

Die „liquidation preference“ in VC-Verträgen nach US-amerikanischem Recht

I. Einleitung

Mit dem Begriff der „liquidation preference“ im Zusammenhang mit VC-Finanzierungen in den USA werden diejenigen Aktionärsrechte der VC-Investoren bezeichnet, die den VC-Investoren als Vorzugsaktionären im Verhältnis zu den Gründungsgesellschaftern (Stammaktionären, d.h. Inhabern von Common Stock) oder Inhaber anderer untergeordneter Aktienklassen einer Gesellschaft eine Bevorrechtigung bei der Verteilung des Exiterlöses gewähren. Wie auch in Deutschland kommt der „liquidation preference“ eine außerordentlich große wirtschaftliche Bedeutung zu und gilt oft neben der Unternehmensbewertung als wichtigste und somit als die am härtesten ausgefochtene Einzelregelung.

Nachdem ein Exit durch einen Börsengang aufgrund der Marktbedingungen an den Finanzmärkten seit Anfang 2000 meistens nicht mehr in Frage kommt, ist die Regelung der „liquidation preference“ die einzige vertragliche Regelung, die dem VC-Investor einen wirtschaftlich interessanten Erlös im Fall eines Exits zusichern kann. Somit beeinflusst die Regelung der „liquidation preference“ unmittelbar die erzielbare Renditemöglichkeit des jeweiligen Portfolioinvestments.

Im ersten Teil dieses rechtspraktischen Beitrags wird die Funktionsweise der „liquidation preference“ in ihren vielfältigen praktischen Ausgestaltungen an drei Beispielen aus wirtschaftlicher Sicht betrachtet. Der zweite Teil dieses Beitrags erläutert die rechtlichen Grundlagen der „liquidation preference“ in den USA am Beispiel der Rechtsordnungen der US-Bundesstaaten Delaware und Kalifornien, die basierend auf den getätigten Venture Capital Investments, die am häufigsten gewählten Rechtsordnungen für derartige VC-Transaktionen sind. Daneben werden rechtspraktische Hinweise zur konkreten Verhandlungspraxis vor dem Hintergrund der gegenwärtigen VC-Investitionspraxis in den USA aufgezeigt.

II. Erscheinungsformen und wirtschaftliche Bedeutung der „liquidation preference“

1. Grundformen und Begriffsbestimmung

Anders als in der deutschen Rechtspraxis ist die „liquidation preference“ eine aktienrechtliche Satzungsregelung, die auf Grundlage der jeweiligen Aktionärsgesetze der US-Bundesstaaten geregelt wird. Gemäß den entsprechenden Aktiengesetzen der US-Bundesstaaten ist eine relativ freie Gestaltungsmöglichkeit im Rahmen der entsprechenden Gesetze möglich. Im Wesentlichen haben sich drei Arten von „liquidation preference“ bei einer typischen VC-Finanzierung herausgebildet:

a) Pure Preferred Stock

Bei der „liquidation preference“ im Rahmen der „pure preferred“ oder „plain preferred“ Gestal-

tung nimmt die Vorzugsaktie, mit einem vorbestimmten Betrag je Aktie bevorrechtigt, vor den Inhabern von Common Stock an dem Liquidationserlös teil, bis dieser vorbestimmte Betrag erreicht und bezahlt ist. Dieser Betrag ist üblicherweise der ursprüngliche Kaufpreis der einzelnen Aktien¹⁾. Der Restbetrag wird anschließend unter den anderen Aktienklassen entsprechend verteilt. Möchte der Inhaber dieser Aktie am Liquidationserlös über den ursprünglichen Aktienkaufpreis an der Verteilung des Exiterlöses teilnehmen, so muss er seine Vorzugsaktien in Stammaktien vor der Verteilung umwandeln („conversion“).

