

Rechtsfragen der Venture Capital- Finanzierung

Von

Christoph Winkler



Duncker & Humblot · Berlin

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	25
A. Problemstellung	25
B. Gang der Untersuchung	28
<i>Teil 1</i>	
Die Grundlagen der VC-Finanzierung	
30	
Kapitel 1	
Überblick und Abgrenzung	
30	
§ 1 Begriff der Venture Capital-Finanzierung	30
§ 2 Finanzierungsphasen	31
§ 3 Marktteilnehmer und deren Zielsetzung	32
A. VC-Gesellschaften	32
B. Corporate Venture Capital	33
C. Öffentliche Fördermittel	34
D. Informelles Risikokapital	35
E. Kapitalnehmer	35
§ 4 Finanzierungskonzepte	36
A. Erwerb einer direkten Kapitalbeteiligung durch VC-Fonds	37
B. Stille Beteiligung/Atypisch stille Beteiligung	37
C. Kombinations- und Mischformen	38

Kapitel 2

Satzung und VC-Vertrag als vertragliche Gestaltungsmittel	38
§ 1 Satzung	39
A. Abstrakte Regelungsinhalte	39
B. Rechtliche Einordnung	40
§ 2 Der VC-Vertrag als schuldrechtliche Nebenabrede	41
A. VC-Beteiligungsvertrag	42
B. VC-Gesellschaftervereinbarung	43
I. Regelungen zur Verschiebung der gesellschaftlichen Machtverhältnisse	43
II. Regelungen betreffend die Zusammensetzung des Gesellschafterkreises	44
III. Regelungen zur Verschiebung der Anteilsquote (einseitige Bezugsrechte)	44
IV. Regelungen zur Sicherstellung der Management-Tätigkeit von Altgesellschaftern (Vesting)	44
V. Regelungen zum Desinvestment	44
C. Rechtliche Einordnung von VC-Nebenabreden	45
I. Zuordnung zu einem rechtlichen Strukturtypus	46
1. Typologische Zuordnung	46
2. Entbehrlichkeit der typologischen Betrachtung durch Analogie?	47
3. Die fehlende Überzeugungskraft einer reinen Analogie-Lösung	48
II. Rechtliche Einordnung des Beteiligungsvertrags	48
III. Rechtliche Einordnung der Gesellschaftervereinbarung	49
1. Einordnung als BGB-Gesellschaft	49
a) Kein Abstellen auf den überindividuellen Verbandszweck mangels Außengesellschaft	50
b) Keine Innengesellschaft mangels gleichgerichteter Individualinteressen	51

aa) Ermittlung des gemeinsamen Zwecks anhand der Abgrenzungskriterien zwischen stiller Gesellschaft und partiarischen Rechtsverhältnissen.....	51
bb) Vergleichbare gemeinsame Zweckverfolgung wie bei schuldrechtlichen Nebenabreden außerhalb von VC-Konstellationen?.....	53
cc) Gemeinsamer Zweck des Desinvestments.....	54
dd) Die Erhaltung der Homogenität des Gesellschafterkreises als gemeinsamer Zweck.....	55
c) Bewertung.....	55
d) Ergebnis.....	57
2. Atypisch einseitig verpflichtender Vertrag.....	57
IV. Zwischenergebnis.....	58
V. Rechtlich einheitliche Behandlung als Gesamtvertragswerk.....	58
1. Voraussetzungen.....	58
2. Verpflichtungen der Gesellschaftervereinbarung als synallagmatische Gegenleistungspflichten des Beteiligungsvertrags?.....	59
3. Verpflichtungen der Gesellschaftervereinbarung als Nebenleistungspflichten des Beteiligungsvertrags.....	61
4. Einordnung in die Typenreihe.....	62
VI. Ergebnis.....	63

Kapitel 3

Rechtswirkungen des VC-Vertrags	63
§ 1 Überblick.....	63
§ 2 Verbindlichkeit des VC-Vertrags auf korporativer Ebene.....	64
A. Korporative Verbindlichkeit satzungüberlagernder Abreden im VC-Vertrag.....	64
B. Bindung der Gesellschafter an VC-Verträge auf korporativer Ebene in der Eigenschaft als Mitglieder der Gesellschaft.....	66
I. Korporative Bindungswirkung von Stimmbindungsvereinbarungen.....	67

