

Am Anfang schon an den Exit gedacht

Die Sicherstellung der „Saleability“ bei Wachstumsunternehmen

Ein Wachstumsunternehmen bis zu einer Exit-Möglichkeit zu führen ist bereits ein großer Erfolg. Eine weitere Herausforderung besteht darin, den Exit auch Realität werden zu lassen und möglichst reibungslos abzuwickeln. Dafür ist in aller Regel die Mitwirkung aller Gesellschafter (Investoren, Business Angels und Gründer) erforderlich.

Vor dem Exit stehende Wachstumsunternehmen weisen aber in der Regel (nach mehreren Finanzierungsrunden) einen relativ großen Gesellschafterkreis auf. Zudem sind die Interessen der Gesellschafter auch beim Exit nicht immer deckungsgleich. Einzelne Gesellschafter oder Gesellschaftergruppen machen nicht selten ihre Mitwirkung beim Exit von bestimmten Bedingungen abhängig oder versuchen dies zumindest, um so das Ergebnis für sich zu optimieren. Die Gründe hierfür sind recht unterschiedlich. So sind zum Beispiel Investoren, die Anteile an einem Wachstumsunternehmen in einer späteren Phase erworben haben, naturgemäß an einer möglichst hohen Verzinsung ihres Investments und daher an einem möglichst hohen Kaufpreis interessiert. Frühphaseninvestoren (insbesondere Business Angels) und Gründer könnten dagegen gegebenenfalls auch mit einem mittleren Kaufpreis leben, sofern dieser den Betrag der vereinbarten Liquidationspräferenzen ausreichend übersteigt, sodass der Exit-Erlös zwischen allen Gesellschaftern pro rata verteilt wird. Damit etwaige Interessenkollisionen einen Exit nicht übermäßig erschweren, umfasst die

Gesellschaftervereinbarung in aller Regel eine von bestimmten Bedingungen abhängige Mitveräußerungspflicht (Drag-Along). Diese Drag-Along-Regelung sollte zum einen möglichst präzise Regelungen dazu enthalten, unter welchen Voraussetzungen eine Mitveräußerungspflicht bestehen soll; zum anderen sollte möglichst genau geregelt werden, wie diese im Streitfall auch effektiv durchgesetzt werden kann.

Ausgestaltung der Mitveräußerungspflicht

Bei der Ausgestaltung des Drag-Along besteht ein weiter Spielraum – in der Praxis finden sich hier die unterschiedlichsten Regelungen. Grundvoraussetzung für die Mitveräußerungspflicht ist stets, dass eine bestimmte Mehrheit der Gesellschafter diese verlangt. In der Regel reicht hierfür die einfache Mehrheit; bisweilen sieht man auch eine Dreiviertelmehrheit. Sehr häufig findet sich zusätzlich das Erfordernis einer Investorenmehrheit, wobei diese nicht selten nur einen bestimmten Investorenkreis umfasst (zum Beispiel nur jene ab der Series A-Finanzierungsrunde). Je nach Verhandlungsmacht der Investoren ist zudem



Foto: © metanorworks – stock.adobe.com

bisweilen die Regelung anzutreffen, dass diese nach dem Ablauf eines bestimmten Zeitraums allein eine Mitveräußerung verlangen können. Umgekehrt findet sich nicht selten auch die Regelung, dass die Investoren erst nach dem Ablauf eines bestimmten Zeitraums überhaupt zur Mitveräußerung verpflichtet sind. Zu überlegen ist in diesem Zusammenhang stets, ob für die Auslösung der Mitveräußerungspflicht ein formeller Gesellschafterbeschluss mit der entsprechenden Mehrheit erforderlich sein soll. Zwar werden die Gesellschafter üblicherweise zur Teilnahme an der jeweiligen Gesellschafterversammlung und zu einer entsprechenden Stimmabgabe verpflichtet; allerdings birgt das Erfordernis eines formellen Gesellschafterbeschlusses Verzögerungspotenzial in sich. In manchen Verträgen wird daher von der Fassung eines formellen Gesellschafterbeschlusses abgesehen und lediglich ein schriftliches Verlangen einer bestimmten Mehrheit von Gesellschaftern vorausgesetzt.

