

**Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht**

Band 2

Der Venture Capital- Beteiligungsvertrag (VCB)

**Typisierung, Amerikanisierung
und Flexibilisierungselemente eines
Finanzierungsvertrages**

Von

Nicholas Ziegert



Duncker & Humblot · Berlin

NICHOLAS ZIEGERT

Der Venture Capital-Beteiligungsvertrag (VCB)

**Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht**

Herausgegeben von

**Professor Dr. Holger Fleischer, Bonn
Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg
Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen**

Band 2

Der Venture Capital- Beteiligungsvertrag (VCB)

Typisierung, Amerikanisierung
und Flexibilisierungselemente eines
Finanzierungsvertrages

Von

Nicholas Ziegert



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät
der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg hat diese Arbeit
im Jahre 2004 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische
Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten
© 2005 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Fremddatenübernahme und Druck:
Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 3-428-11753-0

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☉

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Meinen Eltern

Vorwort

Einen wesentlichen Anteil an der Entstehung dieser Arbeit hatte ein einjähriger Studienaufenthalt an der Law School der New York University 2001 bis 2002, der mir neben vielen wichtigen persönlichen Erlebnissen erste Einblicke in die Vertragsgestaltungspraxis in der US-amerikanischen Venture Capital-Industrie ermöglichte.

Die vorliegende Arbeit wurde 2003 abgeschlossen und von der Juristischen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg im Frühjahr 2004 als Dissertation angenommen.

Mein besonderer Dank gilt Herrn Prof. Dr. Hanno Merkt, LL.M. für die Betreuung der Arbeit, die Erstellung des Erstgutachtens und schließlich die Aufnahme des Titels in die Reihe „Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht“. Herrn Prof. Dr. Peter Sester danke ich für das zügig erstellte Zweitgutachten und Herrn Prof. Dr. Holger Fleischer sowie Herrn Prof. Dr. Gerald Spindler für die freundliche Aufnahme in die oben genannte Schriftenreihe.

Für die Durchsicht des Entwurfes danke ich schließlich Herrn Rechtsanwalt Lars Schäfer, LL.M., der mir sprachlich eine große Hilfe war.

Hamburg, im Juni 2005

Nicholas Ziegert

Inhaltsübersicht

Erster Teil

Einführung	23
A. Grundlagen und Problematik des Venture Capital-Beteiligungsvertrags (VCB)	23
B. Einschränkung des Untersuchungsgegenstandes	62

Zweiter Teil

Venture Capital	63
A. Bedeutung	63
B. Geschichte der Risikofinanzierung und des Venture Capital	64
C. Die beteiligten Parteien	74
D. Die grundlegenden Interessen	81
E. Überblick über eine typische Unternehmensfinanzierung mit Venture Capital	83
F. Definition: Venture Capital	87
G. Zwischenergebnis	93

Dritter Teil

Der Venture Capital-Beteiligungsvertrag	94
A. Zwecke der Vertragsgestaltung im Rahmen des VCB	94
B. Aufbau	95
C. Das vorvertragliche Stadium	96
D. Präambel	104
E. Begriffsbestimmungen / Definitionen	104
F. Rechtsformen der Beteiligung	105
G. Rechtsprobleme der Bewertung	112
H. Höhe und Laufzeit der Beteiligung	120
I. Optionsregelungen und Möglichkeiten der Bewertungskorrektur	131
J. Managementunterstützung durch den Venture Capital-Geber	137

K. Zusicherungen und Garantien	139
L. Steuerungs- und Kontrollrechte	142
M. Informationspflichten	151
N. Sonderrechte	158
O. „Key-Man-Issues“	161
P. Wettbewerbsverbote und Schutz des Know-how	163
Q. Exitvereinbarungen	165
R. Formvorschriften	201
S. Sonstiges	201

Vierter Teil

Gesamtbetrachtung der Charakteristika	206
A. Der Typus des VCB	206
B. Anglo-amerikanischer Einfluss	207
C. Flexibilisierungselemente	208

Fünfter Teil

Entwicklungstendenzen und Schluss	211
Literaturverzeichnis	215
Stichwortverzeichnis	232