b) Participating Preferred Stock

Diese Gestaltung erlaubt den Inhabern von „preferred stock“ mit einer „participating preferred“ Klausel zuerst und bevorzugt an der Verteilung des Exiterlöses bis zur Befriedigung des ursprünglichen Kaufpreises und anschließend auch noch zusätzlich pro-rata an der Verteilung des Resterlöses gemeinsam mit den Inhabern von Common Stock bzw. anderen Aktienklassen teilzunehmen, ohne gezwungen zu sein, in Stammaktien umzuwandeln. Diese Doppelbevorzugung wird üblicherweise als „double dip“ bezeichnet, da sie die Inhaber von „preferred stock“ doppelt bevorzugt²⁾.

c) Sonderformen der Participating Preferred

In Abwandlung zu den oben dargestellten Variationen der „liquidation preference“ gibt es Fälle, in denen die „liquidation preference“ nicht auf den ursprünglichen Kaufpreis beschränkt ist, sondern diese ein Vielfaches dieses ursprünglichen Kaufpreises darstellt. Insbesondere Unternehmen in wirtschaftlich schwierigen Situationen sehen sich oft gezwungen, eine „liquidation preference“ in Höhe des zweifachen oder dreifachen des ursprünglichen Kaufpreises zu vereinbaren. Diese Erhöhung der „liquidation preference“ wird meist mit dem Konzept des „participating preferred“ verbunden, was zu einer extremen finanziellen Bevorzugung der Vorzugsaktionäre zum Nachteil der Gründer führt. In einer weiteren Abwandlung kann eine maximale Kappungsgrenze vereinbart werden, die den höchstmöglichen Liquidationserlös an die Inhaber der Vorzugsaktien begrenzt.

Anhand der folgenden Beispielfälle werden die wirtschaftlichen Auswirkungen dieser unterschiedlichen Regelungen verdeutlicht.

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

1) Cohen, *Start-Up & Emerging Companies*, Chapter 8.02[4].

2) Vgl. *Venture Capital & Public Offering Negotiation*, Third Edition, Vol. 1, 8-11.

Beispiel: Eine Corporation hat ausschließlich Common Stock und Series A Preferred Stock an Aktionäre zu den angegebenen Kaufpreisen ausgegeben.

Kapitalisierungsstruktur der Corporation:

Aktienkategorie	Anzahl der ausgegebenen Aktien und jeweiliger Ausgabepreis pro Aktie	Einbezahltes bzw. investiertes Kapital
Common Stock	1 000 000 shares @ 0.01 \$	= 10 000 \$
Series A Preferred Stock	1 000 000 shares @ 1.00 \$	= 1 000 000 \$

2. Fall 1 – Keine Partizipation (Pure Preferred Stock)

In diesem Fall stehen den Inhabern der Series A Preferred Stock die ersten 1 000 000 \$ vor der Befriedigung von Inhabern von Common Stock zu. Nach Auszahlung dieser „liquidation preference“ in Höhe des ursprünglichen Aktienkaufpreises von 1 000 000 \$ wird der Resterlös an die Inhaber von Common Stock verteilt.

Sollte der Liquidationserlös mehr als 2 000 000 \$ betragen, so wäre es für die Inhaber von Series A Preferred Stock sinnvoll, vor der Verteilung der Erlöse die Vorzugsaktien in Common Stock zu konvertieren, da dann den ehemaligen Vorzugsaktionären, als Inhaber von nun 50% der ausstehenden Common Stock Aktien, ein Mehrerlös über die investierten 1 000 000 \$ hinaus zustehen würde. Würde das Unternehmen etwa zu 5 000 000 \$ verkauft werden, so wäre es für den Inhaber der Series A Preferred Stock empfehlenswert, vor der Verteilung des Erlöses in Common Stock zu konvertieren. Da der Erlös nun auf die ausstehenden 2 000 000 Common Stock Aktien anteilig verteilt wird, würde in diesem Fall an den Inhaber der Series A Preferred Stock ein Liquidationserlös („liquidation preference“) von insgesamt 2 500 000 \$ angeschüttet werden. In diesen Fällen muss sich ein Inhaber von „preferred stock“ genau informieren, ob eine etwaige Umwandlung in Common Stock wirtschaftlich sinnvoll ist.

