

# Die „liquidation preference“ in VC-Verträgen nach deutschem Recht

## I. Einleitung

Mit dem Begriff der „liquidation preference“ werden bei VC-Finanzierungen Vereinbarungen bezeichnet, die den VC-Gesellschaften gegenüber den Gründungsgesellschaftern eines Beteiligungsunternehmens eine Bevorzugung bei der Verteilung des Exiterlöses gewähren. Der „liquidation preference“ kommt eine außerordentlich große Bedeutung zu; sie gehört in der Praxis der VC-Verhandlung zu den am härtesten ausgefochtenen Regelungen. In Deutschland hat die „liquidation preference“ in der zweiten Hälfte der 90-iger Jahre eine sehr starke Ausweitung erfahren und zählt heute zu dem Standard bei VC-Finanzierungen.

In zwei Beiträgen geben die Autoren einen Überblick über die Erscheinungsformen der „liquidation preference“ und ihrer wirtschaftlichen Bedeutung. Hinweise zur Verhandlungsführung werden gegeben und Wechselwirkungen zu anderen vertraglichen Regelungen werden aufgezeigt. Die rechtliche Umsetzung der „liquidation preference“ in Deutschland und USA wird beleuchtet. In dem ersten Beitrag erläutert *Ralf Hoffmann* die Erscheinungsformen und wirtschaftliche Bedeutung sowie die deutsche Rechtspraxis. In einem zweiten Beitrag wird *Achim W. Hölzle* die US-Praxis erläutern.

## II. Erscheinungsformen und wirtschaftliche Bedeutung

### 1. Erscheinungsformen der „liquidation preference“

#### a) Grundformen und Begriffsbestimmung

Die „liquidation preference“ gewährt den VC-Gebern gegenüber den Gründungsgesellschaftern einen Vorzugs- und Mehrerlös bei der Veräußerung oder Liquidation des Beteiligungsunternehmens. Dieser Vorzugs- und Mehrerlös orientiert sich an dem Betrag, den die Investoren an Einlage und Zuzahlung in die Kapitalrücklage eines Beteiligungsunternehmens leisten. Die Wirkungsweise einer „liquidation preference“ in der Grundform soll an dem folgenden einfachen Beispiel erläutert werden:

**Beispiel:** VC-Geber und Gründungsgesellschafter sind zu je 50% an der B-AG beteiligt. Die „liquidation preference“ beträgt 4,0 Mio. €. Der Exiterlös

- a) 4,0 Mio. €
- b) 10,0 Mio. €

In Fall a.) erhalten die VC-Geber den gesamten Exiterlös von 4,0 Mio. €. Hieran wird die Vorzugswirkung der „liquidation preference“ deutlich. In dem Beispielfall b) erhält der VC-Geber 7,0 Mio. €. (4,0 Mio. aus der „liquidation preference“ und 3,0 Mio. € aus der pro rata Verteilung) und die Gründungsgesellschafter 3,0 Mio. €. Hieran wird die Mehrerlöswirkung erkennbar.

Der „liquidation preference“ kommt somit für die Verteilung des Exiterlöses im wirtschaftlichen Ergebnis eine vergleichbare Wirkung zu,

wie einer partizipierenden Vorzugsaktie für die Verteilung des Gewinnes einer Aktiengesellschaft<sup>1)</sup>.

In Höhe der „liquidation preference“ nehmen die VC-Geber eine Zwischenstellung zwischen dem im Exitfall nicht bevorrechtigten Aktionären im Regelfall den Gründungsgesellschaftern, und stillen Beteiligungsgebern ein<sup>2)</sup>. Deren Forderungen sind entweder vor der „liquidation preference“ zu befriedigen oder mindern einen Verkaufserlös entsprechend.

Soweit eine „liquidation preference“ wirksam in einer Aktionärsvereinbarung vereinbart werden kann, ist auch die Vereinbarung einer anderen Reihenfolge denkbar, wenn auch unüblich. Die „liquidation preference“ hat in der Praxis eine reiche Fülle unterschiedlicher Ausprägungen erfahren, auf die nachfolgend eingegangen wird.

#### b) Weitere Exitvarianten als Auslöser einer „liquidation preference“

Neben der Veräußerung sämtlicher oder mindestens einer Mehrheit der Aktien, der Liquidation, werden die Veräußerung wesentlicher Vermögensgegenstände der Gesellschaft, ein Anteilstausch, Anteilseinbringungen sowie Vorgänge nach dem Umwandlungsgesetz, wie Verschmelzungen, Abspaltungen und Ausgliederungen, als Auslöser einer „liquidation preference“ vereinbart. Soweit die Gegenleistung (Exiterlös) nicht in Geld besteht, wird ein Ausgleich in Aktien – zumeist als Vorabausgleich – vereinbart. Die Behandlung von Einbringungen und Umwandlungen als „liquidation preference“ auslösender Vorgang wird z.T. davon abhängig gemacht, mit welcher Beteiligungshöhe die Aktionäre des Beteiligungsunternehmens an der aufnehmenden Gesellschaft beteiligt sind<sup>3)</sup>.

#### c) Höhe der „liquidation preference“

Die Höhe der „liquidation preference“ hat in der Praxis enorme Ausweitungen erfahren. So gibt es Vereinbarungen, die ein mehrfaches von Einlage und Aufgeld vorsehen<sup>4)</sup>.

**Ralf Hoffmann ist Rechtsanwalt und Steuerberater in eigener Praxis in Berlin (Internetadresse: [www.rahoffmann.de](http://www.rahoffmann.de)) und spezialisiert auf Gesellschafts- und Konzernrecht sowie Venture Capital-Gesellschaften. Achim W. Hölzle ist Rechtsanwalt und Attorney at Law (Calif.) in eigener Praxis (Internetadresse: [www.feldbergpacific.com](http://www.feldbergpacific.com)) in San Francisco, CA, und ist auf gesellschafts- und wertpapierrechtliche Beratung von Technologieunternehmen sowie Venture Capital-Investoren spezialisiert.**

- 1) *Bezenberger, Vorzugsaktien ohne Stimmrecht*, 1991, S. 51 ff. Die partizipierenden Vorzugsaktien nehmen sowohl an dem Vorzug, als auch über den Vorzugssatz hinaus an der Ausschüttung weiteren Bilanzgewinns Anteil.
- 2) Auch insoweit besteht eine Vergleichbarkeit mit dem Gewinnvoraus des Vorzugsaktionärs. Vgl. *Bezenberger, a.a.O. (Fn. 1)*, S. 43 ff.
- 3) Je höher die Beteiligungsquote ist, desto geringer ist das Bedürfnis, eine „liquidation preference“ für diesen Fall zu vereinbaren, da dann ein – casherzeugender – Exit maßgeblich von den vormaligen Aktionären des Beteiligungsunternehmens initiiert werden kann.
- 4) Den Verfassern vorliegende Verträge gehen z.T. weit über das Dreifache der geleisteten Einlagen und Agiozahlungen hinaus.

Ferner sind Regelungen häufig, die einer Verzinsung des Gesamtausgabebetrag entsprechen. Diese orientieren sich an den Refinanzierungszinssätzen der VC-Geber (etwa 8% bis 10%) oder an den jährlichen Renditeerwartungen von gut 30%. Verknüpft wird die Verzinsungsregelung mit der Vereinbarung einer Vorzugs- und Mehrdividende bei der laufenden Gewinnverteilung, die auf den Zinsanteil der „liquidation preference“ angerechnet wird.