Inhaltsverzeichnis

Erster Teil

Einführung	23
A. Grundlagen und Problematik des Venture Capital-Beteiligungsvertrags (VCB)	23
I. Einleitung	23
1. Der VCB als neuer Vertragstyp?	25
2. Der VCB und die Umsetzung anglo-amerikanischer Finanzierungsstrukturen	25
3. Flexible Vertragselemente als Vertragscharakteristikum des VCB?	28
4. Der VCB aus kybernetischer Sicht	31
5. Das Investitionsrisiko als Geschäftsgrundlage i.S. einer <i>clausula rebus sic stantibus</i> ?	34
II. Der Venture Capital-Beteiligungsvertrag als Vertragstypus	36
1. Relevanz der Typenbildung	36
2. Relevante Rechtsgebiete	37
a) Kapitalgesellschaftsrecht	37
b) Personengesellschaftsrecht	38
c) Bank- und Kapitalmarktrecht	38
d) Dienstvertragsrecht	39
e) Wettbewerbsrecht, Kartellrecht, gewerblicher Rechtsschutz	39
f) Bilanz- und Steuerrecht	39
g) Schuldrecht	40
h) Recht der Allgemeinen Geschäftsbedingungen	40
3. Rechtsdogmatische Einordnung	41
a) Klassische Vertragsdogmatik	41
(1) Der VCB als Vertragsverbindung	42
(2) Der VCB als atypischer Vertrag?	42

(3) Der VCB als gemischter Vertrag?	43
(4) Der VCB als BGB-Gesellschaft	44
(5) Der VCB als Vorgründungsvertrag	46
b) Jüngere Entwicklungen	46
(1) Der komplexe Langzeitvertrag	47
(2) Der langfristige Vertrag	48
(3) Moderne Vertragstypen	48
III. Abgrenzung zu herkömmlichen Vertragstypen	49
1. VCB als Joint-Venture?	49
2. VCB als Unternehmens- oder Beteiligungskaufvertrag?	50
3. VCB als Beratervertrag?	50
IV. Der Einfluss anglo-amerikanischer Rechtskultur auf den VCB	50
V. Vertragstheoretische Grundlagen der Wirtschaftswissenschaften	52
1. Grundlagen und Bedeutung für den VCB	53
a) Ziel der ökonomischen Untersuchung von Verträgen	54
(1) Der pareto-effiziente Vertrag	54
(2) Der vollständige Vertrag	54
(3) Vereinbarkeit von pareto-effizientem und vollständigem Vertrag	55
b) Klassifikation der Problembereiche	55
(1) Informationsasymmetrien zwischen den Vertragsparteien	56
(2) Informationsasymmetrien zwischen den Vertragsparteien und außen-	58
stehenden Dritten	
(3) Probleme des vollständigen Vertrags	58
2. Schlussfolgerungen für die Betrachtung des VCB und für die Vertrags-	60
gestaltung	
3. Auswirkungen auf die Finanzierungsstruktur	60
B. Einschränkung des Untersuchungsgegenstandes	62
<i>Zweiter Teil</i>	
Venture Capital	63
A. Bedeutung	63
B. Geschichte der Risikofinanzierung und des Venture Capital	64
I. Frühe Wagniskapitalgemeinschaften	64

II. USA	68
1. Risikoinvestitionen von Unternehmern, Bankiers und reichen Familien	69
2. Institutionalisierung nach dem zweiten Weltkrieg	70
III. Europa	72
IV. Deutschland	73
C. Die beteiligten Parteien	74
I. Kapitalgeber	74
1. Renditeorientierte Investoren	75
2. Strategische Investoren	76
a) Strategien	76
b) Folgen für die Vertragsgestaltung	78
3. Öffentliche Förderstellen	78
II. Kapitalnehmer und Eigenkapital	78
III. Unternehmensbeteiligungsgesellschaften nach UBGG	79
IV. Kapitalanlagegesellschaften nach KAAG	80
D. Die grundlegenden Interessen	81
E. Überblick über eine typische Unternehmensfinanzierung mit Venture Capital ..	83
I. Akquisitionsphase	84
II. Investitionsphase	84
III. Betreuungsphase	85
IV. Desinvestitionsphase („Exit“)	86
F. Definition: Venture Capital	87
I. Definition: Venture Capital	87
1. Wer investiert?	87
2. In welcher Form wird investiert?	88
a) Nur außerhalb der Börse?	88
b) Minder- oder Mehrheitsbeteiligung?	89
c) Eigenkapital oder auch eigenkapitalähnliches Kapital?	89
3. In welchem Unternehmensstadium wird investiert?	90
4. Wer wird gefördert?	91
5. Art der Zusammenarbeit	91
6. Dauer der Finanzierung	92