3. Fall 2 – Vorzugsaktien mit Partizipierungsrechten (Participating Preferred)

In diesem Fall erhalten die Inhaber der Series A Preferred vor der Verteilung des Liquidationserlöses an die Inhaber von Common Stock 1 000 000 \$. Anschließend nehmen die Inhaber der Series A Preferred Stock und Inhaber der Common Stock pro-rata an der Verteilung des Restliquidationserlöses auf Basis einer fiktiven rechnerischen Umwandlung in Common Stock („as-converted basis“) teil.

In dieser Konstellation des „participating preferred“ sind die Inhaber der Series A Preferred Stock nicht gezwungen, eine Konvertierung vorzunehmen, da sie dauerhaft an der Verteilung des Gesamterlöses teilnehmen.

4. Fall 3 – Partizipation mit einer Kappungsgrenze des dreifachen Aktienkaufpreises (3x Cap)

In diesem Fall erhalten die Inhaber der Series A Preferred vor der Verteilung des Liquidationserlöses an die Inhaber von Common Stock eine Vorzuteilung von 1 000 000 \$. Anschließend nehmen die Inhaber der Series A Preferred Stock

und die Inhaber der Common Stock pro-rata an der Verteilung des Restliquidationserlöses auf Basis einer fiktiven rechnerischen Umwandlung in Common Stock („as-converted basis“) teil, bis die Inhaber der Series A Preferred einen Gesamtbetrag von 3 000 000 \$ einschließlich aller Erlöszuteilungen erhalten haben. Der verbleibende Resterlös wird anschließend an die Inhaber von Common Stock verteilt.

Sollte der gesamte Liquidationserlös mehr als 6 000 000 \$ betragen, so wäre es für die Inhaber von Series A Preferred Stock sinnvoll, vor der Verteilung der Erlöse die Vorzugsaktien in Common Stock zu konvertieren, da in diesem Fall der gesamte Liquidationserlös nun auf die ausstehenden 2 000 000 Common Stock Aktien zu mindestens 3 \$ anteilig verteilt würde.

III. Rechtsgrundlagen und Umsetzung der „liquidation preference“

1. Rechtsgrundlagen und Umsetzung der „liquidation preference“

Gemäß den Aktiengesetzen der Staaten Delaware, dem Staat nach dessen Rechtsordnung eine überproportional große Anzahl aller US-Aktiengesellschaften gegründet wird, und Kalifornien, dem Staat mit den meisten mit Venture Capital finanzierten Unternehmen, erlaubt das Gesetz die Konstruktion einer „liquidation preference“ als Bestandteil von Vorzugsaktien („preferred stock“).

2. Regelungen nach dem Recht des Bundesstaates Delaware

a) Satzungs- und Eintragungserfordernis

Das Aktiengesetz des Staates Delaware, das Delaware General Corporation Law („DGCL“), sieht in Section 102 (a)(4), Section 151 (a) DGCL und in Section 151 (d) DGCL vor, dass Aktien mit Vorzügen ausgegeben werden dürfen (vgl. Sec. 151 (a)). Diese Vorzugsaktien dürfen mit Rechten ausgestattet werden, die u.a. neben bevorzugten Dividendenrechten, Stimmrechten, Zustimmungsrechten für besondere Geschäftsvorgänge, im Liquidationsfall den Vorzugsaktionären besondere vereinbarte Rechte gewähren (vgl. Sec. 151 (d)).