1. Aufweichungen des Trennungsgrundsatzes durch die Rechtsprechung.....	67
2. Der Vorschlag von Noack.....	68
II. Voraussetzungen der Bindungswirkung.....	69
1. Der Grundsatz der Privatautonomie als Ausgangspunkt.....	69
2. Unmittelbare korporative Verbindlichkeit über die gesellschaftliche Treuepflicht.....	69
a) Bestimmung der Treuepflicht aus dem Gesellschaftsverhältnis.....	70
b) Konkretisierung der Treuepflicht auch über Nebenabreden.....	70
3. Konkretisierung von Treuepflichten im VC-Vertrag.....	71
a) Differenzierung nach Gesellschafter- und Investorinteresse.....	72
b) Abgrenzung zwischen Gesellschafter- und Investorinteressen.....	72
III. Ergebnis.....	73
C. Bindung der Gesellschaftsorgane an VC-Verträge.....	73
I. GmbH.....	74
II. AG.....	76
§ 3 Auslegung der Satzung anhand des VC-Vertrags.....	77
A. Objektiver Auslegungsansatz.....	77
B. Subjektiver Auslegungsansatz.....	79
§ 4 Auslegung des VC-Vertrags anhand der Satzung.....	79
§ 5 Rechtliche Grenzen des VC-Vertrags.....	80
A. Materielle Vereinbarkeit des VC-Vertrags mit der Satzung.....	80
I. Keine Unwirksamkeit wegen Widerspruchs zu individualrechtlichen Satzungsbestandteilen.....	80
II. Unwirksamkeit wegen Widerspruchs zu korporativen Satzungsbestandteilen?.....	81
B. Verhältnis von VC-Vertrag und Gesellschaftsrecht.....	82
I. Verbot der Nebenabrede aufgrund des Gebots der ausschließlichen Regelung in der Satzung?.....	83

Inhaltsverzeichnis	13
1. Notwendige Satzungsbestandteile.....	83
2. Zwingende statutarische Festsetzungen	84
II. Anwendbarkeit von gesellschaftsrechtlichen Normen	85
1. Ausstrahlungswirkung des zwingenden Gesellschaftsrechts auf den VC-Vertrag	85
a) Voraussetzungen der Anwendbarkeit einer gesellschaftsrechtlichen Verbotsnorm auf den VC-Vertrag.....	86
aa) Wirkungsbezogene Betrachtung der schuldrechtlichen Abrede.....	86
bb) Widerspruch zu einer zwingenden gesellschaftsrechtlichen Verbotsnorm.....	87
cc) Sinn und Zweck der gesellschaftsrechtlichen Norm	88
b) Rechtsfolgen des Verstoßes gegen die Verbotsnorm.....	88
c) Ergebnis.....	89
2. Vereinbarkeit von VC-Verträgen mit dispositiven Normen des Gesellschaftsrechts	89
C. Vereinbarkeit mit allgemeinem Recht.....	90
D. Inhaltskontrolle von VC-Verträgen	91
I. Sachliche Anwendbarkeit der AGB-Inhaltskontrolle auf VC-Verträge ..	91
II. Persönlicher Anwendungsbereich der AGB-Inhaltskontrolle.....	94
III. Voraussetzungen der AGB-Inhaltskontrolle.....	94
1. Stellen vorformulierter Vertragsbedingungen für eine Vielzahl von Verträgen	95
2. Keine Individualvereinbarung (§ 305 Abs. 1 Satz 3, § 305 b BGB)..	95
a) Aushandeln der Vertragsbedingungen	96
b) Aushandeln von VC-Verträgen	97
c) Ergebnis.....	99
IV. Maßstab der Inhaltskontrolle bei VC-Verträgen	99
1. Abgrenzung der einzelnen Tatbestände der Generalklausel.....	99
2. Ermittlung des anwendbaren dispositiven Rechts im Rahmen des § 307 Abs. 2 Nr. 1 BGB als Kontrollmaßstab des VC-Vertrags.....	101

3. Vertragssimmanenter Kontrollmaßstab des VC-Vertrags gemäß § 307 Abs. 2 Nr. 2 BGB	102
a) Grundsätzliche Bestimmung des Leitbilds.....	102
b) Problematik der Leitbildbestimmung beim VC-Vertrag.....	103
c) Lösung über die Vornahme einer idealisierten Interessen- abwägung.....	104
d) Ergebnis.....	105