#### d) Reihenfolge

Bei der Ausgestaltung der Rangfolge des Vorzugs sind in der Praxis mannigfaltige Abweichungen von der Grundform festzustellen, die nur exemplarisch dargestellt werden können.

Im Verhältnis VC-Geber zu Gründungsgesellschafter wird teilweise nach der „liquidation preference“ der VC-Geber dem Gründungsgesellschafter eine Art nachrangige „liquidation preference“ einräumt. Dies kann sich insbesondere in Fällen anbieten, in denen die Gründungsgesellschafter selber wesentliche Beträge als Einlagen geleistet haben.

**Die „liquidation preference“ gewährt den VC-Gebern gegenüber den Gründungsgesellschaftern einen Vorzugs- und Mehrerlös bei der Veräußerung oder Liquidation des Beteiligungsunternehmens.**

#### Beispiel:

- a) 4,0 Mio. € „liquidation preference“ der VC-Geber;
- b) danach 200 000,00 € für die Gründungsgesellschafter;
- c) der Rest pro rata.

Bei mehreren VC-Gebern, insbesondere in verschiedenen Finanzierungsrunden wird häufig eine Rangfolge innerhalb der „liquidation preference“ vereinbart. Zumeist erhalten die VCs der späteren Finanzierungsrunden einen Vorrang gegenüber den Vorrundenfinanzierern.

#### e) Kappungsgrenze

Aus Sicht der Gründungsgesellschafter ist es in einigen Fällen durchsetzbar, dass die „liquidation preference“ entfällt, wenn der Exiterlös einen bestimmten Betrag übersteigt. Aus Sicht der VC-Geber muss dieser Betrag so bemessen sein, dass auch bei einer pro rata Verteilung ein Erlös erzielt wird, der den internen Renditeerwartungen entspricht. Als abgeschwächte Form finden sich Regelungen, die eine Minderung der „liquidation preference“ Höhe vorsehen, wenn bestimmte Exiterlöse erzielt werden.

Ferner gibt es Varianten, dass der Hauptbetrag der „liquidation preference“ bei einem bestimmten Exiterlös entfällt, jedoch der Zinsanspruch bestehen bleibt.

#### f) Billigkeitsregelung

Unter dem englischen Begriff des „carve out“ werden in der deutschen Vertragspraxis Regelungen vereinbart, dass den Altgesellschaftern ein bestimmter Betrag des Exiterlöses zugedacht wird, wenn der Exiterlös die „liquidation preference“ nicht übersteigt. Dieser Betrag kann an ihrem Einsatz und ihrem Verdienst für die Gesellschaft bemessen werden<sup>5)</sup>.

## 2. Wirtschaftliche Bedeutung und Wechselbeziehungen zu anderen VC-Vertragsregelungen

### a) Wirtschaftliche Bedeutung

Um die wirtschaftliche Bedeutung der „liquidation preference“ für den VC-Geber und den Gründungsgesellschaftern zu beurteilen, sollen kurz die Wesensmerkmale einer VC-Finanzierung vorangestellt werden:

- Der VC-Geber beabsichtigt innerhalb einer bestimmten Frist etwa drei bis fünf Jahre einen Exit zu erreichen.
- Dieser Exit führt häufig über entsprechende vertragliche Regelungen auch zu einem (Teil-) Exit der Gründungsgesellschafter.
- Eine Anteilsveräußerung durch Gründungsgesellschafter vor Exit gegen den Willen der VC ist gesellschaftsrechtlich ausgeschlossen.
- Bis zu dem Exit der VC-Geber erzielt das Beteiligungsunternehmen in der Regel keine ausschüttungsfähigen Gewinne.

Aus diesen Charakteristika folgt, dass der zu realisierende Wert der Beteiligung in der Teilhabe an dem Exiterlös besteht. Diese wird zunächst durch die Höhe des Exiterlöses und dem Anteil an dem Aktienkapital bestimmt. Dieser Wert wird maßgeblich die „liquidation preference“ beeinflusst. Je nach der Ausgestaltung der „liquidation preference“ kann es gerade bei Beteiligungen, die einen respektablen, wenn auch nicht herausragenden Exiterlös erzielen, dazu kommen, dass den Gründungsgesellschaftern kein Anteil an diesem Erlös verbleibt. Erkennen die Gründungsgesellschafter, etwa durch den Zugang verschiedener Kaufangebote, diese Konstellation im Vorfeld, so kann sich dies stark motivationshemmend auswirken. Eine zu hohe „liquidation preference“, etwa in einem Mehrfachen der Agiozahlungen, mindert somit die Attraktivität einer VC-Finanzierung für Gründungsgesellschafter. Dies kann auch dazu führen, dass Gründungsgesellschafter, die die Wahlmöglichkeit haben ohne VC-Mittel eine kleine Dienstleistungseinheit zu bilden oder mit VC-Mitteln eine größere Produktionseinheit, sich für die erste Alternative entscheiden.

Auf der anderen Seite sollten auch die Gründungsgesellschafter erkennen, dass die „liquidation preference“ die berechnete Funktion eines Investmentschutzes für den VC-Geber hat<sup>6)</sup>. Ein sinnvoller Verhandlungskompromiss besteht daher häufig darin, eine einfache „liquidation preference“ in Höhe der Summe aus Einlagen- und Rücklagenzahlungen ggf. mit einer Verzinsung in Höhe des Refinanzierungssatzes zu vereinbaren. Als leistungssteigerndes Moment kann dies mit einer Minderung der „liquidation preference“ bei dem Erreichen bestimmter Exitbeträge kombiniert werden.

### b) Verhandlungstaktische Hinweise

Die Verhandlung über die Ausgestaltung der „liquidation preference“ wird als Teil der Vertrags-

5) Aus Sicht der VC-Geber können sich solche Regeln als sehr problematisch erweisen, wenn keine Höchstgrenzen vereinbart werden und die Zuständigkeit ordentlicher Gerichte besteht.

6) I.d.S. Weitnauer, *Handbuch Venture Capital*, 2. Aufl. 2001, D 187.

verhandlungen zumeist nach einer Einigung über die Bewertung und damit die Anteilsverteilung geführt. Wenn zur Vorbereitung auf diese Bewertungsverhandlung<sup>7)</sup> Exitszenarien gerechnet werden, sollte die „liquidation preference“ eingeplant werden, weil nur so die Verteilung eines gedachten Exiterlöses zuverlässig bestimmt werden kann. Auch im Verhandlungswege sollte diese Auswirkung berücksichtigt werden. Deshalb sollte die Bewertungsverhandlung nicht abschließend beendet werden, ehe eine grundsätzliche Einigkeit über die Ausgestaltung der „liquidation preference“ erzielt worden ist.

#### c) Verhältnis zu Anteilshöhe beeinflussenden Regelungen

In den meisten VC-Verträgen sind Regelungen enthalten, die den VC-Gebern einen Verwässerungsschutz für den Fall gewähren, dass nachfolgende Finanzierungsrunden zu einer geringeren Bewertung abgeschlossen werden. Der Schutz wird dadurch gewährleistet, dass die VC-Gesellschaften entweder von den Gründern Anteile zum Nennwert erwerben können und im Rahmen einer Kapitalerhöhung zum Nennwert<sup>8)</sup> weitere Aktien zeichnen können. Oft wird auch eine Regelung vereinbart, dass ein Aktienoptionsprogramm nur zu einer Verwässerung der Gründungsgesellschafter und nicht der VC-Gesellschaften führt. Nicht selten werden auch Milestoneregulungen mit der Rechtsfolge versehen, dass im Fall des Nichterreichens Anteile an den VC-Geber zum Nennwert abzugeben sind. In Verbindung einer „liquidation preference“ ergibt sich die Folge, dass zum einen der proportional zu verteilende Erlös sich mindert, weil zunächst die bevorrechtigten Investoren zu befriedigen sind. Zum anderen sinkt durch die Verminderung der Anteilshöhe auch noch der Anteil der Gründungsgesellschafter an diesem Erlös. Eine auf einen sachgerechten Interessenausgleich angelegte Vertragsgestaltung hat dies zu berücksichtigen.