Um eine „liquidation preference“ wirksam zu vereinbaren, ist es erforderlich, die Vorzugsrechte der Vorzugsaktien in der Satzung, welche in Delaware „Certificate of Incorporation“ genannt wird, genauestens festzulegen³⁾. Jede Änderung bzw. Eintragung eines Certificate of Incorporation bedarf jedoch eines Aktionärsbeschlusses⁴⁾. Alternativ hierzu kann die Schöpfung von Vorzugsaktien durch das wirksame Einreichen („filing“) eines Certificate of Incorporation erreicht werden, in welchem lediglich die Ausgabe („issue“) von Vorzugsaktien im Allgemeinen genehmigt wird. Die jeweiligen Details der auszugebenen Vorzugsaktien können durch einen separaten, späteren Beschluss des Board of Directors wirksam bestimmt werden. Hierzu ist ein wei-

3) Balotti/Finkelstein, *The Delaware Law of Corporations and Business Organizations*, 3rd Ed., Chapter 5-10 (2002 Supplement).

4) Section 103 DGCL.

terer Aktionärsbeschluss nicht mehr erforderlich⁵⁾, da in diesem Fall die Aktionäre der Ausgabe von Vorzugsaktien durch die Genehmigung des bereits eingereichten Certificate of Incorporation zugestimmt haben. Diese Vorgehensweise gewährt den Direktoren des Board of Directors den weitaus größten Spielraum und ist als sog. „blank check preferred“ Regelung bekannt⁶⁾. In dieser Alternative werden die Vorzugsbestimmungen als sog. „Certificate of Designations“ beim Secretary of State eingereicht, welches als ein gleichwertiger Bestandteil des Certificate of Incorporation angesehen wird⁷⁾. Sämtliche Vorzüge („preferences“) können nur durch deren Aufnahme in das Certificate of Incorporation bzw. über den Umweg des „Certificate of Designations“ wirksam begründet werden⁸⁾. Sofern eine „liquidation preference“ durch Vertrag, wie z.B. eine Aktionärsvereinbarung („stockholders' agreement“), oder durch „bylaws“, dem satzungsartigen Regelwerk hinsichtlich der organisatorischen Formalitäten einer Corporation, vereinbart wird, ist diese Regelung nichtig, selbst wenn die ausdrückliche Zustimmung aller Aktionäre vorliegt⁹⁾. Diese Satzungserfordernis dient dem Grundsatz der Publizität sowie dem Schutz des Aktionärs, da jede Änderung an den Vorzugsrechten nur durch eine Änderung des Certificate of Incorporation bzw. Certificate of Designation wirksam vorgenommen werden kann, die wiederum einen separaten Beschluss der betroffenen Inhaber der entsprechenden Aktienklasse erfordert¹⁰⁾.

b) Gestaltungsformen und Auslegung

Section 151 (a) und Section 151 (d) DGCL erlauben die Bestimmung der jeweiligen Vorzüge und somit der „liquidation preference“. Die Vorzüge können relativ freizügig durch die Parteien festgelegt werden. Aufgrund der relativ großen Gestaltungsfreiheit ist es jedoch empfehlenswert, die Vorzüge („preferences“) so detailliert und zweifelsfrei wie möglich festzulegen.

Eine Interpretation durch die Gerichte wird nach allgemeinen Vertragsrechtsregeln durchgeführt¹¹⁾. Im Zweifelsfall werden die Gerichte in Delaware nur solche „preferences“ im Certificate of Incorporations als wirksam anerkennen, welche klar und ausdrücklich bestimmt sind¹²⁾. Eine weitgehende Auslegung oder Interpretation der „preferences“ durch Willensvermutung oder Annahme eines fiktiven Parteiwillens findet nicht statt¹³⁾. Dem Gericht stehen jedoch die üblichen vertragsrechtlichen Interpretationsmöglichkeiten offen¹⁴⁾. Das Gericht wird i.d.R. die fragliche Klausel hinsichtlich der „preferences“ im Lichte des gesamten Certificate of Incorporation betrachten und, sofern möglich, die Klauseln aufeinander abstimmend interpretieren¹⁵⁾.

c) Gestaltungsformen

Wie bereits oben in den Beispielen dargestellt, ist es möglich, eine Vielfalt von unterschiedlichen „liquidation preferences“ festzulegen.