7. Legislatorische Ansätze	92
8. Ergebnis	93
II. Eigene Definition: Venture Capital-Beteiligungsvertrag	93
G. Zwischenergebnis	93
<i>Dritter Teil</i>	
Der Venture Capital-Beteiligungsvertrag	
	94
A. Zwecke der Vertragsgestaltung im Rahmen des VCB	94
B. Aufbau	95
I. Inhalt	95
II. Wechselwirkung von Satzung und Gesellschaftervereinbarungen	95
III. Untervertragstypen	96
C. Das vorvertragliche Stadium	96
I. Einleitung	96
II. Letter of Intent und Term Sheet	97
III. Fragen bzgl. Geheimhaltung, Kosten und Exklusivität	98
IV. Der Vorvertrag	99
V. Vorvertragliche Haftung	99
VI. Due Diligence	100
VII. Vertragsschluss, Vollzugsvereinbarungen und „Closing“	102
D. Präambel	104
E. Begriffsbestimmungen/Definitionen	104
F. Rechtsformen der Beteiligung	105
I. Stille Beteiligung	106
1. Erscheinungsformen	106
2. Gestaltungsfaktoren	107
II. Gesellschaftsanteile und Aktien	108
III. Kapitalerhöhung	109
IV. Treuhand und Unterbeteiligungen	109
V. Genussscheine	110
VI. Holding	111

Inhaltsverzeichnis	11
G. Rechtsprobleme der Bewertung	112
I. Einleitung	112
II. Rechtliche Relevanz	113
III. Begrifflichkeit und Methoden der Bewertung	114
1. Methoden	114
a) Zukunftserfolgswertmethoden	115
b) Vergleich Ertragswertmethode und DCF	115
c) Vergleichs- und Multiplikatormethoden	117
d) VC-Methoden	117
2. Stellungnahme	119
H. Höhe und Laufzeit der Beteiligung	120
I. Empirischer Befund und rechtlicher Rahmen	120
1. Minderheitsbeteiligung	120
2. Kombinierte Finanzierung	121
3. Laufzeit	122
II. Gestaffelte Finanzierung	122
1. Ökonomischer Hintergrund	122
2. Rechtstechnik	123
3. Rechtsrahmen	123
a) Gestaffelte Finanzierung nach Aktienrecht	123
(1) Keine Pflicht zur fortgesetzten Finanzierung	123
(2) Recht zur fortgesetzten Finanzierung	124
(3) Verpflichtung durch Vereinbarung der Gesellschafter	125
(4) Gestaffelte „andere Zuzahlungen“ i.S.v. § 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB ...	126
(5) Exkurs: Aufgeld als Schenkung?	128
b) Gestaffelte Finanzierung nach GmbH-Recht	128
(1) Pflicht zur fortgesetzten Finanzierung	128
(a) Nachschusspflicht gemäß § 26 GmbHG	128
(b) Kapitalerhöhung	129
(c) Zuzahlung in das Eigenkapital auf schuldrechtlicher Grundlage	130
(2) Stellungnahme	130
c) Gestaffelte Finanzierung im Personengesellschaftsrecht	130
III. Kündigung und Verlängerungsoption	130

I. Optionsregelungen und Möglichkeiten der Bewertungskorrektur	131
I. Optionsregelungen als typisches Flexibilisierungsinstrument	131
1. Grundlagen	131
2. Vertragsrecht der Optionsgestaltung	133
3. Erscheinungsformen	134
4. Der Realloptions-Ansatz als Bewertungsmethode	134
II. Wandelungsoptionen	135
J. Managementunterstützung durch den Venture Capital-Geber	137
I. Managementunterstützung in der Praxis	137
II. Beratervertrag	138
K. Zusicherungen und Garantien	139
I. Problematik	139
II. Haftungsbegrenzung nach § 444 n.F. BGB	140
1. Meinungsstand	140
2. Stellungnahme	141
III. Verjährungsregelung	142
IV. Weitere Gestaltungsmöglichkeiten	142
L. Steuerungs- und Kontrollrechte	142
I. Mitgliedschaft in Aufsichtsorganen	143
1. Entsenderecht bei der AG und die Frage nach der Zulässigkeit entsendungs- rechtsgleicher Stimmbindungsvereinbarungen im VCB	143
2. Entsenderecht bei der GmbH	148
3. Beirat als fakultatives Organ	149
II. Zustimmungspflichten und Vetorechte	150
III. Kontrolle durch Sperrminoritäten	150
M. Informationspflichten	151
I. Bedeutung für die Vertragsparteien	151
II. Gesetzliche Informationsrechte und -pflichten	152
1. Aktienrecht	152
2. GmbH-Recht	154
3. KG und oHG	155
4. Stille Gesellschaft und GbR	156
5. Allgemeine zivilrechtliche Grundsätze	156

