beschränkung der Verpflichtung zur Abgabe von Garantien in Bezug auf die Geschäftstätigkeit der Gesellschaft (Business-Garantien): Möglichst nur Fundamentalgarantien (Title-Garantien) und weitgehende Haftungsbeschränkung</li> </ul>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Keine weitergehenden Verpflichtungserklärungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Verpflichtung der Unternehmensgründer zur Abgabe marktüblicher Garantieerklärungen in Bezug auf die</li> </ul>	

Thema	Position der Unternehmensgründer	Position der Bestandsinvestoren	Position der neu hinzutretenden VC-Investoren
	im Vorfeld einer möglichen Unternehmensübernahme	Geschäftstätigkeit der Gesellschaft gegenüber künftigem Erwerber	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verpflichtung der Unternehmensgründer, während eines Übergangszeitraums zu gleichen Bedingungen auch nach einer Unternehmensübernahme für das Unternehmen tätig zu bleiben</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ausschluss des Vorerwerbsrechts im Falle der Verpflichtung zur Mitveräußerung</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aus Sicht eines strategischen Investors: Vorerwerbsrecht auch im Falle einer Mitveräußerungspflicht (üblicherweise in diesem Zusammenhang als „Matching-Recht“ bezeichnet)</li> </ul>
Mitveräußerungsrecht (Abschn. 20 der Gesellschaftervereinbarung)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mitveräußerungsrecht auch für Unternehmensgründer</li> <li>• Mitveräußerungsrecht auch während einer etwaigen Lock-up-Periode</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Möglichst vollständige Befreiung von der Mitveräußerungspflicht (nur Mitveräußerungsrecht)</li> <li>• Ausnahme von der Mitveräußerungspflicht bei Veräußerung an Finanzinvestoren oder im Rahmen einer sog. Secondary-Transaktion</li> <li>• Zeitliche Befristung der Mitveräußerungspflicht</li> <li>• Volles (nicht lediglich pro rata) Mitveräußerungsrecht, jedenfalls im Falle eines Mehrheitswechsels bzw. einer Veräußerung an ein Konkurrenzunternehmen oder einen strategischen Erwerber</li> </ul>	
Mitarbeiterbeteiligungsprogramm (Employee Stock Option Program oder kurz ESOP; Abschn. 23 der Gesellschaftervereinbarung)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gleichmäßige Verteilung der wirtschaftlichen Belastung durch ein ESOP auf alle Gesellschafter (dh Verwässerung aller Gesellschafter einschließlich der neu hinzutretenden VC-Investoren)</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wirtschaftliche Lasten eines neu eingerichteten oder erweiterten ESOPs werden von den Bestandsgebern getragen</li> </ul>

Thema	Position der Unternehmensgründer	Position der Bestandsinvestoren	Position der neu hinzutretenden VC-Investoren
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Weitgehende Freiheit bei der Festlegung des Kreises der Begünstigten sowie der Bedingungen der ESOP-Vergabe im Einzelfall</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zustimmungsvorbehalt im Hinblick auf die Rahmenbedingungen des ESOPs</li> <li>• Zustimmungsvorbehalt im Hinblick auf besonders umfangreiche ESOP-Vergabe an Einzelpersonen oder an Unternehmensgründer sowie bei Abweichung von bestimmten Standardbedingungen (zB bei Vereinbarung eines beschleunigten Vestings oder bei Unterschreiten des standardmäßigen Vesting-Zeitraums)</li> </ul>	
Liquidationspräferenz (Abschn. 24 der Gesellschaftervereinbarung)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Keine „Sonderausstattung“ der erstrangigen Liquidationspräferenz der neu hinzutretenden VC-Investoren (zB in Form einer Mindestverzinsung, einer partizipierenden Liquidationspräferenz oder einer mehrfachen Liquidationspräferenz)</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Liquidationspräferenz im ersten Rang</li> <li>• Absicherung einer Mindestverzinsung, jedenfalls in den Fällen der Mitveräußerungspflicht</li> <li>• „Sonderausstattung“ (zB partizipierende Liquidationspräferenz oder mehrfache Liquidationspräferenz)</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gleichmäßige Verteilung der aus der Unternehmensveräußerung erzielten Barmittel und Berücksichtigung etwaiger Einbehalte durch den Erwerber</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vorrangige Bedienung der Liquidationspräferenz aus den im Rahmen der Unternehmensveräußerung erzielten Barmitteln, möglichst unabhängig von einem etwaigen Escrow bzw. Holdback</li> </ul>	
Wettbewerbs- und Abwerbverbot (Abschn. 28 und 29 der Gesellschaftervereinbarung)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kurzes Wettbewerbs- und Abwerbverbot (zB bis zu 12 Monate)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Möglichst langes Wettbewerbs- und Abwerbverbot (zB bis zu 24 Monate)</li> </ul>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wettbewerbs- und Abwerbverbot knüpft allein</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verknüpfung des Wettbewerbs- und Abwerbverbots sowohl mit der Geschäftsführer- als auch mit der Gesell-</li> </ul>	

