

Titel: Der Beteiligungsvertrag – Worauf Startup und Investor achten sollten

Datum: 04.03.2022

Autoren: RA Mag. Michael Huetz

Schlagworte: Beteiligungsvertrag, Startup, Term Sheet, Bewertung, Liquidation Preference, Vesting, Tag-Along, Drag-Along, Exit, Venture Capital, Privat Equity

Der Beteiligungsvertrag – Worauf Startup und Investor achten sollten

Von RA Mag. Michael Huetz

Der Beteiligungsvertrag regelt die Rechte und Pflichten eines Startups einerseits und dem Investor (Venture Capital; Private Equity) andererseits. Er stellt damit gewissermaßen die Spielregeln für die Zusammenarbeit zwischen Startup und Investor dar und regelt insbesondere auch was gelten soll, wenn eine funktionierende Zusammenarbeit nicht mehr möglich ist.

Term Sheet

Dem Beteiligungsvertrag gehen häufig mehr oder weniger intensive Verhandlungen zwischen Startup und Investor voraus. Den Anfang macht hier regelmäßig ein von Startup und Investor unterzeichnetes Term Sheet (manchmal auch LOI – Letter of Intent; oder MoU – Memorandum of Understanding genannt); dieses Term Sheet legt die Eckpunkte der gemeinsamen Zusammenarbeit (insbesondere Bewertung, Beteiligungsausmaß, Exit) fest. Je nach Ausgestaltung kann das Term Sheet bereits verbindlich oder eben nur ein Bekenntnis zu ergebnisoffenen Verhandlungen und damit unverbindlich sein.

Bewertung (Valuation) und Beteiligung des Investors

Die Frage, die sich bei jedem Einstieg eines Investors stellt, ist jene nach der Bewertung (Valuation) des Startups. Davon hängt ab, in welchem Ausmaß sich der Investor am Startup beteiligt und wieviel er für seine Beteiligung bezahlt. Klassische Bewertungsverfahren (wie etwa das Discounted-Cash-Flow-Verfahren, Multiplikatorenmodelle) eignen sich nur bedingt für die Bewertung von Startups, weil dafür (mehr oder weniger) verlässliche Prognoserechnungen in Hinblick auf Cash-Flow, EBIT, EBITDA etc. erforderlich sind. Gerade in der Pre-Seed-Phase und anderen Early-Stage-Phasen eines Startups ist man noch weit davon entfernt, einen Gewinn zu erzielen und/oder eine verlässliche Prognose über die Zukunft abzugeben. Es geht vielfach erst darum einen proof of concept zu erreichen.

Bei der Bewertung orientiert man sich daher häufig an der Bewertung von vergleichbaren Startups. Im Endeffekt ist die Bewertung des Startups dann aber das Ergebnis der Verhandlungen mit dem Investor. Weil die Bewertung von Startups vor allem in Pre-Seed und Early-Stage-Phase vom tatsächlichen Unternehmenswert weit abweichen kann, vereinbart man häufig in Beteiligungsverträgen, dass der Investor das Recht (Call-Option) haben soll, zu einem späteren Zeitpunkt weitere Anteile zu einer günstigeren Bewertung zu übernehmen.

Veto-Rechte und Sonderrechte des Investors

Häufig sichert sich der Investor im Zuge seines Einstieges bestimmte Mitbestimmungsrechte in Bezug auf die operative Unternehmensführung. Üblich sind etwa Bestimmungen, wonach die Aufnahme eines Kredites und Vornahme von Investitionen, die ein bestimmtes Volumen übersteigen, der Zustimmung des Investors bedürfen; gleiches gilt für den Abschluss eines Wandeldarlehens (Convertible Loan) oder einer stillen Beteiligung, weil hier weitere Personen in Konkurrenz zum Investor treten und ebenfalls einen Anspruch auf Gewinn haben; manchmal wird dem Investor auch in Bezug auf die Neubestellung/Abberufung der Geschäftsführung ein Vetorecht eingeräumt. Denkbar sind auch Entsendungsrechte: Demnach hat der Investor das Recht, eine Person seiner Wahl als Geschäftsführer zu entsenden.