Inhaltsverzeichnis	13
III. Vertragliche Informationsrechte und -pflichten und deren Grenzen	157
IV. Ergebnis	158
N. Sonderrechte	158
I. Geschäftsführungsersetzungrecht	158
1. Aktienrecht	159
2. GmbH-Recht	160
3. Personengesellschaftsrecht	161
II. Sonstige Sonderrechte	161
O. „Key-Man-Issues“	161
I. Key-Man-Insurance	162
II. Halteklauseln	162
P. Wettbewerbsverbote und Schutz des Know-how	163
I. Gesellschaftsrechtliche Wettbewerbsverbote	164
II. Vertragliche Wettbewerbsverbote	164
III. Geheimnisschutz	165
Q. Exitvereinbarungen	165
I. Überblick	165
II. Exitstrategie	166
1. Börsengang	166
a) Zielsetzung und Gefahren	166
b) Rechtliche Rahmenbedingungen	167
2. Außerbörsliche Desinvestition	169
3. Vertragsgestaltungen	169
a) Gesamtverkaufsklausel, Drag-Along-Rights	170
(1) Allgemeine Bedeutung	170
(2) Aktienrecht	170
(3) GmbH-Recht	171
(4) Sonstige Rechtsformen	171
b) Mitverkaufsrechte, Take-Along-Rights	172
(1) Allgemeines	172
(2) Aktienrecht	173
(a) Das Mitveräußerungsrecht als Recht des Minderheitsaktionärs?	173

(b)	Das Mitveräußerungsrecht als Pflicht des Verkäufers?	173
(c)	Das Mitveräußerungsrecht als Pflicht des Dritten?	174
(aa)	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)	174
(bb)	AktG bzw. Konzernrecht	175
(cc)	Gleichbehandlungsgrundsatz	175
(dd)	Schuldrechtliche Vereinbarung	175
(3)	GmbH-Recht	176
(4)	Sonstige Rechtsformen	176
c)	Vorkaufsrechte bzw. Andienungspflichten, Right of First Refusal	176
(1)	Allgemeines	176
(2)	Aktienrecht	177
(3)	GmbH-Recht	177
(4)	Personengesellschaftsrecht	177
d)	Recht einen Börsengang zu veranlassen, Registration Rights	178
(1)	Allgemeines	178
(a)	Piggyback-Rights („Huckepack-Rechte“)	179
(b)	Demand-Rights („Forderungsrechte“)	179
(c)	Begleitrechte („Haircuts“, „Stand-Asides“ und „Lockups“)	179
(2)	Aktienrecht	181
(a)	Rechtsrahmen	181
(b)	Gestaltungsmöglichkeiten	183
(3)	GmbH-Recht	184
(4)	Sonstige Rechtsformen	184
(5)	Alternative Regelung	185
e)	Liquidationspräferenzen beim Exit	185
(1)	Wirtschaftliche Problematik	185
(2)	Aktienrecht	187
(3)	GmbH-Recht	188
(4)	Personengesellschaften	188
f)	Rückgaberechte, Redemption Rights	189
(1)	Allgemeines	189
(2)	Aktienrecht	190
(a)	Rückerwerb eigener Aktien durch die AG	190
(b)	Verpflichtung auf Wunsch der VC-Geber?	193
(c)	Stellungnahme	193
(3)	GmbH-Recht	194
(a)	Rückerwerbsrecht als Einziehungsrecht	194
(b)	Rückverkaufsrecht als Rückerwerb eigener Geschäftsanteile ...	196

Inhaltsverzeichnis	15
(4) KG	196
(5) Stille Gesellschaft	196
g) Verwässerungsschutz und Down Rounds	197
(1) Allgemeines	197
(2) Deutsche Praxis	198
(3) Kritik	200
III. Ergebnis	201
R. Formvorschriften	201
S. Sonstiges	201
I. Kartellrecht	202
II. Einbeziehung von Förderbedingungen	202
III. Syndizierung von Beteiligungen	203
IV. Mitgestaltungsrechte bei Geschäftsführungsverträgen und Mitarbeiterbeteiligung	203
V. Risikoprämie und der Wuchertatbestand	204
 <i>Vierter Teil</i> 	
Gesamtbetrachtung der Charakteristika	206
A. Der Typus des VCB	206
B. Anglo-amerikanischer Einfluss	207
C. Flexibilisierungselemente	208
 <i>Fünfter Teil</i> 	
Entwicklungstendenzen und Schluss	211
Literaturverzeichnis	215
Stichwortverzeichnis	232