Die beiden häufigsten Grundformen der „liquidation preference“ sind hinsichtlich der wirtschaftlichen Auswirkungen und Mechanismen bereits dargestellt worden.

aa) Pure Convertible Preferred

Unabhängig von der jeweiligen „liquidation preference“ sind die entsprechenden Vorzugsaktien i.d.R. konvertibel und können durch deren Inhaber jederzeit in Stammaktien umgewandelt werden. Diese Konvertibilität sowie die Umwandlungsrate bzw. Umwandlungspreis und Umwandlungsmechanismen¹⁶⁾ sind in jedem Einzelfall in dem Certificate of Incorporation genauestens festzulegen. Ohne ausdrückliche Konvertibilitätsklausel ist die Vorzugsaktie nicht in Stammaktien umtauschbar. In Verbindung mit den anderen „liquidation preferences“ garantiert die Konvertibilität dem Inhaber ein Höchstmaß an Flexibilität.

bb) Participating Preferred Stock

Wie bereits in Fallbeispiel 2 aufgezeigt, ist diese Variante eine höchst investorfreundliche Regelung, da hier ohne Zwang zur Konvertierung ein Maximum an Beteiligung am Liquidationserlös möglich ist. Participating Preferred Stock wird in vielen möglichen Abwandlungen meistens als das Mehrfache des Kaufpreises vereinbart (s.o.).

d) Liquidationsfall und definierter Eintritt des Exits

Grundsätzlich gilt die „liquidation preference“ nur im Liquidationsfall („dissolution“), also der freiwilligen oder unfreiwilligen Auflösung und Liquidation der Corporation gem. Section 151 (d) DGCL. Für den VC-Investor wäre dies jedoch ein höchst unerfreuliches Ergebnis, da eine Vereinbarung einer „liquidation preference“ gerade nicht für eine Auflösungssituation, sondern für den Fall einer Übernahme, Fusion („merger“) oder Verkauf aller wesentlichen Aktiva konzipiert ist. Ohne eine besondere Regelung ist ein Merger, Übernahme oder wesentlicher Assetverkauf nicht als Auflösung und Liquidation anzusehen und somit auch nicht als Auslöser für eine „liquidation preference“ Klausel¹⁷⁾. Aufgrund dieser gesetzlichen Regelung hinsichtlich der Auslegung und Funktionsweise einer „liquidation preference“ ist es somit unerlässlich klarzustellen, dass eine Unternehmensübernahme durch Merger, Verkauf aller wesentlichen Aktiva oder Änderung der Mehrheitsverhältnisse durch Aktienverkauf im Certificate of Incorporation als ein Fall der „liquidation“ definiert wird. Diese Einbeziehung in die Definition der Liquidation wird üblicherweise als eine sog. „deemed liquidation“, also als eine fiktiv angenommene Liquidation, bezeichnet.

5) Section 151 (d) DGCL.

6) Coben/Woronoff, *Start-Up & Emerging Companies*, Chapter 8.02[4].

7) Balotti/Finkelstein, a.a.O. (Fn. 3), Chapter 5-5, S. 5-10.

8) Balotti/Finkelstein, a.a.O. (Fn. 3), Chapter 5-5, S. 5-13.

9) Gaskill v. Gladys Belle Oil Co., 16 Del.Ch. 289, 146 A. 337 (Del. Ch. 1929).

10) Section 242 (b)(2) DGCL.

11) Balotti/Finkelstein, a.a.O. (Fn. 3), Chapter 5.5, S. 5-10; s. auch Waggoner v. Laster 581 A.2d 1127 (Del. 1990).