Grenzwerte und Garantien

Es ist darauf zu achten, dass eine Mitveräußerungspflicht auch für die Fälle eines Asset Deals vorgesehen wird, wenn im Rahmen eines solchen mehr als 50% der Assets (nach Marktwert) veräußert werden. Ebenso sollten auch Regelungen für Fälle einer Verschmelzung oder Umwandlung festgelegt werden, wenn durch diese wirtschaftlich dieselben Ergebnisse erreicht werden. Zum Schutz der Investoren wird als wesentliches Kriterium für die Begründung einer Mitveräußerungspflicht häufig auch vorgesehen, dass der Veräußerungserlös einen bestimmten Mindestbetrag erreichen muss (zum Beispiel ein Erlös in Höhe von mindestens dem Doppelten des Investments). Für den Fall, dass diese Grenzwerte für einzelne Investoren nicht eingehalten werden, wird häufig ein Ablöserecht für die übrigen Gesellschafter vereinbart. Dies berechtigt selbige, die Differenz zwischen dem vereinbarten Grenzwert und dem tatsächlich zu erzielenden Erlös auszugleichen und den geplanten Exit trotz des Unterschreitens der Grenzwerte durchzuführen. Häufig wird in den Verträgen auch vorgesehen, dass nur dann eine Mitveräußerungspflicht besteht, wenn die Investoren lediglich zur Abgabe von Garantien und Zusicherungen im Hinblick auf ihre Berechtigung zur Verfügung über ihre jeweiligen Anteile (Title Guarantees) verpflichtet werden sollen. Umgekehrt finden sich in diesem Zusammenhang aber auch häufig Regelungen, die für Gründer auch dann eine Mitveräußerungspflicht vorsehen, wenn auch bestimmte Garantien im Hinblick auf das operative Geschäft des Wachstumsunternehmens abgegeben werden (Business Guarantees). Zwar wird in der Regel vorgesehen, dass alle Gesellschafter im Hinblick auf die Ausgestaltung der Mitveräuße-

rungspflicht gleichbehandelt werden; jedoch gelten für Gründer in dieser Hinsicht häufig Sonderregelungen.

Durchsetzung der Mitveräußerungspflicht

Um ein zeitraubendes Gerichtsverfahren zur Durchsetzung der Mitveräußerungspflicht zu vermeiden, sollte die Gesellschaftervereinbarung auch Mechanismen enthalten, die ihre Durchsetzung sicherstellen. So werden die Gesellschafter häufig entweder allgemein zu „allen notwendigen Handlungen“ zur Durchführung des Exits verpflichtet und zusätzlich zu spezifischen Handlungen – zum Beispiel zur Teilnahme an der Gesellschafterversammlung, zur Abstimmung mit allen Stimmrechten, zur Ausfertigung der entsprechenden Dokumentation oder zur Erklärung des Verzichts auf Vorerwerbsrechte, die der Transaktion entgegenstehen könnten. Ferner sind Gestaltungen nicht unüblich, bei denen für die Durchführung des Exits ein Vertreter aller Gesellschafter bestellt wird. Dabei kann es sinnvoll sein, dass die Gesellschafter bereits in der Gesellschaftervereinbarung eine unwiderrufliche Vollmacht für einen Vertreter erteilen, der durch eine bestimmte Gesellschaftermehrheit oder einen bestimmten Gesellschafterkreis bestimmt werden kann. Dieser Vertreter wird häufig ermächtigt, alle für den Exit notwendigen Maßnahmen im Namen und Auftrag der Gesellschafter vorzunehmen. Für den Fall, dass Gesellschafter die Mitwirkung verweigern, kann ferner eine Vertragsstrafe vorgesehen werden.

Fazit

Die Regelungen zum Drag-Along sollten besondere Aufmerksamkeit erfahren, damit ein möglichst reibungsloser Exit gewährleistet werden kann. Eine interessengerechte Einigung sollte aufgrund der Vielzahl der Gestaltungsmöglichkeiten grundsätzlich möglich sein. ■

Dr. Thomas Derlin

ist Rechtsanwalt und Partner bei der Wirtschaftskanzlei GSK Stockmann. Seine Tätigkeitsschwerpunkte liegen in den Bereichen Private Equity und Venture Capital, Corporate/M&A sowie kommerzielles Vertragsrecht.