Abkürzungsverzeichnis

a. a. O.	am angegebenen Ort
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für civilistische Praxis (Zeitschrift)
AG	Die Aktiengesellschaft. Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
AnwK-AktienR	Deutscher Anwaltverein Anwaltkommentar, Aktienrecht, Aktiengesetz, Gesellschaftsrecht, Kapitalmarktrecht, Steuerrecht, Europarecht
Aufl.	Auflage
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
BewG	Bewertungsgesetz
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BKR	Bank- und Kapitalmarktrecht (Zeitschrift)
BörsG	Börsengesetz
BRD	Bundesrepublik Deutschland
Bzw.	beziehungsweise
Ca.	circa
CR	Computer und Recht (Zeitschrift)
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DCF	Discounted Cash Flow
Ders.	Derselbe
Diss.	Dissertation
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
ECFR	European Company and Financial Law Review
Ed.	Edition
EG	Europäische Gemeinschaft
Erg. H.	Ergänzungsheft
EU	Europäische Union
f.	folgende
FB	Finanz Betrieb (Zeitschrift)
ff.	fortfolgende
FLF	Finanzierung Leasing Factoring (Zeitschrift)
FMFG	Finanzmarktförderungsgesetz

Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
Großkomm.	Großkommentar zum Aktiengesetz
h.M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
IdW	Institut der Wirtschaftsprüfer
i. S. d.	im Sinne des
IStR	Internationales Steuerrecht (Zeitschrift)
i.V.m.	in Verbindung mit
JA	Juristische Arbeitsblätter (Zeitschrift)
Jg.	Jahrgang
Jhrg.	Jahrgang
JuS	Juristische Schulung (Zeitschrift)
JZ	Juristen Zeitung (Zeitschrift)
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KG	Kommanditgesellschaft
Komm.	Kommentar
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
MBO	Management Buy Out
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
n.F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift (Zeitschrift)
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (Zeitschrift)
OHG	Offene Handelsgesellschaft
RabelsZ	Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht, begründet von Rabel
Red.	Redaktion
RG	Reichsgericht
RGZ	Entscheidungen des Reichsgericht in Zivilsachen
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft, Außenwirtschaftsdienst des Betriebs-Beraters
Rn.	Randnummer(n)
Rspr.	Rechtsprechung
SE	Societas Europae
Teilbd.	Teilband
u. a.	und andere

UBGG	Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften
UmwG	Umwandlungsgesetz
usw.	und so weiter
VC	Venture Capital
VCB	Venture Capital-Beteiligungsvertrag (-verträge)
WISU	Das Wirtschaftsstudium (Zeitschrift)
WM	Wertpapier-Mitteilungen, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, Teil IV (Zeitschrift)
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
Zfbf	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (früher: Zeitschrift für die gesamte Insolvenzpraxis)
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft

Glossar¹

Added Value

Wertzuwachs, der durch Einbringen von Management-Know-how und Betreuung durch die Venture Capital-Geber bei dem Beteiligungsunternehmen erzielt wird.

Closing

Mit Closing werden die nach dem Vertragsschluss liegenden Termine genannt, an die verschiedene Rechtsfolgen, wie z. B. Übergabe der Kaufsache oder Geldüberweisung, geknüpft werden.

Corporate Venturing

Venture Capital-Finanzierung durch Industrieunternehmen bzw. deren eigene Venture Capital-Gesellschaften, die vorrangig strategische Konzerninteressen verfolgen.

Deal Flow

Mit Deal Flow werden die Investmentmöglichkeiten z. B. in Start-ups benannt, die einer VC-Gesellschaft angetragen werden.

Demand-Right

Recht einen Börsengang zu verlangen.

Down Round

Mit einer Down Round wird eine weitere Finanzierungsrunde, etwa durch eine Kapitalerhöhung, verstanden, deren Anteilspreise unter denen des ursprünglichen Ausgabepreises für die Gesellschaftsanteile bzw. Aktien liegen. Dies führt zur Verwässerung der Altanteile. Der VCB sieht jedoch regelmäßig Verwässerungsschutzklauseln vor.

