

Vorteil für Investoren

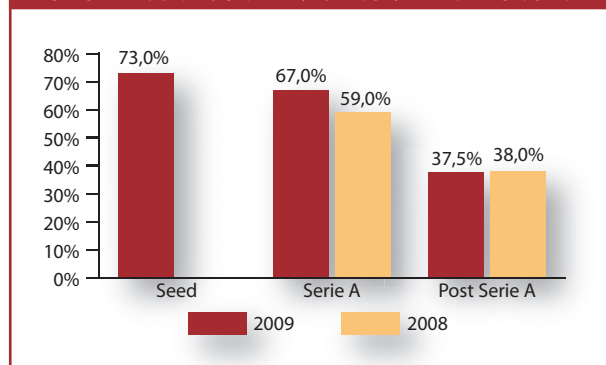
Die häufigsten Klauseln in Finanzierungsverträgen

Gerade in frühen Phasen kämpfen Investoren mit härteren Bandagen als noch vor einem Jahr. Darauf müssen sich Gründer einstellen, wenn die Konditionen der Finanzierungsverträge diskutiert werden. So verlangen Kapitalgeber häufiger mehrfache Liquidationspräferenzen oder wollen den Verwässerungsschutz vorteilhafter ausgestalten, wie jetzt im „VC Deal Term Report 2010“ der Münchner Sozietät MLaw zu lesen ist. Darüber hinaus wurden in den Verträgen noch weitere Schrauben fester angezogen.

Gutes und schlechtes Ausscheiden

Üblicherweise konzentrieren sich (angehende) Gründer ganz auf die Entwicklung ihrer Geschäftsidee, viele Fachausdrücke bei Finanzierungsverträgen und deren Sinn sind ihnen dagegen kaum bekannt. Als Leitfaden kann ihnen der „VC Deal Term Report 2010“ der Münchner Sozietät MLaw dienen. So verbirgt sich unter dem Schlagwort „Founder Vesting“ eine Vereinbarung, nach der die Gründer des Portfoliounternehmens ihre Anteile (teilweise)

HÄUFIGKEIT VON FOUNDER VESTING-VEREINBARUNGEN



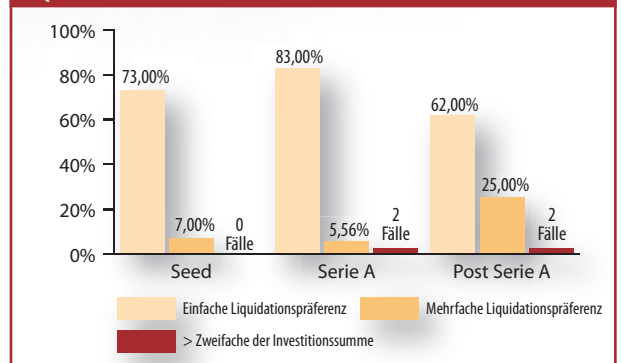
Quelle: MLawGroup

abgeben müssen, wenn sie ausscheiden. Rund drei Viertel der untersuchten Verträge bei Seed-Finanzierungen enthielten eine solche Klausel, in späteren Finanzierungsrunden nahm die Bedeutung ab. Zur weiteren Differenzierung wird in 50% der Fälle zwischen „Good Leaver/Bad Leaver“ unterschieden. Während der Good Leaver ordentlich ausscheidet, lässt ein Bad Leaver das Unternehmen im Stich oder hat sich etwas zuschulden kommen lassen – das schlägt sich im Preis für die Anteile nieder. So mussten in 80% (Vorjahr 55%) aller Bad Leaver-Fälle diese einen niedrigeren Veräußerungspreis akzeptieren, in 37% (Vorjahr 24%) war eine höhere Anzahl der abzugebenden Anteile die Folge. Für die Good Leaver entsprach der Veräußerungspreis in 27% der Fälle dem Nominalwert und in 73% dem fairen Wert der Anteile (im Vorjahr 52% bzw. 48%).

Vorzugsbedingungen für Investoren

Zum Schutz ihrer jeweiligen Investments lassen sich die Investoren üblicherweise Vorzugsbedingungen gewähren. Die Marktbedingungen haben sich offensichtlich etwas

LIQUIDATIONSPRÄFERENZEN



Quelle: MLawGroup

zulasten der Gründer verschlechtert: So verzeichnet die Studie vor allem für auf A-Finanzierungen folgende Runden eine Zunahme der mehrfachen Liquidationspräferenz. Hier wird der Investor bei der Verteilung des Exit-Erlöses vorrangig berücksichtigt, bevor die verbleibende Summe auf die weiteren Anteilseigner weiter verteilt wird. Über die Hälfte der Verträge bei Seed-Finanzierungen enthielt eine Regel für eine Vorzugsdividende, bei der ein Investor ergänzend zu seiner Liquidationspräferenz eine garantierte Verzinsung seiner Investmentsumme erhält. Mit Blick auf das Vorjahr wurde auch der „Verwässerungsschutz“ für die Investoren vorteilhafter gestaltet: Mehr Verträge enthielten sogenannte Full Ratchet-Gestaltungen,

