



# VC IN SICHT?

**Recht für Gründer\*innen:** Wir zeigen die wesentlichen Schritte und Themen im Rahmen einer Finanzierung mit sog. Wagniskapital (Venture Capital).

**L**aut statistischen Veröffentlichungen hat sich der Gesamtbetrag der Wagniskapitalinvestitionen in deutsche Start-ups im vergangenen Jahr auf über 15 Milliarden Euro mehr als verdreifacht. Risiken sind zwar angesichts der welt- bzw. finanzpolitischen Lage unzweifelhaft im Markt vorhanden und einige Marktteilnehmer\*innen äußern, dass Investor\*innen insbesondere bei großvolumigen Finanzierungsrunden bereits zurückhaltender agieren. Gleichwohl sind deutsche Start-ups und der Standort Deutschland im Allgemeinen weiterhin überaus attraktiv für nationale wie internationale Investor\*innen aus dem Bereich Venture Capital. Das Kapital wird dabei im Rahmen von Finanzierungsrunden zur Verfügung gestellt.

## Gestaltungsformen

In der klassischen Struktur einer Finanzierungsrunde werden im Rahmen einer Kapitalerhöhung neue Geschäftsanteile an einem Start-up an die Investor\*innen ausgegeben, die sich im Gegenzug zu einer Einzahlung eines Cash-Betrages (auf das Stammkapital der ausgegebenen Anteile und) in die Kapitalrücklage der Gesellschaft verpflichten.

Daneben sind in der Praxis insbesondere in der Frühphase eines Start-ups oder bei einer Übergangsförderung bis zu einer ggf. dann größeren Finanzierungsrunde sog. Wandeldarlehen gebräuchlich. Hier werden Anteile an der Gesellschaft noch nicht ausgegeben, jedoch aufbauend auf einen Darlehensvertrag jene Konditionen bereits festgelegt, durch die die Darlehenssumme später in Anteile gewandelt wird. Der/die Investierende bleibt damit im Gegensatz zur vorgenannten klassischen Struktur zunächst Darlehensgeber\*in und wird erst bei Eintritt und Umsetzung der Wandlung Gesellschafter\*in. Mit der Wandlung und Ausgabe der Anteile an den/die Investor\*in ist dann vorgesehen, dass das Darlehen erlischt.

## Wesentlicher Ablauf

Die Investor\*innen werden die Risiken ihres geplanten Investments zunächst evaluieren. Während Business Angels hier häufig eher zurückhaltend sind, werden sich größere Investor\*innen und insbesondere strategische Investor\*innen die Finanzen und die rechtlichen Themen des Start-ups ansehen. Regelmäßig entscheidend ist hier der Nachweis des Bestandes der vorhandenen (vollständigen) IP-Rechte durch die Gesellschaft. In der Praxis treten Probleme etwa durch das Ausscheiden früherer Mitgründer\*innen auf, soweit der Ausstieg vertraglich nicht ordentlich geregelt wurde. Ebenfalls besonders relevant sind eingeräumte Rechte Dritter sowohl im Rah-

men von Optionsrechten über Anteile als auch virtuelle Anteile (einschließlich im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen) und sämtliche gerichtliche und außergerichtliche Verfahren. Der Umfang wird seitens des/der betreffenden Investor\*in regelmäßig durch eine Anforderungsliste (sog. Request List) festgelegt.

Wichtig ist, dass vor all diesen Offenlegungen entsprechende Vertraulichkeitsvereinbarungen mit den Investor\*innen bestehen. Soweit die strategischen Investor\*innen zudem Wettbewerber\*innen des Start-ups sind, ist zudem auf kartellrechtliche Besonderheiten im Ablauf der Offenlegung zu achten. Deckt die Due Dilligence (erhebliche) rechtliche Risiken auf, kommt es möglicherweise zum Abbruch der Verhandlungen oder es werden sog. Post Closing Conditions vereinbart, die dem Start-up bzw. den Gründer\*innen aufgeben, nach Durchführung der Finanzierungsrunde bestimmte Sachverhalte rechtlich nachzubessern (etwa den Datenschutz auf das Niveau eines Marktstandards zu bringen).

Das Timing dieser sog. Due-Diligence-Prüfung seitens des/der Investor\*in und die geplanten wesentlichen Eckpunkte der Finanzierung, einschließlich insbesondere der Struktur und Höhe des Investments, der Bewertung des Start-ups, aber auch der wesentlichen gegenseitigen Rechte und Pflichten, werden dabei häufig in einem sog. Term Sheet festgelegt. Hierbei handelt es sich um eine Vereinbarung auf wenigen Seiten, die per se im Kern zwar rechtlich nicht bindend ausgestaltet ist, jedoch als Dokumentation des gegenseitigen Verständnisses der geplanten Transaktion sinnvoll ist (unter Ausnahme ggfs. von sehr überschaubaren Investments, die zur Vermeidung des Aufwands direkt und ohne Term Sheet umgesetzt werden).