#### d) Verhältnis zu Veräußerungsinitiativrechten

Es gehört zu dem Standard von VC-Verträgen, dass die Gründungsgesellschafter verpflichtet werden, ihre Aktien zu veräußern, wenn die VC-Geber dies im Fall der beabsichtigten eigenen Veräußerung verlangen – meist mit der Einschränkung, dass allen Parteien proportional gleiche Konditionen angeboten werden. Solche oder ähnliche Veräußerungsinitiativrechte der VC-Geber stellen in Verbindung mit einer „liquidation preference“ für die Gründungsgesellschafter eine gefährliche Kombination dar. Bei einer großzügig bemessenen „liquidation preference“ besteht die Gefahr eines (vorzeitigen) Exit, wenn dieser einen Erlös verspricht, der die Höhe der „liquidation preference“ erreicht oder knapp übersteigt. Gerade zur Lösung dieses Zielkonflikts gibt es maßgeschneiderte Lösungen für jeden Praxisfall, die sowohl die Interessen des VC-Gebers als auch der Gründungsgesellschafter angemessen berücksichtigen.

### III. Deutsche Rechtspraxis

#### 1. Vorbemerkung

Vorab sei der Hinweis erlaubt, dass nachstehende Ausführungen nur einige wesentliche Ge-

sichtspunkte der Grundformen der „liquidation preference“ behandeln. Sie beziehen sich auf Beteiligungsunternehmen in der Rechtsform der Aktiengesellschaft. Paragraphen ohne Nennung des Gesetzes sind solche des deutschen Aktiengesetzes.

**Je nach der Ausgestaltung der „liquidation preference“ kann es gerade bei Beteiligungen, die einen respektablen, wenn auch nicht herausragenden Exiterlös erzielen, dazu kommen, dass den Gründungsgesellschaftern kein Anteil an diesem Erlös verbleibt.**

#### 2. Umsetzung der „liquidation preference“ in der deutschen Vertragspraxis

##### a) Rechtstatsächliches

Meist wird die „liquidation preference“ in zwei Grundformen in VC-Verträgen verankert:

- Ohne die satzungsmäßige Schaffung von Vorzugsaktien wird den VC-Gebern ausschließlich in der Aktionärsvereinbarung eine „liquidation preference“ für verschieden Exitvarianten eingeräumt. (Aktionärsvereinbarungslösung).
- Die VC-Geber erhalten satzungsgemäß Vorzugsaktien mit Stimmrecht verbunden mit einer Bevorrechtigung im Liquidationsfall. In der Aktionärsvereinbarung wird unter Bezug auf diese Satzungsregelung eine Ausweitung des Vorzuges auf andere Exitvarianten vorgenommen. (Kombinationslösung).

##### b) Ausgewählte Rechtsprobleme der Aktionärsvereinbarungslösung

###### aa) Rechtliche Einordnung

Bei VC-Finanzierungen wird neben dem Beteiligungsvertrag, der Regeln zur Zeichnung der Aktien enthält<sup>9)</sup>, eine Aktionärsvereinbarung geschlossen, z.T. als dessen Anlage beigefügt. Zumeist werden in der Aktionärsvereinbarung Absprachen über Stimmbindungen, Mitarbeiterbeteiligungen, Verwässerungsschutz, Besetzungsregelungen über den Aufsichtsrat, Vor- und Mitverkaufsrechte, Vestingregelungen – um einige zu nennen – und eben die „liquidation preference“ vereinbart. In der gesellschaftsrechtlichen Literatur werden entsprechende Vereinbarungen unter Aktionären auch als Konsortialvertrag, Stimmbindungsvertrag, Schutzgemeinschaft oder Pool bezeichnet<sup>10)</sup>. Einen Hinweis auf ihre Rechtsnatur geben die Bezeichnungen „schuldrechtliche Aktionärsvereinbarung“<sup>11)</sup>

7) Es soll dabei nicht verkannt werden, dass für die Bewertung vom Beteiligungsunternehmen wissenschaftlich beschriebene Methoden zur Verfügung stehen, etwa wie Ertragswert, DCF-Methode oder der Realloptionsansatz. Die tatsächlichen Annahmen, die die Grundlage der Bewertung bilden, werden im Rahmen der VC-Verhandlung häufig kontrovers diskutiert und hinterfragt. Wegen dieses Umstandes und der Bedeutung der Bewertung für die Anteilsverteilung erscheint uns daher der Begriff der Bewertungsverhandlung zutreffend.

8) Bei Stückaktien ist richtigerweise von dem rechnerischen Nennwert zu sprechen.

9) Denkbar wäre daher auch die Bezeichnung als „Zeichnungsvertrag“.

10) Vgl. nur Von der Osten, GmbH 1993 S. 798 f.; BGHZ 126 S. 226 Schutzgemeinschaftsvertrag.

11) Münch. Hdb. GesR IV (2. Aufl. 1999)/Wiesner, § 6 Rdn. 13.

oder „schuldrechtliche Nebenabrede“<sup>12)</sup>. Die Aktionärsvereinbarungen sind von der Satzung der Gesellschaft streng zu unterscheiden und zwar auch dann, wenn alle Aktionäre an der Vereinbarung beteiligt sind<sup>13)</sup>.

Da die Aktionärsvereinbarungen als schuldrechtliche Nebenabreden im Regelfall zu einem gemeinsamen Zweck geschlossen werden, führen sie zu der Gründung einer Innengesellschaft des bürgerlichen Rechtes<sup>14)</sup>. Sie unterliegen nicht der Handelsregisterpublizität<sup>15)16)</sup>. Merkmal dieser Innengesellschaft ist es, dass die von den Aktionären gehaltenen Aktien nicht Gesamthandvermögen der Gesellschaft bürgerlichen Rechtes werden<sup>17)</sup>.

**Bei VC-Finanzierungen wird neben dem Beteiligungsvertrag, der Regeln zur Zeichnung der Aktien enthält, eine Aktionärsvereinbarung geschlossen, z.T. als dessen Anlage beigefügt.**

Die schuldrechtlichen Nebenabreden haben keine dingliche Wirkung, sie binden nur die an dieser Abrede Beteiligten<sup>18)</sup>.