Teil 2

Vertragsgestaltung 106

Kapitel I

Gesellschaftervereinbarung 106

§ I Ausgestaltung von Mitverwaltungsrechten	107
A. Mitwirkungsklauseln	107
I. Inhalt von Mitwirkungsklauseln	107
1. Beschlüsse.....	107
2. Maßnahmen der Geschäftsleitung.....	108
II. Einflussnahme auf die Beschlussfassung.....	109
1. Statutarische Gestaltungen	109
a) Statutarische Sonderbeschlüsse in der AG.....	109
b) Statutarisches Zustimmungsrecht in der GmbH	110
c) Statutarisches qualifiziertes Mehrheitserfordernis.....	110
2. Regelung in der Gesellschaftervereinbarung.....	111
a) Grundsätzliche Zulässigkeit von Stimmbindungsverträgen.....	111
b) Grenzen der Zulässigkeit von Stimmbindungsvereinbarungen	111
III. Einflussnahme auf die Geschäftsführung	113
1. AG.....	113
2. GmbH.....	114

B. Entsendungsrechte in Aufsichtsrat/Beirat	115
I. AG.....	115
II. GmbH	117
C. Informationsrechte	117
I. Inhalt von Informationsklauseln	117
II. AG	118
III. GmbH.....	120
D. Recht zur Abberufung bzw. Bestellung der Geschäftsführung	121
I. Inhalt von Sonderrechten zur Abberufung/Bestellung von Geschäftsführern.....	121
II. Gesellschaftsrechtliche Zulässigkeit nach GmbH-Recht	121
III. Gesellschaftsrechtliche Zulässigkeit nach Aktienrecht.....	122
E. Inhaltskontrolle von Mitverwaltungsrechten.....	123
I. Eröffnung des Anwendungsbereichs der AGB-Inhaltskontrolle.....	123
II. Maßstab der Inhaltskontrolle	124
III. Allgemeines Leitbild auf Grundlage eines idealisierten Interessenausgleichs.....	126
1. Beurteilung von Zustimmungsrechten am allgemeinen Leitbild.....	126
2. Beurteilung von Entsendungsrechten am allgemeinen Leitbild	127
3. Beurteilung des Rechts zur Abberufung und Neubestellung von Geschäftsführern am allgemeinen Leitbild	128
F. Ergebnis	128
§ 2 Veräußerungsbeschränkungen	129
A. Gesetzliche Vorgaben.....	130
I. AG.....	130
II. GmbH	131
B. Vorerwerbsrechte.....	131
I. Inhalt von Vorerwerbsrechten.....	132

II. Abgrenzung von VC-Vorerwerbsrechten zu anderen Rechtsinstituten...	133
III. Zulässigkeit von Vorerwerbsrechten nach Gesellschaftsrecht.....	134
IV. AGB-Inhaltskontrolle.....	135
1. Maßstab der Inhaltskontrolle	135
2. Ausübung des Vorerwerbsrechts als Ganzes.....	136
3. Ausübung des Vorerwerbsrechts pro rata	137
4. Annahmefrist.....	138
C. Veräußerungsverbote	139
I. Generelle Veräußerungsverbote	139
1. Inhalt von generellen Veräußerungsverböten.....	139
2. Zulässigkeit nach Aktienrecht	139
3. Zulässigkeit nach GmbH-Recht	140
II. Mitveräußerungsklauseln.....	140
1. Inhalt von Mitveräußerungsklauseln.....	141
2. Zulässigkeit nach Gesellschaftsrecht.....	141
III. AGB-Inhaltskontrolle.....	142
1. Maßstab der Inhaltskontrolle	142
2. Allgemeines Leitbild auf Grundlage eines idealisierten Interessen- ausgleichs	142
3. Beurteilung der einzelnen Vertragsgestaltungen am allgemeinen Leitbild	143
a) Mitveräußerungsrecht.....	143
aa) Mitveräußerung pro rata	143
bb) Mitveräußerung mit vorrangigem Veräußerungsrecht der VC-Investoren	144
b) Veräußerungsverbot	145
D. Vinkulierungen.....	146
I. Inhalt von Vinkulierungsklauseln.....	146
II. Zulässigkeit statutarischer Vinkulierungen nach Aktienrecht.....	147