Drag-Along-Right

Vertragliches Recht, von der anderen Partei zu verlangen, dass sie ihre Anteile mit dem Berechtigten zusammen an einen Dritten mitverkauft.

Due Diligence

Detaillierte Untersuchung, Prüfung und Bewertung eines potentiellen Beteiligungsunternehmens als Grundlage für die Investitionsentscheidung.

¹ In Anlehnung an das Glossar des BVK (Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften), www.bvk-ev.de/glossar/glossar.cfm.

Equity

Eigenkapital

Equity Kicker

Möglichkeit der Fremdkapitalgeber (sind meist auch VC-Geber), Anteile an der zu finanzierenden Gesellschaft zu erwerben. Dies wird zum Teil durch sog. Wandelungsoptionen bewerkstelligt.

Exit

Veräußerung einer Beteiligung. Dies kann als Rückverkauf an die Gesellschaft („buy back“), Verkauf an Dritte („trade sale“), Verkauf an andere VC-Gesellschaften („secondary purchase“) oder einen Börsengang („IPO“) geschehen.

Fundraising

Einwerben von Geldmitteln zur Investition in Beteiligungsunternehmen. Dies findet meist in der Startphase eines VC-Fonds statt, in der institutionelle oder private Anleger dafür gewonnen werden sollen, Fondsanteile zu zeichnen.

IPO

Initial Public Offering. Bezeichnung für den erstmaligen Börsengang einer Gesellschaft.

Key-Man

Schlüsselposition in einem Unternehmen. Dies sind meist die Gründer mit ihrem besonderen technischen Know-how.

Lead Investor

Die in einem Investoren-Syndikat jeweils federführende VC-Gesellschaft.

Letter of Intent (LOI)

Schriftliche Absichtserklärung

Lock-up

Verpflichtung von Anteilsinhabern, ihre Anteile einen bestimmten Zeitraum nicht oder nur in genau definiertem Maße zu veräußern. Dient der Kurspflege.

MBO

Management Buy-Out Übernahme des Unternehmens durch das vorhandene Management.

Mezzanine-Kapital

(*mezzanine*, engl. f. *Zwischengeschoss*). Mit Mezzanine-Kapital werden hybride Finanzierungsformen bezeichnet, die aus einer Mischung aus Eigen- und Fremdkapitalelementen bestehen. Hierzu gehören z. B.: nachrangige Darlehen, partiarische Darlehen, Gesellschafterdarlehen, Vorzugsaktien, Genussscheine, Stille Beteiligung, Verkäuferdarlehen.

Milestones

Meilensteine. Dies sind vertraglich definierte Ziele des Unternehmens, an deren Erreichen bestimmte Rechtsfolgen geknüpft werden.

Piggy-Back-Rights

„Huckepack-Rechte“: Rechte, eigene Aktien bei einem Börsengang des Unternehmens auch zu emittieren bzw. zum Börsenhandel zulassen zu lassen.

Private Equity

Eigenkapital-Anlageformen, die nicht an der Börse gehandelt werden. Beteiligungskapital, wie z. B. auch das Venture Capital.

Start-up-Finanzierung

Gründungsfinanzierung, oftmals von jungen technologieorientierten Wachstumsunternehmen.

Syndikation

Co-Investments verschiedener VC-Gesellschaften, i.d.R. um das Risiko für jeden einzelnen Investor zu minimieren.

Take(oder tag)-Along-Right

Vertragliches Recht, bei einem Verkauf von Anteilen die eigenen Anteile ebenfalls mitzverkaufen („Mitveräußerungsrecht“).

Venture Capital

Teil des Private-Equity. Auch Wachstums-, Chancen- oder Risikokapital genannt.