Grundsätzlich werden schuldrechtliche Vereinbarungen wegen des Grundsatzes der Vertragsfreiheit als zulässig angesehen<sup>19)</sup>. Zu bedenken ist, dass sich in diesem Zusammenhang möglicherweise Einschränkungen durch das EU-Recht ergeben werden. Nach dem Bericht der hochrangigen Gruppe von Experten auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts, europäische Kommission, 101/2002 heißt es unter Art. 11 Abs. 3 wie folgt:

„Stimmrechtsbeschränkungen, die in der Satzung der Zielgesellschaft vorgesehen sind, entfalten keine Wirkung, wenn die Hauptversammlung gemäß Artikel 9 über etwaige Abwehrmaßnahmen beschließt.“

„Stimmrechtsbindungen, die in Vereinbarungen zwischen der Zielgesellschaft und den Wertpapierinhabern dieser Gesellschaft oder zwischen Wertpapierinhabern der Zielgesellschaft vorgesehen sind, entfalten keine Wirkung, wenn die Hauptversammlung gem. Artikel 9 über etwaige Abwehrmaßnahmen beschließt.“

Dieser Bericht soll neben dem Vorschlag des Vermittlungsausschusses aus dem Vermittlungsverfahren zwischen Rat und Parlament Basis für den neuen Text der im Juli 2001 gescheiterten EU-Übernehmerichtlinie werden. Es bleibt somit abzuwarten, ob das EU-Recht zu Einschränkungen der Wirksamkeit von Stimmbindungen und Gesellschaftervereinbarungen führen wird.

#### bb) Regelungsverhältnis von AktG, Satzung und Aktionärsvereinbarung

Das Verhältnis von AktG zu Satzung wird durch den Grundsatz der in § 23 Abs. 5 AktG geregelten Satzungsstrenge bestimmt. Danach darf durch die Satzung von den Vorschriften des AktG nur abgewichen werden, wenn dies ausdrücklich zugelassen ist. Eine Satzungsbestimmung, die ohne ausdrückliche gesetzliche Zulassung vom AktG abweicht, ist nichtig<sup>20)</sup>.

Bei dem Verhältnis zwischen Aktionärsvereinbarung und Satzung sollten zwei Hierarchieebenen unterschieden werden. Zum einen ist dies die ergänzende Konkurrenz<sup>21)</sup>, die umschreibt,

dass die Aktionärsvereinbarung Regeln trifft, die solche der Satzung ergänzt. Diese ist im Grundsatz unproblematisch<sup>22)</sup>. Problematisch ist die verdrängende Konkurrenz<sup>23)</sup>, nämlich die Abweichung einer Aktionärsvereinbarung von Regelungen in der Satzung oder dem Gesetz. Genau ein solcher Fall ist jedoch bei der Aktionärsvereinbarungslösung gegeben, soweit sie den Erlösvorrang im Liquidationsfall regelt.

#### cc) Teilunwirksamkeit der Aktionärsvereinbarung wegen Verstoßes gegen höherrangiges Recht

Unter II. 1. a) wurde dargestellt, dass die „liquidation preference“ ein Vorrang im Verkaufs- und Liquidationsfalle enthält. Ausgehend von dieser Grundform ist zu fragen, ob hiermit in der Aktionärsvereinbarung eine von dem AktG oder der Satzung abweichende Regelung getroffen worden ist. Das Aktienrecht bestimmt in § 271 Abs. 1 AktG zu der Verteilung des Vermögens im Fall der Liquidation, dass das nach der Erfüllung der Verbindlichkeiten verbleibende Vermögen der Gesellschaft unter den Aktionären zu verteilen ist. Ferner enthält das Gesetz in § 271 Abs. 2 AktG den folgenden Verteilungsmaßstab:

„Das Vermögen ist nach den Anteilen am Grundkapital zu verteilen, wenn nicht Aktien mit verschiedenen Rechten bei der Verteilung des Gesellschaftsvermögens vorhanden sind.“

Mit diesem Vorbehalt in § 271 Abs. 2 AktG zweiter Halbsatz wird an die in § 11 Satz 1 AktG getroffene Regelung angeknüpft, nach der sich eine unterschiedliche Ausstattung der Aktien insbesondere auf die Verteilung des Gewinns und des Gesellschaftsvermögens beziehen kann<sup>24)</sup>. Aktien mit gleichen Rechten – hier dem Liquidationsvorzug – bilden eine eigene Gattung<sup>25)</sup>. Da die Aktien der Gründungsgesellschafter diesen Vorzug nicht haben, bestehen zumindest zwei Aktiegattungen<sup>26)</sup>. § 23 Abs. 3 Satz 4 AktG bestimmt, dass in der Satzung bei dem Vorhandensein mehrerer Gattungen, zwingend die Gattung der Aktien sowie die Zahl der Aktien jeder Gattung anzugeben sind. Es besteht daher – soweit ersichtlich – Einigkeit in der aktienrechtlichen Literatur, dass eine wirksame Abweichung von

12) Münch. Komm. AktG (2. Aufl. 2000)/Pentz § 23 Rdn. 192.

13) Münch. Komm. AktG/Pentz, § 23 Rdn. 192; Münch. Hdb. GesR IV/Wiesner, § 6 Rdn. 14.

14) Münch. Komm. AktG/Pentz, § 23 Rdn. 190; Münch. Hdb. GesR IV/Wiesner, § 6 Rdn. 13.

15) Münch. Komm. AktG/Pentz, § 23 Rdn. 190; Münch. Hdb. GesR IV/Wiesner, § 6 Rdn. 13.

16) In Hinblick auf Beschluss des BayObLG vom 27. 2. 2002 (AG 2002 S. 510) ist hier jedoch eine wichtige Einschränkung zu machen. Wird im Rahmen einer Kapitalerhöhung durch eine Aktionärsvereinbarung eine Zuzahlungspflicht begründet, so kann das Registergericht die Vorlage dieser Vereinbarung fordern, um prüfen zu können, ob dadurch eine Pflicht zur Leistung einer Einlage in das Vermögen der Aktiengesellschaft begründet worden ist.

17) Vgl. Von der Osten, GmbHR 1993 S. 789; BGHZ 126 S. 229 ff., m.w.N.

18) Vgl. Noack, Gesellschaftervereinbarungen bei Kapitalgesellschaften, 1994, S. 130.

19) Vgl. nur jüngst Hergeth/Eberl, DStR 2002 S. 1818 f.

20) Münch. Komm. AktG/Pentz § 23, Rdn. 162, m.w.N.

21) Zu dem Begriff: Noack, a.a.O. (Fn. 18), S. 122.

22) Vgl. Noack, a.a.O. (Fn. 18), S. 122.

23) Zu dem Begriff: Noack, a.a.O. (Fn. 18), S. 122.

24) Münch. Komm. AktG/Hüffer, § 271 Rdn. 22.

25) § 11 Satz 1 AktG.

26) vgl. nur Münch. Komm. AktG/Pentz, § 23 Rdn. 123.

dem Grundsatz der gleichmäßigen Verteilung des Gesellschaftsvermögens gem. § 271 Abs. 2 AktG, wie auch die Schaffung neuer Aktiengattungen gem. § 11 Satz 2 i.V.m. § 23 Abs. 3 Satz 4 AktG nur durch die Satzung erfolgen kann<sup>27)28)</sup>.

Aufgrund dieses satzungsdispositiven Charakters von § 271 Abs. 2 AktG erscheint damit auch die Frage zu verneinen zu sein, ob allein durch eine Aktionärsvereinbarung ein abweichender Maßstab bei der Liquidationsverteilung festgelegt werden kann. Zu bedenken ist jedoch, dass im Recht der GmbH trotz einer § 271 Abs. 2 AktG entsprechenden Anordnung in § 72 Satz 2 GmbHG formlose Abreden für möglich erachtet werden<sup>29)</sup>. Dies gilt jedenfalls für Absprachen während der Abwicklung<sup>30)</sup>.