1. Kopplung der Vinkulierung an schuldrechtliche Veräußerungsbeschränkungen.....	147
a) Anwendbarkeit des Grundsatzes der freien Veräußerbarkeit von Aktien auf ein an eine statutarische Vinkulierung gekoppeltes schuldrechtliches Vorerwerbsrecht.....	148
aa) Korporative Rechtswirkungen von Vorerwerbsrechten im VC-Vertrag.....	148
bb) Widerspruch zum Grundsatz der Aktienveräußerungsfreiheit.....	149
cc) Gesellschaftsrechtliche Relevanz der schuldrechtlichen Einschränkung der Aktienveräußerungsfreiheit.....	151
b) Anwendbarkeit des Verbots des statutarischen Veräußerungsverbots auf ein an eine statutarische Vinkulierung gekoppeltes schuldrechtliches Veräußerungsverbot.....	153
c) Anwendbarkeit des Grundsatzes der freien Veräußerbarkeit von Aktien auf ein an eine statutarische Vinkulierung gekoppeltes schuldrechtliches Mitveräußerungsrecht.....	154
2. Erfordernis der Einstimmigkeit für den Zustimmungsbeschluss im Aufsichtsrat.....	156
3. Ergebnis.....	157
III. Zulässigkeit von Konkretisierungen der Vinkulierung in der VC-Gesellschaftervereinbarung nach Aktienrecht.....	157
1. Vorwegnahme der Ermessensausübung des entscheidungsbefugten Organs.....	158
a) Aufsichtsrat.....	158
b) Hauptversammlung.....	160
2. Empfehlung an den Aufsichtsrat.....	161
3. Abhängigkeit der Zustimmungserteilung vom Beitritt des neuen Gesellschafters zur Gesellschaftervereinbarung.....	161
IV. Zulässigkeit nach GmbH-Recht.....	162
1. Vinkulierung in der Satzung.....	162
2. Konkretisierung der Vinkulierung in der VC-Gesellschaftervereinbarung.....	163
V. AGB-Inhaltskontrolle.....	164



1. Eröffnung des Anwendungsbereichs der AGB-Inhaltskontrolle	164
2. Maßstab der Inhaltskontrolle	165
E. Ergebnis	166
§ 3 Einseitige Bezugsrechte	167
A. Inhalt einseitiger Bezugsrechte	168
I. Verwässerungsschutzklauseln (Anti-Dilution).....	168
II. Ratchet.....	169
III. Windfall-Options.....	170
B. Stimmbindungsvereinbarung	170
I. Kein Verstoß gegen das gesetzliche Bezugsrecht	171
II. Ausgabe von Gesellschaftsanteilen unter Verkehrswert	171
C. AGB-Inhaltskontrolle	172
I. Maßstab der Inhaltskontrolle	172
II. Allgemeines Leitbild auf Grundlage eines idealisierten Interessenausgleichs	173
1. Interessen der VC-Investoren.....	173
2. Interessen der Altgesellschafter.....	173
3. Abwägung.....	174
a) Anteilsverschiebungen im Hinblick auf bereits abgeschlossene Kapitalmaßnahmen	174
b) Abweichende Berechnungsgrundlage für zukünftige Kapitalmaßnahmen.....	175
III. Beurteilung der einzelnen Vertragsgestaltungen am allgemeinem Leitbild.....	176
1. Verwässerungsschutzklausel.....	176
a) Weighted average-Methode.....	176
b) Voller Verwässerungsausgleich	177
c) Ergebnis.....	178
2. Ratchet	179