Erster Teil

Einführung

A. Grundlagen und Problematik des Venture Capital-Beteiligungsvertrags (VCB)

I. Einleitung

Der Venture Capital-Beteiligungsvertrag (VCB) stellt die Hauptvereinbarung für die Beziehung zwischen dem Risikokapitalgeber und dem Kapitalnehmer dar. Dabei sehen sich die Vertragsparteien im Bereich der Finanzierung¹ mit Venture Capital einer besonderen Herausforderung gegenübergestellt. Stärker als bei anderen Wirtschaftsverträgen muss der VCB die sich stark verändernden wirtschaftlichen „Geschäftsgrundlagen“ einkalkulieren. Dem Bereich Venture Capital ist es eigen, dass sich die Entwicklung der geförderten Unternehmen, wie es z. B. in Deutschland in den Jahren 1995–2000 zu sehen war, zwischen stürmischen Erfolgsgeschichten und katastrophalen Fehlschlägen² bewegen kann. Die Extreme liegen irgendwo zwischen Garagenunternehmen und Unternehmensgiganten, wie es etwa bei der US-amerikanischen Firma Microsoft oder in Deutschland bei der Firma Intershop zu beobachten war. Es ist daher noch viel schwieriger als bei anderen Wirtschafts- und Gesellschaftsverträgen, zukünftige Entwicklungen vorwegzunehmen,³ die Grundlage für die Vertragsgestaltung werden könnten. Die schlichte Vereinbarung: „Here’s some cash, give me some stock“⁴, wird diesen

¹ Zur Definition vgl. schon Bondi/Winkler, Die Praxis der Finanzierung, 7. Aufl. 1929, 24: „Unter ‚Finanzierung‘ versteht der allgemeine Sprachgebrauch Rechtsgeschäfte zur Verschaffung von Geld“.

² Vgl. zum Rückgang der Investitionstätigkeit im Jahre 2002, BVK: Beteiligungsmarkt bleibt weiterhin geprägt von Konsolidierung und Vorsicht, FB 2002, 757; in der Tendenz zeigt sich, dass bei anhaltender wirtschaftlicher Unsicherheit überwiegend in schon bestehende Projekte in Form von Folgeinvestitionen in Portfoliounternehmen oder Expansionsfinanzierung bestehender Unternehmen investiert wird. Dagegen werden neue finanzielle Engagements in junge Unternehmen weit weniger eingegangen als in den Jahren zuvor.

³ Auf die Schwierigkeiten bei der Festlegung von gegenseitigen Rechten und Pflichten bei langfristigen Verträgen weist schon Coase hin. Er sieht hierin einen von mehreren Gründen, die zur Entstehung von Unternehmen führen. Vgl. Coase, The Nature of the Firm (1937), abgedruckt in: Williamson/Winter (Hrsg.), The Nature of the Firm, Origins, Evolution, and Development, New York, Oxford 1993, 21.

Herausforderungen nicht gerecht. Hilfestellung hat die deutsche Venture Capital-Industrie durch ihr anglo-amerikanisches Vorbild erhalten⁵. Die vor allem in den USA sehr ausgeprägte Kultur der Risikofinanzierung hat durch ihre langjährige Praxis viele verfeinerte Lösungsansätze für die Probleme der Risikofinanzierung hervorgebracht⁶.

Gilson beschreibt die neuartige Vertragsstruktur von VCB als das Schlüsselement der amerikanischen Venture Capital-Industrie: „*The argument's most important step is to recognize that the keystone of the U.S. venture capital market is private ordering – the contracting structure that developed to manage the extreme uncertainty, information asymmetry, and agency costs that inevitably bedevil early stage, high technology financing*“.⁷

Die vorliegende Arbeit will dem Verständnis des VCB mittels dreier Fragenkomplexe näher kommen. Zunächst stellt sich die Frage, ob es überhaupt den Vertragstypus Venture Capital-Beteiligungsvertrag in Deutschland gibt, und, wenn ja, wie er aussieht⁸. Außerdem soll dem Einfluss der anglo-amerikanischen⁹ Rechtskultur auf die Ausgestaltung deutscher VCB nachgegangen werden. Interessant ist hierbei insbesondere, ob und wie sich die anglo-amerikanischen Vertragskonstruktionen in die deutsche Rechtssystematik einfügen. Eine Klärung der oft nicht präzise gebrauchten anglo-amerikanischen Begriffe¹⁰ wird auch angestrebt.

Schließlich soll in einem dritten Bereich folgendem Aspekt nachgegangen werden: Die VC-Finanzierung ist auf eine risiko- und chancenreiche Entwicklung angelegt. Dem begegnen die VCB mit Vertragsgestaltungen, die möglichst flexibel auf die sich verändernden Umstände reagieren können. Deshalb wird die Frage erörtert, welcher Art diese flexiblen Vertragselemente sind, ob sie einheitlichen Strukturen folgen und wo ihre rechtlichen Grenzen sind¹¹.