Noack begründet dies an anderer Stelle<sup>31)</sup> damit, dass das Gesetz bei satzungsdispositiv erklärten Gegenständen zu erkennen gegeben habe, dass Abweichungen von seinen Regelvorstellungen möglich seien. Es müsse also gezeigt werden, dass das Gesetz nur eine Abänderung in einer ganz bestimmten Art, nämlich in der Satzung erlaube, während jede andere Regelung i.S.v. § 134 BGB verbotsbewehrt sein soll. Den entscheidenden Maßstab für die Frage, ob satzungsdispositiv erklärte Gesetzesregelungen nichtig seien oder nicht, hänge davon ab, ob es für außenstehende Dritte wirklich wichtig sei, die Abweichung vom dispositiven Gesetzesrecht zu erkennen. Noack verneint die Bedeutung für einen außenstehenden Dritten in dem Fall einer schuldrechtlichen Abtretungsbeschränkung damit, dass ihn diese Abrede nicht betreffe und von daher auch nicht seine Interessen berühre<sup>32)</sup>.

dd) Eigene Auffassung

(1) Satzungspflichtigkeit

Die Änderung des Verteilungsmaßstabs im Liquidationsfall gehört zu dem notwendigen Satzungsinhalt. Dies ergibt sich wie oben dargestellt daraus, dass ein Vorzug bei der Liquidationsverteilung zu einer eigenen Aktiengattung führt und dies gem. § 23 Abs. 3 Nr. 4 AktG zwingend in der Satzung anzugeben ist. § 23 Abs. 3 Nr. 4 AktG ist auch bei der Satzungsänderung zu beachten<sup>33)</sup>. Es ist auch im Recht der GmbH anerkannt, dass Nebenabreden nicht in den obligatorischen Satzungsinhalt gem. § 3 Abs. 1 GmbHG eingreifen dürfen<sup>34)</sup>. Bei der GmbH ist der notwendige Satzungsinhalt jedoch wesentlich enger gefasst als bei der AG. Es fehlt eine § 23 Abs. 3 Nr. 4 AktG vergleichbare Regelung, da das GmbH-Recht keine durch die Satzung begründbaren Gattungen unterschiedlicher Geschäftsanteile kennt. Anders gewendet: Aus dem Schweigen der Satzung zu einer abweichenden Regelung i.S.v. § 271 Abs. 2 AktG und dem Fehlen verschiedener Aktiengattungen muss geschlossen werden können, dass ein abweichender Verteilungsmaßstab und verschiedene Aktiengattungen nicht bestehen. Ein abweichender Verteilungsmaßstab kann somit in einer Aktionärsvereinbarung nicht wirksam begründet werden. Die Verteilung hat trotz entgegenstehender Regelung in einer Aktionärsvereinbarung demzufolge pro-ratarisch gem. § 271 Abs. 2 AktG erster Halbsatz zu erfolgen.

(2) Drittinteresse

U.E. ergibt sich die Unzulässigkeit auch dann, wenn man mit Noack darauf abstellt, ob es für außenstehende Dritte wichtig ist, die mit der Aktionärsvereinbarung geschaffene Abweichung vom dispositiven Gesetzesrecht zu erkennen<sup>35)</sup>. Der Maßstab bedarf zunächst der Konkretisierung, welche außenstehenden Dritten in die Betrachtung einzubeziehen sind. Dies sind sicherlich – wenn vorhanden – solche Aktionäre, die nicht Partei der Aktionärsvereinbarung geworden sind, künftige Aktionäre, Gläubiger und

**Die Änderung des Verteilungsmaßstabs im Liquidationsfall gehört zu dem notwendigen Satzungsinhalt. Dies ergibt sich daraus, dass ein Vorzug bei der Liquidationsverteilung zu einer eigenen Aktiengattung führt und dies zwingend in der Satzung anzugeben ist.**

auch Arbeitnehmer der Gesellschaft<sup>36)37)</sup>. Um feststellen zu können, ob eine „liquidation preference“ in einer Aktionärsvereinbarung Aktionärs- oder Gläubigerinteressen berührt, sollen idealtypischerweise die wesentlichen Strukturmerkmale hervorgehoben werden, die bei VC-Finanzierungen im Zeitpunkt des Abschlusses der Aktionärsvereinbarung gegeben sind:

- Die mit der „liquidation preference“ belasteten Altgesellschafter sind im Regelfall zugleich die Vorstände der Gesellschaft, häufig die einzigen. Sie genießen zudem häufig in „Ihrer“ Branche und in entsprechenden Forschungseinrichtungen eine hohe Reputation.
- Die „liquidation preference“ wird nicht im Abwicklungsstadium der Gesellschaft abgeschlossen, sondern in einer auf starke Expansion ausgerichteten Phase.
- Der maßgebliche wirtschaftliche Wert der Aktien der Gründungsgesellschafter besteht

27) Münch. Hdb. GesR IV/Hoffmann-Becking, § 66 Rdn. 16; Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, § 271 Rdn. 19; so wohl auch Münch. Komm. AktG/Hüffer § 271 Rdn. 28; Großkomm. Wiedemann, § 271 Rdn. 3.

28) Münch. Komm. AktG/Heider, § 11 Rdn. 37.

29) Noack, a.a.O. (Fn. 18), S. 309 f.; OLG Hamm, GmbHR 1978 S. 271, Scholz/Karsten Schmidt, GmbHG, 9. Aufl. 2002, § 72 Rdn. 14.

30) Rowedder/Schmidt-Leithoff/Rasner GmbHG, 4. Aufl. 2002, § 72 Rdn. 14.

31) Noack, a.a.O. (Fn. 18), S. 128 ff.

32) Nicht ganz eindeutig ist, ob Noack diese Ausführung auch unbeschränkt für die Aktiengesellschaft gelten lassen will (a.a.O. [Fn. 18]).

33) Hüffer, AktG, 5. Aufl. 2002, § 23 Rdn. 1.

34) Ulmer, NJW 1987 S. 1849 f.

35) Klarstellend sei gesagt, dass es u.E. hierauf wegen der unter 1. aufgeführten Argumente nicht mehr ankommt.

36) Für die Einbeziehung der Gläubiger gibt das AktG selber in § 241 Nr. 3 den Wertungsmaßstab vor, dass ein an einem Inhaltmangel leidender HV-Beschluss nicht automatisch nichtig ist, diese Rechtsfolge jedoch eintritt, wenn (auch) gläubigerschützende Vorschriften verletzt werden.

37) U.E. gelten hier für die einzubeziehenden Personenkreise die gleichen Grundsätze wie es der BGH in dem Supermarktbeschluss vom 24. 10. 1998 (GmbHR 1998 S. 25 unter IV. 2. c) für die Eintragungspflichtigkeit von Unternehmensverträgen ausführte: „Die dem Handelsregister zukommende Publizitätsfunktion soll der Öffentlichkeit wie Arbeitnehmern, künftigen oder gegenwärtigen Gläubigern, den Gesellschafter und den potenziellen Anteilserwerbern die Möglichkeit gewährleisten, sich über die Rechtsverhältnisse von Kaufleuten und Gesellschaftern zu unterrichten ...“.

in der Teilhabe an dem Exiterlös. Dieser ist häufig zugleich der einzige nennenswerte Vermögensgegenstand der Gründungsgesellschafter.

- Der Liquidationserlösverteilung kommt als Exitvariante, etwa in Folge einer Veräußerung des Geschäftsbetriebes der Gesellschaft (Asset Deal), Bedeutung zu. Der Liquidationserlös hat auch eine deutlich höhere Bedeutung bei VC-finanzierten Gesellschaften als etwa ein Gewinnvorzug, weil diese Gesellschaften meistens keinen operativen Gewinn erzielen.