	Inhaltsverzeichnis	19
	3. Windfall-Option.....	180
D.	Verstoß gegen das Verbot vertikaler Wettbewerbsbeschränkungen (§ 14 GWB).....	181
	I. Abschluss zweier aufeinanderfolgender Vereinbarungen im Sinne des § 14 GWB.....	182
	II. Unternehmen als Parteien des Austauschvertrags.....	183
	III. Waren als Gegenstand des Erstvertrags.....	184
	IV. Beschränkung der Gestaltungsfreiheit des Zweitvertrags.....	184
	V. Ausnahme aufgrund institutioneller Gegebenheiten.....	185
	VI. Ergebnis.....	186
E.	Ergebnis.....	187
§ 4	Vesting.....	187
A.	Inhalt von Vesting-Klauseln.....	188
	I. Call-Option.....	188
	II. Einziehung.....	189
	III. Abfindungsregeln.....	189
B.	Zulässigkeit von Vesting-Klauseln nach GmbH-Recht.....	190
	I. Anwendbarkeit gesellschaftsrechtlicher Grundsätze zum Ausschluss aus der GmbH.....	190
	II. Call-Option-Lösung.....	191
	1. Verhältnis zu statutarischen Einziehungs- bzw. Ausschlussklauseln.....	191
	2. Zulässigkeit von Vesting-Klauseln unter Ausschlussgesichtspunkten.....	191
	3. Ergebnis.....	193
	III. Einziehungslösung.....	193
	1. Statutarische Festsetzung des Einziehungsgrunds.....	193
	2. Festsetzung des Einziehungsgrunds in der Gesellschaftervereinbarung.....	194

a) Nebenvertraglich geregelter Einziehungsgrund als wichtiger Grund in der Satzung.....	194
b) Einvernehmliche Einziehung durch vorab erteiltes Einverständnis.....	195
3. Ergebnis.....	196
IV. Abfindungsregelungen.....	196
1. Gleicher Beurteilungsmaßstab für den Ausschluss auf schuldrechtlicher und korporativer Ebene.....	196
2. Bemessung der Abfindung.....	197
3. Abfindungsklauseln in VC-Verträgen.....	198
a) Buchwertklauseln.....	198
b) Nennwert- bzw. Kaufpreisklauseln.....	199
c) Maßstab der letzten Kapitalerhöhung.....	199
d) Stuttgarter Verfahren.....	200
C. Vereinbarkeit mit Aktienrecht.....	200
I. Einziehungslösung.....	201
1. Statutarische Festsetzung des Einziehungsgrunds.....	201
2. Festsetzung des Einziehungsgrundes in der Gesellschaftervereinbarung.....	201
a) Berücksichtigung des nebenvertraglich geregelten Einziehungsgrundes bei der gestatteten Zwangseinziehung.....	202
b) Einvernehmliche Einziehung durch vorab erteiltes Einverständnis.....	203
II. Call-Option-Lösung.....	203
III. Abfindungsregelung.....	204
D. AGB-Inhaltskontrolle.....	204
I. Maßstab der Inhaltskontrolle.....	204
II. Allgemeines Leitbild auf Grundlage eines idealisierten Interessenausgleichs.....	204
1. Interessen der VC-Investoren.....	204
2. Interessen der Altgesellschafter.....	205

3. Abwägung	205
III. Beurteilung der einzelnen Vertragsgestaltungen am allgemeinem Leitbild.....	206
1. Abgestuftes Vesting	206
2. Unabgestuftes Vesting	206
E. Ergebnis	207
§ 5 Exitklauseln	207
A. Mitnahmerecht.....	208
I. Inhalt von Mitnahmeklauseln.....	208
II. Zulässigkeit nach GmbH-Recht	209
1. Eingriff in die Gesellschafterstellung.....	210
2. Auslösung des Mitnahmerechts durch einen sachlichen Grund.....	211
3. Auslösung des Mitnahmerechts allein durch einen Mehrheitsbe- schluss	212
a) Statutarische Ausschließung	212
b) Ausschließung über die schuldrechtliche Nebenabrede	213
c) Vergleichbarkeit von VC-Mitnahmerechten mit Hinauskündi- gungsklauseln	214
aa) Keine Störung der Verbandsordnung durch die Gefahr einer Willkürherrschaft.....	214
bb) Keine Gefahr der Spekulation zu Lasten der Altge- sellschafter.....	215
cc) Kein Eingriff in den Kernbereich der Mitgliedschaft	215
4. Verhältnis zu statutarischen Einziehungs- bzw. Ausschließungs- klauseln.....	216
III. Zulässigkeit nach Aktienrecht.....	217
1. Kein Verstoß gegen die §§ 54, 55 AktG.....	217
2. Bestandsschutz der Mitgliedschaft in der AG.....	218
B. Börseneinführungsrechte	219
I. Inhalt von Börseneinführungsrechten	219