Typus, Amerikanisierung und Flexibilität des VCB sind eng miteinander verbunden. Dem versucht die vorliegende Arbeit auch dadurch zu entsprechen, dass nicht nur die einzelnen Vertragsbestandteile, sondern vor allem auch das Vertrags-

⁴ Bartlett, *Equity Finance, Venture Capital, Buyouts, Restructurings and Reorganisations*, 2nd Ed., New York 1995, 212.

⁵ Vgl. Grisebach, *Innovationsfinanzierung durch Venture Capital*, München 1989, 182.

⁶ Vgl. Zum amerikanischen Modell, Möller, *Rechtsformen der Wagnisfinanzierung*, Frankfurt am Main u. a., 2003, 26 ff.

⁷ *Gilson, Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, Arbeitspapier Nr. 107, Institut für Bankrecht, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt a.M., Nov. 2002, 2.

⁸ Vgl. hierzu Schäfer/Stephan, *Venture-Capital-Verträge*, Köln 2003.

⁹ Zum Begriff vgl. Lundmark, *Die detaillierte Natur anglo-amerikanischer Kaufverträge*, FS Sandrock zum 70. Geb., Heidelberg 2000, 623 f.

¹⁰ Hiervor warnen auch Schäfer/Stephan, *Venture-Capital-Verträge*, Köln 2003, Rn. 582.

¹¹ Eine stärkere wissenschaftliche Befassung mit vertraglichen Regelungen mahnt etwa Sigle an, vgl. Sigle, *Rechtspraxis und Rechtswissenschaft*, NZG 2003, 363, 365.

ganze in seinen rechtlichen, ökonomischen und historischen Dimensionen begutachtet wird.

1. Der VCB als neuer Vertragstyp?

Die folgende Darstellung konzentriert sich zunächst darauf, das Rechtsphänomen „Venture Capital-Beteiligungsvertrag“ danach zu untersuchen, ob ihm der Status eines eigenständigen Vertragstypus¹² gerecht wird¹³. Gibt es besondere typische Charakteristika des VCB¹⁴, die ihn etwa von Unternehmenskaufverträgen oder Beteiligungsverträgen von Industrieholdings derart abgrenzen, dass er nicht nur als ein Unterfall dieser Verträge gelten muss? Im VCB wird das Beteiligungsverhältnis zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer geregelt. Inhalt dieser – zu meist schuldrechtlichen – Vereinbarungen sind vor allem folgende Bereiche¹⁵:

- Umfang der Beteiligung,
- Art und Weise der Finanzierung der Beteiligung,
- Zusicherungen und Garantien als Grundlage der Beteiligung,
- Umfang der Einwirkungs- und Kontrollrechte,
- Umfang der Informationsrechte,
- Festlegung von Rückkaufs-/Vorkaufsrechten und/oder Anbietersverpflichtungen bei einem sog. Exit.¹⁶

Die Typisierung ist nicht auf die Schaffung einer juristisch verbindlichen Definition angelegt. Vielmehr soll der Typus ein Stück Wirklichkeit unter juristischen Gesichtspunkten beschreiben, und damit das Vokabular zur Beschreibung und Lösung juristischer Probleme bieten. Die vorstehenden Bereiche des VCB sind dabei bisher nur eine grobe Annäherung. Die nachfolgenden Ausführungen sollen deshalb zu einer Konkretisierung beitragen.

2. Der VCB und die Umsetzung anglo-amerikanischer Finanzierungsstrukturen

Ein weiteres Problem entsteht daraus, dass Venture Capital-Verträge ihre Wurzeln in der anglo-amerikanischen Rechts- und Wirtschaftskultur haben¹⁷, was die

¹² Zur Methode der Vertragstypenlehre, vgl. etwa Reh binder, Vertragsgestaltung, 49; Langenfeld, Vertragsgestaltung, Rn. 36 ff., 71 ff.

¹³ Unter anderem plädiert Martinek für die Durchdringung und feste Verankerung moderner Vertragstypen in unserer Rechtsordnung, Martinek, Moderne Vertragstypen, Band III, 356 ff.

¹⁴ Diese Frage bejahen Schäfer/Stephan, Venture Capital-Verträge, Köln 2003, VII.

¹⁵ Vgl. den Überblick etwa bei Maidl/Kreifels, Beteiligungsverträge und ergänzende Vereinbarungen, NZG 2003, 1091 ff.

¹⁶ Katalog nach: Seibert/Kiem, Handbuch der kleinen AG, 4. Aufl., Köln 2000, Rn. 950.