Thema	Position der Unternehmensgründer	Position der Bestandsinvestoren	Position der neu hinzutretenden VC-Investoren
	<p>an die operative Geschäftsführungstätigkeit an</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Bei Verknüpfung mit der Gesellschafterstellung: jedenfalls kein Wettbewerbs- und Abwerbverbot nach Verwässerung unter eine bestimmte Beteiligungsschwelle (zB unter 5 %)</li> </ul>	<p>schafterstellung der Unternehmensgründer</p>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Keine Verknüpfung des Wettbewerbs- und Abwerbverbots mit dem Vesting</li> <li>• Keine Vertragsstrafe</li> <li>• Karenzentschädigung während der Dauer des Wettbewerbs- und Abwerbverbots</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verlust von Anteilen am Unternehmen im Falle eines Verstoßes gegen das Wettbewerbs- und Abwerbverbot mittels Verknüpfung mit den Vesting-Bestimmungen (oder als eigenständige Rechtsfolge)</li> <li>• Effektive Durchsetzung des Wettbewerbs- und Abwerbverbots mittels einer empfindlichen Vertragsstrafe</li> <li>• Keine Karenzentschädigung, jedenfalls Anrechnung jeglichen anderweitigen Verdiensts und Entfallen der Karenzentschädigung bei Möglichkeit, alternativer Tätigkeit nachzugehen (Anrechnung anderweitiger Verdienstmöglichkeit)</li> </ul>	

# Schnell im Griff: VC-Verträge.

Neuerscheinung

Bank/Möllmann  
Venture Capital Agreements  
in Germany

2017. XIII, 594 Seiten.  
Mit Mustern zum Download.  
In Leinen € 149,-  
ISBN 978-3-406-67229-3  
Neu im November 2017

Mehr Informationen:  
[www.beck-shop.de/bewubh](http://www.beck-shop.de/bewubh)



## Das neue Formularbuch

enthält praxiserprobte, standardisierte Muster in englischer Sprache zu allen üblichen Vertragsdokumenten einer Venture Capital-Transaktion. Alle Muster stehen zum Download zur Verfügung. Zu den einzelnen Vertragsbestimmungen finden sich umfangreiche Erläuterungen und ergänzende Ausführungen in deutscher Sprache sowohl in rechtlicher Hinsicht (Zivilrecht, Gesellschaftsrecht, Steuerrecht) als auch zu deren wirtschaftlichem Hintergrund. Die gegenüberstehenden Interessen der beteiligten Parteien in der spezifischen Verhandlungssituation werden aufgezeigt und erläutert.

## Die Vertragsmuster – auch zum Download

- Investment Agreement/Beteiligungsvertrag
- Shareholders' Agreement/Gesellschaftervereinbarung
- Articles of Association/Gesellschaftsvertrag
- Rules of Procedure for the Management/Geschäftsordnung für die Geschäftsführung
- Rules of Procedure for the Advisory Board/Geschäftsordnung für den Beirat

## Beste Unterstützung

sowohl für Rechtsanwälte und Steuerberater, die im Bereich Venture Capital beraten, als auch für Venture Capital-Investoren und Unternehmensgründer.