II. Zulässigkeit nach Aktienrecht.....	220
1. Zuständigkeit.....	220
2. Vereinbarkeit mit dem Grundsatz der Eigenverantwortlichkeit des Handelns des Vorstands (§ 76 Abs. 1 AktG).....	221
a) Anspruch auf Börseneinführung bzw. Zustimmungsrecht zum Börsengang.....	222
aa) Leitungsentscheidung.....	222
bb) Beschränkung der Leitungsfunktion durch die Einräumung von Börseneinführungsrechten.....	223
cc) Lösungsmöglichkeiten.....	223
b) Anspruch auf vorrangige Platzierung von Aktien (Piggyback-Rights).....	224
aa) Gewöhnliche Geschäftsführungsmaßnahme.....	224
bb) Anspruch auf Teilnahme am IPO mit eigenen Aktien?.....	225
cc) Unzulässige Einflussnahme auf die Geschäftsführung.....	226
3. Ergebnis.....	227
C. Erlösvorzüge.....	227
I. Inhalt von Erlösvorzügen.....	227
II. Statutarischer Liquidationsvorzug.....	228
1. AG.....	228
2. GmbH.....	229
III. Vereinbarung eines Erlösvorzugs im VC-Vertrag.....	230
1. Share Deal.....	230
2. Asset Deal.....	231
D. Inhaltskontrolle von Exitklauseln.....	232
I. Allgemeines Leitbild auf Grundlage eines idealisierten Interessenausgleichs.....	233
1. Interessenlage hinsichtlich der Realisierung des Exits.....	233
2. Interessenlage bei der Durchführung eines gemeinsamen Exits.....	234
II. Beurteilung der einzelnen Vertragsgestaltungen am allgemeinen Leitbild.....	235

Inhaltsverzeichnis	23
1. Mitnahmerechte	235
2. Piggyback Rights	236
3. Erlösvorzüge	236
E. Ergebnis	237

Kapitel 2

Beteiligungsvertrag	238
§ 1 Rechtliche Zulässigkeit des Beteiligungsvertrags	239
§ 2 Meilensteinfinanzierung	240
A. Agio	241
B. Sonstige Kapitalrücklage	242
C. Wahlrecht	242
I. Kein Wahlrecht hinsichtlich der gesamten Finanzierungsleistung	243
II. Wahlrecht hinsichtlich der späteren Zuzahlungen	244
D. Illiquidität des Investors	246
E. Ergebnis	248
§ 3 Gewährleistung	248
A. Verbotene Einlagenrückgewähr an künftige Aktionäre	249
B. Garantien als verbotene Einlagenrückgewähr	249
I. Einschränkung durch die Börsenprospekthaftung	250
1. Gründe für den Vorrang der Börsenprospekthaftung	250
2. Vergleichbarkeit mit der vertraglichen Übernahme einer Gewährleistung	251
II. Geschäfte mit äquivalenten Leistungsgegenständen	251
C. Ergebnis	253
§ 4 Kostentragungsregeln	253
A. Regelungsinhalt	253
B. Exkurs: Verdeckte Gewinnausschüttung in steuerlicher Hinsicht	253

I. Rechtsprechung des BFH zur Kostenlast	254
II. Anwendung dieser Grundsätze auf die VC-Finanzierung.....	255
1. Beurkundungs- und Eintragungskosten der Kapitalerhöhung.....	255
2. Beurkundungskosten des VC-Vertrags	255
3. Interne und externe Kosten der VC-Investoren.....	256
4. Kosten der Due Diligence	256
III. Ergebnis	257
C. Verdeckte Einlagenrückgewähr	257
Kapitel 3	
Formfragen	
§ 1 Einordnung des Problems	258
§ 2 Gesellschaftervereinbarung.....	258
A. Keine Übertragung des Formzwangs der Satzung auf die VC-Gesellschaftervereinbarung.....	259
B. Formbedürftigkeit einzelner Regelungsgegenstände.....	259
§ 3 Beteiligungsvertrag.....	260
§ 4 Ergebnis.....	260
Kapitel 4	
Beendigung des VC-Vertrags	
	261
Zusammenfassung	263
A. Grundlagen	263
B. Einzelergebnisse	264
Literaturverzeichnis	267
Stichwortverzeichnis	279