Bereits mit wenigen Beispielen und unter bewusstem Verzicht auf die Darstellung weiterer Fallgruppen lässt sich erkennen, dass (künftige) Aktionäre und Gläubiger ein ausgeprägtes Interesse daran haben, zu erkennen, ob eine „liquidation preference“ zwischen Investoren und Gründungsgesellschaftern abgeschlossen worden ist.

**Bereits anhand weniger Beispiele lässt sich erkennen, dass (künftige) Aktionäre und Gläubiger ein ausgeprägtes Interesse daran haben, zu erkennen, ob eine „liquidation preference“ zwischen Investoren und Gründungsgesellschaftern abgeschlossen worden ist.**

Dieses Interesse besteht bereits bei der Anbahnung von Rechtsbeziehungen. Sowohl für Kandidaten für eine Leitungsfunktion im Unternehmen wie auch für zukünftige Geschäfts-, Forschungs- oder Joint Venture Partner ist es durchaus von Interesse zu erfahren, ob beispielsweise der renommierte Gründer und Alleinvorstand eines Biotechunternehmens, der noch über 50% der Aktien hält, durch eine „liquidation preference“ belastet ist. Der hohe Aktienbesitz ist Indiz für eine starke wirtschaftliche Bindung des Vorstandes an das Unternehmen. Es ist zugleich Anzeichen für ein großes Vertrauen des Gründers in die Gesellschaft. Es lässt auf den Willen schließen, langfristig für das Unternehmen in verantwortlicher Position zu wirken. Dieser Eindruck täuscht jedoch, wenn die Aktien mit einer „liquidation preference“ belegt sind und dies dazu führen kann, dass ein realisierbarer Wert der Aktien für den Alleinvorstand gar nicht mehr besteht und dieser, enttäuscht über diesen Umstand, ein langfristiges Engagement mittlerweile selber bezweifelt. Einige der möglichen Vertragspartner der AG hätten einen Vertragsabschluss mit dieser überdacht oder von weiteren Voraussetzungen abhängig gemacht, wenn sie durch den Blick in die Satzung die „liquidation preference“ hätten erkennen können.

Dieses Beispiel zeigt, dass § 271 Abs. 2 AktG und § 23 Abs. 3 Satz 4 AktG eine erhebliche Drittwirkung entfalten und es einem Dritten erheblich erschwert wird, einen zutreffenden Eindruck in die Rechtsverhältnisse der Gesellschaft zu erlangen, wenn die Satzung zur Änderung des Verteilungsmaßstabs im Liquidationsfall schweigt, eine solche Regelung jedoch in einer Aktionärsvereinbarung vorgenommen worden ist.

Noch deutlicher wird das Interesse, wenn man eine mögliche Haftungsanspruchnahme des Gründungsgesellschaftern aus einem pflichtwid-

rigen Handeln aus seiner Vorstandstätigkeit mit in Betracht zieht. Die Aktionärsvereinbarungslösung kann nämlich dazu führen, dass Schadensersatzansprüche gegen Vorstandsmitglieder nicht oder nur in geringem Umfang durchsetzbar sind. Dies mag auf den ersten Blick überraschend klingen, wenn man bedenkt, dass die Aktionärsvereinbarung nur zwischen den vertragsbeteiligten Personen gilt und zudem das Sperrjahr des § 272 AktG<sup>38)</sup> Gläubigerschutz gewährt. Dass dieser Schutz nicht lückenlos ist, mag das folgende Beispiel erläutern:

**Beispiel:** Die Biotech AG wird nach einem erfolgreichen Asset Deal liquidiert und ihr Vermögen nach Ablauf des Sperrjahres unter Beachtung einer „liquidation preference“ in einer Aktionärsvereinbarung verteilt, und zwar im Wesentlichen an außereuropäische Investoren. Nachdem dies erfolgt ist, stellt eine vormalige Vertragspartnerin (V) der Biotech nach der Rückweisung eines Antrages auf Zulassung eines Medikaments fest, dass diese auf einem Fehler der Biotech AG und letztlich auf einer grob fahrlässigen Pflichtverletzung des vormaligen Vorstandes A beruhte. Da die Biotech AG nicht mehr zahlungsfähig war, macht V den noch nicht verjährten Anspruch gem. § 93 Abs. 5 AktG gegenüber dem vormaligen Vorstandsmitglied A geltend<sup>39)</sup>. V war zuversichtlich, den Schaden im Wesentlichen ersetzt zu erlangen, da sie um die hohe Beteiligung des A an der Biotech AG wusste und ihr auch der bedeutende Kaufpreis des Asset Deals bekannt war. Überrascht und enttäuscht musste V feststellen, dass A über weit weniger Vermögen verfügte, weil dieser wegen der „liquidation preference“ nur unerheblich an dem Liquidationserlös partizipierte.

Auch für einen zukünftigen Aktionär kann die Vereinbarung einer „liquidation preference“ von großer Bedeutung sein. Richtig ist die Argumentation von Noack<sup>32)</sup>, dass ihn diese Abrede nicht betreffe. Gleichwohl kann ihm die Nichtkenntnis dieser Abrede zu unrichtigen kaufmännischen Dispositionen und unpassenden Regelungen in dem Aktienkaufvertrag verleiten. So mag der Käufer etwa auf die Sicherung möglicher Gewährleistungsansprüche verzichtet haben, weil er in Kenntnis des hohen Aktienbesitzes des Verkäufers auf dessen Bonität vertraute. Dieses Vertrauen wäre möglicherweise nicht aufgebaut worden, wenn er die „liquidation preference“ in der Satzung hätte erkennen können. U.E. ist daher die Vereinbarung einer „liquidation preference“ in einer Aktionärsvereinbarung nicht geeignet, den Verteilungsmaßstab des § 271 Abs. 2 wirksam zu verändern. Dieses Ergebnis resultiert zum einen daraus, dass die wirksame Veränderung satzungspflichtig ist und zum anderen auch aus dem Schutz von Drittinteressen, insbesondere von Aktionären und Gläubigern.

### (3) Praxishinweise

Für die Vertragspraxis ist es dringend geraten, die „liquidation preference“ im Liquidationsfall

38) § 272 Abs. 1 lautet: Das Vermögen darf nur verteilt werden, wenn ein Jahr seit dem Tage verstrichen ist, an dem der Aufruf der Gläubiger zum dritten Mal bekannt gemacht worden ist.

39) Grundsätzlich macht die Gesellschaft Ersatzansprüche gegen ein Vorstandsmitglied geltend. § 93 Abs. 5 ermöglicht es einem Gläubiger, unter bestimmten Voraussetzungen direkt das Vorstandsmitglied zu belangen.

in der Satzung zu vereinbaren und eine entsprechende Gattung von Vorzugsaktien mit Stimmrecht zu begründen. Dabei sollte auch nicht unberücksichtigt bleiben, dass eine „liquidation preference“ im Liquidationsfall als Folge eines Asset Deals gerade bei VC-finanzierten Gesellschaften an Bedeutung gewinnen wird, da ertragsteuerliche Verlustvorträge zur Verfügung stehen, die die Steuerlast der veräußernden Gesellschaft mindern. Dem Erwerber wird nur bei einem Asset Deal die Möglichkeit gegeben, steuerwirksames Abschreibungspotenzial zu erlangen<sup>40)</sup>.