Liquidation Preference

In so gut wie allen Beteiligungsverträgen ist eine Liquidation Preference zugunsten des Investors zu finden. Durch die Liquidation Preference soll der Investor im Fall eines Exits (etwa, wenn das Startup verkauft wird) aus dem Erlös des Exits sein investiertes Vermögen vorrangig zurückbekommen und anschließend der übrig bleibende Erlös nach dem Beteiligungsverhältnis aufgeteilt werden. Der Investor profitiert damit überverhältnismäßig von einem Exit bzw. wird er bevorzugt, wenn der Exiterlös nicht ausreicht, um alle Geldgeber zu befriedigen. Die Liquidation Preference kann auch so gestaltet sein, dass der Investor aus dem Exiterlös sogar das Doppelte seines eingesetzten Vermögens erhält und erst danach eine Aufteilung nach dem Beteiligungsverhältnis erfolgt. Derartige multiple Liquidation Preferences kommen dann vor, wenn das Risiko für den Investor beim Investment sehr hoch war.

Vesting

Einer der Hauptgründe, warum sich ein Investor an einem Startup beteiligt, ist neben einer überzeugenden Geschäftsidee vor allem auch das Gründerteam. Der Investor hat daher ein Interesse, dass das Gründerteam so lange wie möglich an Board bleibt und aktiv im Startup tätig ist. Das sichert man durch Vesting-Klauseln ab. Beim Vesting verpflichten sich die Gründer weitere Anteile an den Investor abzugeben, wenn sie das Startup binnen einer festgelegten Frist verlassen. Häufig richtet sich die Höhe des Preises im Falle einer Übertragung von Anteilen nach dem Grund des Ausscheidens eines Gesellschafters. Hier wird zwischen good leaver cases und bad leaver cases unterschieden. Im bad leaver case scheidet der Gesellschafter freiwillig aus der operativen Tätigkeit im Startup aus (zB

Eigenkündigung), im good leaver case verlässt er das Startup unverschuldet (zB Krankheit; Kündigung durch die Gesellschaft, ohne dass ein wichtiger Grund vorliegt). Im bad leaver case verliert der ausscheidende Gesellschafter häufig einen Teil seiner gevesteten Anteile und/oder muss diese zu einem niedrigeren Preis an den Investor abgeben.

Tag-Along, Drag-Along, Pre-emption Right, Exit

Ein Investor hat bei einem Investment in ein Startup regelmäßig auch bereits den Exit im Auge. Dabei kann es sich um einen planbaren Exit handeln (zB nach Ablauf von 3-5 Jahren) oder aber um einen fire sale, wenn das Startup nicht wie geplant performed. Für die Zwecke des Exits werden daher regelmäßig Tag-Along-Rights (Mitverkaufsrecht) und Drag-Along-Rechte (Mitverkaufspflicht) vereinbart. Das hat den Hintergrund, dass der Investor seinen (regelmäßig Minderheitsanteil) nur schwer am Markt verkaufen kann. Durch ein Drag-Along-Recht kann der Investor von den übrigen Gesellschaftern verlangen, dass diese zu den gleichen Konditionen wie er seinen Anteil verkaufen (er kann die anderen Gesellschafter also „mitziehen (draggen)“. Das Tag-Along Recht berechtigt demgegenüber den Investor seinen Anteil zu den gleichen Konditionen mitzuverkaufen, wenn ein anderer Gesellschafter seine Anteile verkauft (taggen). Ein pre-emption Recht (Vorkaufsrecht) berechtigt die Gesellschafter für den Fall, dass einer von ihnen beabsichtigt seinen Anteil an einen außenstehenden Dritten zu übertragen, ein Vorkaufsrecht haben.

Fazit

Der Beteiligungsvertrag ist die rechtliche Basis der Zusammenarbeit zwischen Startup und Investor. Neben den Sonderrechten des Investors in Bezug auf die Mitbestimmung bei der operativen Unternehmensführung, sieht der Beteiligungsvertrag häufig auch umfangreiche Regelungen zum Exit vor (insbesondere Vesting, Drag-Along; Liquidation Preference).

CHG berät Startups und Investoren regelmäßig in Zusammenhang mit Beteiligungsverträgen, so etwa zuletzt beim Einstieg der Tyrol Equity AG in die TYPG GmbH.

Kontakt:

RA Mag. Michael Huetz: huetz@chg.at

CHG Czernich Haidlen Gast & Partner Rechtsanwälte

Bozner Platz 4, 6020 Innsbruck

Tel.: +43 512 567373

office@chg.at

www.chg.at