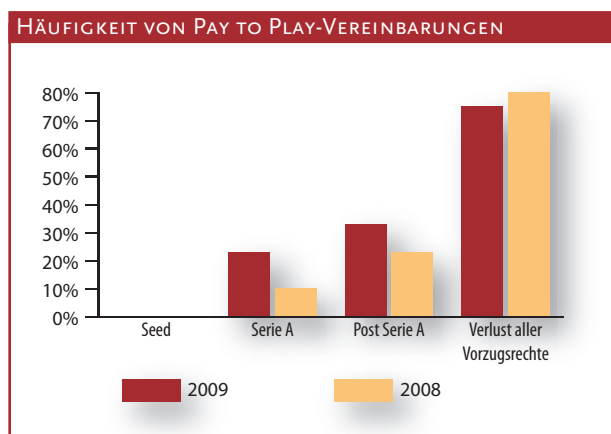
82 TEILNEHMER

Insgesamt 284 deutsche Unternehmen, die im Jahr 2009 eine Finanzierung erhalten haben, hat die Münchner Kanzlei MLaw in der Zeit von November 2009 bis Ende April 2010 befragt. Der Rücklauf lag bei 82 Antworten, was einer Quote von 28,87% entspricht. Davon entfielen 30 Antwortbögen auf Seed-, 36 auf Serie A- und 16 auf spätere Finanzierungen. Das Volumen lag in 74 Fällen unter 10 Mio. EUR und in acht Fällen darüber. Nach Rechtsformen aufgeschlüsselt beteiligten sich 72 GmbHs, sechs Aktiengesellschaften und eine KG sowie zwei Ltd. nach englischem Recht und eine andere ausländische Rechtsform.

bei denen der Bezugspreis der Anteile des Investors auf die niedrigere Bewertung des Unternehmens in der Folgefinanzierung angepasst wird.

Sonstige Vereinbarungen

Zu den sonstigen Vereinbarungen zählen neben Garantien auch „Pay to Play“-Regeln und nachvertragliche Wettbewerbsverbote. Bei einer Pay to Play-Vereinbarung verpflichtet sich der Investor, in Folgefinanzierungen mindestens seinen Pro Rata-Anteil an neuen Unternehmensanteilen zu übernehmen, wenn er seine Vorzugsrechte behalten möchte. Bei den Serie A-Finanzierungen stieg der Anteil binnen Jahresfrist von 10 auf 23%, bei späteren Runden von 23 auf 33,33%. An Gründer richten sich dagegen die nachvertraglichen Wettbewerbsverbote. 100% aller Seed-Finanzierungen, 75% aller Serie A-Finanzierungen und 61,11% aller Post Serie A-Finanzierungen enthielten solche Klauseln. In vielen Fällen war damit aber auch eine Entschädigung verbunden – je nach Unternehmensphase zwischen 55 und 90% der Verträge. In den meisten Fällen lag die Entschädigung bei der Hälfte des zuletzt bezogenen Gehalts.



Quelle: MLawGroup

Fazit:

Im Vergleich zur vorhergehenden Studie aus dem Jahr 2009 zeigt die aktuelle Erhebung eine Reihe von Vereinbarungen, deren Konditionen sich zulasten der Gründer und zugunsten der einsteigenden Neuinvestoren auswirken. So stieg beispielsweise die Anzahl der Mehrfach-Liquidationspräferenzen und der Full Ratchet-Gestaltungen (Verwässerungsschutz). Auch die Laufzeit der Garantien verlängerte sich. Die Autoren der Studie interpretieren die Daten dahingehend, dass sich für junge Unternehmen die Lage verschlechtert habe, Kapital einzuwerben. Auch wird die Frage gestellt, ob der Trend hinsichtlich der Vertragsgestaltung aus Investorensicht zielführend sei. Es sei nicht ersichtlich, wie schlechtere Konditionen Gründern und bisherigen Investoren dabei helfen könnten, ein junges Technologieunternehmen besser auf den angestrebten Exit vorzubereiten. ■

torsten.passmann@vc-magazin.de

Der „Tech-Guide 2010“
entstand mit freundlicher
Unterstützung von:

EARLYBIRD



High-Tech Gründerfonds



munich
network



NRW.BANK
Wir fördern Ideen