Nach den Steuerplänen des Gesetzgebers zu § 8 Abs. 4 KStG soll hingegen der Verlustvortrag nicht mehr zu nutzen sein, wenn mehr als die Hälfte der Aktien im Rahmen eines Share Deals veräußert werden. Der Asset Deal wird nach einer Umsetzung der Steuerpläne erheblich günstiger sein als ein Share Deal. Bei einem Asset Deal wird somit ein höherer Kaufpreis als bei einem Share Deal zu erzielen sein. Die Aktionärsvereinbarungslösung – ihre Wirksamkeit unterstellt – ist auch dann, wenn man den von uns vorgebrachten Bedenken nicht folgt und von ihrer Wirksamkeit ausgeht, keineswegs der sicherste Weg, dem die Vertragspraxis jedoch folgen sollte. Die Aktionärsvereinbarung bindet als schuldrechtliche Abrede nur die an ihr Beteiligten. Daraus folgt, dass ein Gläubiger, der einen dem Aktionär nach dem Gesetz zustehenden Anspruch pfändet, sich nicht die in der Gesellschaftervereinbarung getroffene abweichende Regelung entgegenhalten lassen muss<sup>41)</sup>. Dieser Anspruch kann durch ein Arrestverfahren oder eine einstweilige Verfügung gegen den Abwickler im Wege des vorläufigen Rechtsschutzes gesichert werden<sup>42)</sup>.

### c) Kombinationslösung

Die Kombinationslösung erfüllt die Voraussetzungen der §§ 271 Abs. 2, 11 Satz 1 und 23 Abs. 3 Nr. 4 AktG. Im Rahmen der „ergänzenden Konkurrenz“<sup>43)</sup> ist es möglich, diese Vorzugsregelung in der Aktionärsvereinbarung auf weitere Exitvarianten auszudehnen. Dies gilt jedenfalls in dem Maße, wie keine zwingenden oder satzungsdispositiven Vorschriften des AktG dagegen stehen. Möglich ist es, eine „liquidation preference“ im Verkaufsfall in der Aktionärsvereinbarung vorzusehen.

## 3. Ausgewählte Rechtsprobleme der Kombinationslösung

### a) Stimmrechte

#### aa) Zwingende Auswirkungen auf die Stimmrecht

Wie unter III. 2. b) bb) dargestellt, bilden die Vorzugsaktien eine eigene Gattung. Bestimmte Maßnahmen können von der Hauptversammlung nur beschlossen werden, wenn die Inhaber einzelner Aktiegattungen in einem Sonderbeschluss zustimmen<sup>44)</sup>. Praktisch bedeutsam für VC-finanzierte AG sind zwei Normengruppen, die Sonderbeschlüsse vorsehen<sup>45)</sup>.

Dies ist zunächst § 179 Abs. 3 AktG. Diese Vorschrift sieht bei dem Bestehen mehrerer Aktiegattungen einen Sonderbeschluss der benachteiligten Aktionäre vor, wenn ein Beschluss gattungsspezifische Rechte beseitigt oder beschränkt oder Rechte der anderen Gattung verstärkt oder erweitert<sup>46)</sup>.

Die zweite bedeutsame Gruppe bildet die Notwendigkeit von Sonderbeschlüssen bei Kapitalerhöhungen (§ 182 Abs. 2 AktG) mit Erweiterungen des Anwendungsbereiches durch § 193 Abs. 3 Satz 3 AktG (bedingtes Kapital), § 202 Abs. 2 Satz 4 AktG (genehmigtes Kapital) und § 221 Abs. 1 Satz 4 AktG (Ausgabe von Wandel- und Optionsanleihen sowie Gewinnschuldverschreibungen)<sup>47)</sup>. § 182 Abs. 2 AktG verdrängt § 179 Abs. 3 AktG, sodass es auf eine Benachteiligung einer Aktiegattung nicht ankommt<sup>48)</sup>.

**Für die Vertragspraxis ist es dringend geraten, die „liquidation preference“ im Liquidationsfall in der Satzung zu vereinbaren und eine entsprechende Gattung von Vorzugsaktien mit Stimmrecht zu begründen.**

§ 182 Abs. 2 AktG wie auch § 179 Abs. 3 AktG unterliegen einem zweifachen Mehrheitsanfordernis. Erforderlich ist eine Kapitalmehrheit von  $\frac{3}{4}$  und zusätzlich die einfache Stimmenmehrheit<sup>49)</sup>.

Die Satzung kann im Fall der Kapitalerhöhung für den Sonderbeschluss eine andere Mehrheit oder weitere Erfordernisse festsetzen, auch eine andere als für den Kapitalerhöhungsbeschluss selbst<sup>50)</sup>. Dies gilt auch für § 179 AktG<sup>51)52)</sup>.

Das Gesetz fordert hingegen keinen Sonderbeschluss bei der Auflösung der Aktiengesellschaft (§ 262 Abs. 1 Nr. 2 AktG).

40) Vgl. zur Gegenüberstellung Asset Deal vs. Share Deal, jüngst Elser (DStR 2002 S. 1827).

41) Noack, a.a.O. (Fn. 18), S. 128.

42) Vgl. Münch. Komm. AktG/Hüffer, § 272 Rdn. 26 f.

43) Noack, a.a.O. (Fn. 18), S. 118 ff., insbesondere S. 122.

44) § 183 Satz 1 spricht von „Sonderbeschlüssen“ gewisser Aktionäre, dazu zählen die hier nicht näher zu behandelnden außenstehenden Aktionäre etwa bei der Aufhebung, der Kündigung des Unternehmensvertrages (vgl. §§ 296 Abs. 2 und 297 Abs. 2).

45) Das Verfahren für Sonderbeschlüsse regelt § 138. In formeller Hinsicht ist zu ergänzen, dass die Sonderbeschlüsse in einer gesonderten Versammlung oder einer gesonderten Abstimmung im Rahmen der Hauptversammlung erfolgen kann. Die gesonderte Abstimmung ist ein eigener Tagesordnungspunkt, der als solcher anzukündigen ist.

46) Hüffer, AktG, § 179 Rdn. 44.

47) Einen weiteren Anwendungsbereich bildet die Kapitalherabsetzung §§ 222 Abs. 2, 229 Abs. 3, 237 Abs. 2 Satz 1.

48) Hüffer, AktG, § 179 Rdn. 42.

49) Zur Kapitalmehrheit § 182 Abs. 2 Satz 3 i.V.m. § 182 Abs. 1 Satz 1 die Kapitalerhöhung und § 179 Abs. 3 i.V.m. § 179 Abs. 2 Satz 1, sowie jeweils für die Stimmenmehrheit § 138 Satz 2 i.V.m. § 133 Abs. 1, vgl. Hüffer, AktG, § 182 Rdn. 20 und § 179 Rdn. 47.

50) Hüffer, AktG, 5. Aufl., § 182 Rdn. 20.

51) Hüffer, AktG, 5. Aufl., § 138 Rdn. 5.

52) Für VC-Gestaltungen im Regelfall nicht bedeutsam ist, dass in bestimmten Fällen nur eine größere Kapitalmehrheit satzungsmäßig vereinbart werden kann. Bei der Kapitalerhöhung ist dies die Schaffung von Vorzugsaktien ohne Stimmrechte, bei § 172 die Änderung des Unternehmensgegenstands.

*bb) Praktische Hinweise*

Die Tatsache, dass das AktG zu den oben bezeichneten Gegenständen einen Sonderbeschluss verlangt, kann zu einer erheblichen Verlagerung der Stimmkraft führen. Dies mag das folgende Beispiel erläutern:

**Beispiel:** An einer AG sind nach dem Abschluss der ersten Finanzierungsrunde die Altaktionäre zu 70%, VC 1 zu 25% und VC 2 zu 5% beteiligt. VC 2 hat die Verhandlungen geführt und VC 1 mangels eigener Fondsgröße „ins Boot geholt“.