## Die konkrete Umsetzung der Finanzierungsrunde

Die konkrete Umsetzung der Finanzierungsrunde erfolgt dann je nach Struktur entweder durch Unterzeichnung des Wandeldarlehenvertrages oder einer Beteiligungs- und Gesellschaftervereinbarung. Die Beteiligungs- und Gesellschaftervereinbarung (sog. Investment and Shareholders Agreement) kann in zwei separate Dokumente oder aber innerhalb derselben Urkunde in zwei Teile unterteilt werden. In jedem Fall beinhaltet die Beteiligungsvereinbarung die Struktur und Konditionen des Investments (Regelungskomplexe betreffen etwa die Kapitalerhöhung und Leistungen des/der Investor\*in, ggf. Milestones, Verwässerungsschutz, Garantieregelungen seitens der Gesellschaft bzw. der Gründer\*innen), wohingegen die Gesellschaftervereinbarung die Struktur der künftigen gemeinsamen Beteiligung als Gesellschafter\*in regelt

(etwa Veto- bzw. Zustimmungsvorbehalte des/der Investor\*in, Vorerwerbsrecht, Mitverkaufsrecht und/oder -pflicht, besondere Optionsregelungen, Vesting-Regelung zugunsten der Gründer\*innen, Liquidationspräferenz, Wettbewerbsverbot).

In aller Regel wird dabei die Beteiligungs- und Gesellschaftervereinbarung aufgrund der enthaltenen Regelungen durch eine(n) Notar\*in zu beurkunden sein. Dasselbe gilt für einen Wandeldarlehenvertrag, zumindest soweit dieser wie regelmäßig die Pflicht des Wandeldarlehensgebenden vorsieht, mit der Wandlung einer Gesellschaftervereinbarung beizutreten bzw. im Einzelfall soweit eine Pflicht des Wandeldarlehensgebenden zur Wandlung besteht.

dungspflicht auslösen. In der Notarpraxis ist darüber hinaus umstritten, ob die verwendeten Muster die Beurkundungspflicht überhaupt entfallen lassen. Soweit eine bestehende Beurkundungspflicht nicht eingehalten würde, führt dies regelmäßig zur Unwirksamkeit der gesamten Vereinbarung.

## Fazit

Die Finanzierungsrunde hat naturgemäß für Gründer\*innen eine erhebliche Bedeutung. Es wird dort im Lebenszyklus des Unternehmens der Grundstein für eine erfolgreiche Wertentwicklung gelegt. Die Abläufe und Themen einer Finanzierungsrunde sind hierbei überwiegend Standard und können



In der Praxis werden bei kleineren Investments teilweise Versuche unternommen, die Notarkosten durch besondere Gestaltungen einzusparen. Hier kursieren insbesondere aus Business-Angel- bzw. Gründer\*innen-Netzwerken Vorlagen, die beurkundungspflichtige Regelungen von der Beteiligungs- und Gesellschaftervereinbarung in die ohnehin zu beurkundende Satzung verschieben und die von einer weiteren Beurkundung dann absehen. Insbesondere aus Sicht des/der Gründer\*in sollte bei der Verwendung von diesbezüglichen Musterverträgen unbedingt anwaltlicher Rat eingeholt werden. Aus unserer Erfahrung kommt es aus den Verhandlungen regelmäßig zu erheblichen Anpassungen dieser Vertragsmuster und stellt sich die durchaus komplexe rechtliche Frage, ob die betreffenden Änderungen nicht wiederum eine Beurkun-

gut antizipiert werden. Die Gründer\*innen sollten dabei die einzelnen Schritte (insbesondere die ggf. geplante Due Dilligence durch den/die Investor\*in) sorgfältig vorbereiten. Rechtliche Probleme, die sonst im Laufe der Finanzierungsrunde aufkommen, können so proaktiv vermieden werden. ●

Der Autor Alexander Weber, LL.M., ist Rechtsanwalt und Partner bei Heuking Kühn Lüer Wojtek in München im Bereich Venture Capital/Gesellschaftsrecht, [www.heuking.de](http://www.heuking.de)

Vormerken: In der kommenden Ausgabe von StartingUp – Heft 04/22 – liest du in unserer Serie „Recht für Gründer\*innen“: Der Beteiligungsvertrag – wesentliche Themen und Standards.