Wäre nun mangels der Ausgabe von Vorzugsaktien nur eine Aktiengattung vorhanden, hätten es VC 2 und die Altgesellschafter in der Hand, eine Kapitalerhöhung, etwa zum Eintritt eines weiteren Investors, auch gegen den Willen des VC 1 zu beschließen<sup>53)</sup>. Dies ändert sich jedoch gänzlich, wenn die VCs Vorzugsaktionäre werden. Der Kapitalerhöhungsbeschluss wird dann nur wirksam, wenn die Vorzugsaktionäre durch Sonderbeschluss zu stimmen<sup>54)</sup>. Ausgehend von der 75%-igen Kapitalmehrheit bei dem Fassen des Sonderbeschlusses hätte es nun VC 1 es in der Hand, darüber zu befinden, ob die Kapitalerhöhung letztlich wirksam wird oder nicht. Dies wird VC 2 missfallen. Je nach Verhandlungsgeschick und -macht kann der Konflikt in der Weise gelöst werden, dass das Mehrheitserfordernis des Sonderbeschluss so hoch gefasst wird, dass die notwendige Mehrheit durch die Stimmen des VC 1 alleine nicht erreicht wird<sup>55)</sup><sup>56)</sup>. Zu berücksichtigen ist in diesem Zusammenhang weiter, dass bei späteren Finanzierungsrunden weitere Vorzugsaktien ausgegeben werden, die zu der bestehenden Gattung gehören können, zumeist jedoch wegen unterschiedlicher Vorzugsausgestaltung eine neue Gattung begründen. Dies führt dazu, dass ein weiterer Sonderbeschluss notwendig wird.

**b) Nutzung der Sonderbeschlüsse als umfassendes Zustimmungsinstrument**

§ 138 AktG knüpft an die in dem Aktiengesetz oder in der Satzung vorgeschriebenen Sonderbeschlüsse an. In den Satzungen VC-finanzierter AG findet sich nicht selten eine erhebliche Erweiterung der Gegenstände, über die durch Sonderbeschluss zu entscheiden ist<sup>57)</sup>. Zu berücksichtigen ist, dass diese satzungsmäßigen Erfordernisse nicht gegen den in § 23 Abs. 5 AktG normierten Grundsatz der Satzungsstrenge verstoßen dürfen. Aus diesem Grunde wird der satzungsmäßige Regelungsbereich als eng angesehen<sup>58)</sup>. Nicht zulässig ist danach eine Anordnung von Sonderbeschlüssen, soweit das Gesetz zwingend eine Beschlussfassung durch einfache Stimmenmehrheit vorsieht<sup>59)</sup>. Auch soll es mit § 23 Abs. 5 AktG nicht vereinbar sein, bestimmten Aktionären über die Ausweitung von Sonderbeschlussfordernissen faktisch ein Vetorecht einzuräumen<sup>60)</sup>. Ferner soll eine Ausdehnung auf anderer Fälle, wie etwa die Beendigung eines Unternehmensvertrages durch fristlose Kündigung aus wichtigem Grund nicht möglich sein<sup>61)</sup>. Hieraus folgt, dass sich die satzungsmäßige Ausweitung von Sonderbeschlussfordernissen nicht als umfassendes Steuerungs- und Zustimmungsinstrument eignet. Um der Gefahr der Nichtigkeit zu begegnen, ist bei einer beabsichtigten Erweiterung der Sonderbeschlussgegenstände in jedem Einzelfall § 23 Abs. 5 AktG zu beachten.

**c) Notwendigkeit der Aufhebung des Vorzugs im Veräußerungsfall**

Ist der Vorzug im Liquidationsfall gem. § 271 Abs. 2 in der Satzung verankert worden, so bleibt dieser bei Veräußerung der Vorzugsaktien durch den VC bestehen. Hat der VC jedoch bereits in diesem Veräußerungsfall die „liquidation preference“ in Anspruch genommen, so können sich die Gründungsgesellschafter je nach Ausgestaltung der „liquidation preference“ in der Situation befinden, dass sie bei Teilveräußerung ihrer Aktien ihre Verpflichtung aus der „liquidation preference“ erfüllt haben und zugleich mit den verbleibenden Aktien weiter den Vorzug des Erwerbers zu „erdulden“ haben. Es sollte daher vorgesehen werden, dass der Vorzug bei der Veräußerung aufzuheben ist.

**IV. Zusammenfassung**

In wirtschaftlicher Hinsicht sollte man die „liquidation preference“ in der Höhe des investierten Betrags, ggf. mit einer angemessenen Verzinsung und einer Kappungsgrenze bei sehr erfolgreichen Exitfällen als angemessenen Investmentschutz verstehen. Übertreibungen sollten unterbleiben<sup>62)</sup>. Wir haben daher auch davon abgesehen, übertriebene Gestaltungen etwa in Hinsicht auf Treuepflichtverletzungen einer Wirksamkeits- bzw. Anfechtbarkeitskontrolle zu unterziehen. Bei der vertraglichen Umsetzung der „liquidation preference“ ist festzuhalten, dass die nicht selten gewählte Aktionärsvereinbarungslösung u.E. nicht wirksam ist, aber auch bei – unterstellter – Wirksamkeit zu erheblichen Problemen führen kann. Bei der vorzuziehenden Kombinationslösung sind die Auswirkungen auf die Stimmrechte im Verhältnis von VC zu Gründergesellschaften aber auch zwischen den VC genau zu betrachten. Die gesetzliche Notwendigkeit für bestimmte Gegenstände Sonderbeschlüsse zu fassen, kann nicht zu einem umfassenden Zustimmungsinstrument ausgebaut werden. Schließlich ist bei der Kombinationslösung darauf zu achten, dass eine ggf. bestehende Anpassungsnotwendigkeit im Exitfall angemessen berücksichtigt wird.

53) Unter den Voraussetzungen, dass von dem gesetzlichen Mehrheitserfordernis satzungsmäßig nicht abgewichen wurde und keine abweichenden Stimmbindungsvereinbarungen bestehen.

54) Hüffer, AktG, 5. Aufl., § 182 Rdn. 21

55) Eine faktische Einstimmigkeit gleich, ob auf Seiten der Altgesellschafter oder VC, kann sich auf die Entwicklung der AG hemmend auswirken.

56) Die Satzung kann für den Sonderbeschluss eine andere Mehrheit vorsehen als für den Kapitalerhöhungsbeschluss selbst, Hüffer, AktG, § 182 Rdn. 20.

57) Die Einschätzung, dass solche satzungsmäßigen Erfordernisse keine praktische Bedeutung haben, vgl. Hüffer, AktG § 138 Rdn. 2, trifft auf VC-finanzierte AG nicht zu.

58) Vgl. Münch. Hdb. GesR IV/Semler, § 39 Rdn. 49; Eckert, in: Geßler/Hefermehl, AktG, § 138 Rdn. 4.

59) Münch. Hdb. GesR IV/Semler, § 39 Rdn. 49.

60) Münch. Hdb. GesR IV/Semler, § 39 Rdn. 49.

61) Münch. Hdb. GesR IV/Semler, § 39 Rdn. 49.

62) Vgl. auch nur Wunderlich, Harte Bandagen für Gründer, in: Venture Capital 1/2002 Heft 1 S. 18.