12) Blandin v. United N.&S. Dev. Co., 36 Del.Ch. 538, 541 (Del. 1957).

13) Blandin v. United N.&S. Dev. Co., a.a.O.

14) Balotti/Finkelstein, a.a.O. (Fn. 3), Chapter 5.5, S. 5-11.

15) Kaiser Aluminum Corp. v. Matheson 681 A.2d 392, 395 (Del. 1996).

16) Section 151(g) DGCL.

17) Cox, Hazen, O'Neal in *Corporations*, Volume II, Chapter 18-11, S. 18-30.

In besonderen Situationen wird die Charakterisierung eines Mergers oder anderweitiger Übernahme als auslösendes Ereignis einer „liquidation preference“ bewusst nicht gewählt. In diesen Fällen wird zum Schutz der Inhaber von Preferred Stock eine Schutzregelung, eine sog. „protective provision“, in das Certificate of Incorporation aufgenommen, welche besondere Zustimmungserfordernisse für die Inhaber von Preferred Stock sowie besondere Klauseln beinhaltet, die sicherstellen, dass sich auch nach der Übernahme die Inhaber von Preferred Stock in einer bevorzugten Position befinden¹⁸⁾. Da diese Sicherungsklausel im Certificate of Incorporation verankert ist, bietet diese ein Höchstmaß an Schutz für einen Inhaber der Vorzugsaktien.

e) Prioritäten zwischen verschiedenen Aktienklassen und Serien

Gemäß Section 151 (d) DGCL können die Prioritäten der einzelnen Aktienklassen festgelegt werden. Typischerweise hat eine Vorzugsaktie immer Vorrang hinsichtlich der „liquidation preference“ vor den Ansprüchen der Inhaber von Common Stock. Dies ist jedoch in jedem Fall detailliert in das Certificate of Incorporation aufzunehmen, da selbst dieser offensichtliche Vorrang einer Vorzugsaktie im Vergleich zu einer Stammaktie bestimmt sein muss und nicht automatisch vermutet wird¹⁹⁾.

Als mögliche Gestaltungsformen der Prioritäten hinsichtlich der „liquidation preference“ zwischen verschiedenen Aktienklassen bzw. Unterklassen innerhalb einer Klasse, sog. Serien („series“), kommen in der Praxis folgende Konstellationen in Betracht:

- Vorrang der Preferred Stock vor Common Stock
- Vorrang einer Unterklasse von Preferred Stock vor einer anderen Unterklasse. Häufig hat eine Series B Preferred Stock Aktie, als die später ausgegebene Unterklasse, Vorrang hinsichtlich der „liquidation preference“ vor den Aktien einer Series A Preferred Stock.
- Gleichberechtigung zwischen den einzelnen Unterklassen, sog. „pari passu“ Status zwischen mehreren Serien von Preferred Stock. In diesem Fall nehmen die verschiedenen Serien pro-rata vor der Verteilung an Inhaber von Common Stock und der Verteilung des Liquidationserlöses teil.

f) Regelungen nach dem Recht des Bundesstaats Kalifornien

Die gesellschaftsrechtliche Gesetzesgrundlage für die Schaffung von Vorzugsaktien ist in Section 176 i.V.m. Section 202 (e) California Corporations Code („Cal.Corp.Code“) geregelt. Danach können, wie bereits oben dargestellt, die Rechte und Vorzüge von Vorzugsaktien bestimmt und festgelegt werden. Auch in Kalifornien ist die Aufnahme dieser Vorzüge in die Satzung (in Kalifornien „Articles of Incorporation“ genannt) erforderlich, um die Vorzugsregelungen wirksam zu begründen. Lediglich im Fall einer sog. „Close Corporation“ gemäß Section 158 Cal. Corp. Code²⁰⁾ kann die Regelung von Vorzügen ausnahmsweise durch eine Aktionärsvereinbarung geregelt werden.

Section 176 Cal. Corp. Code definiert eine „liquidation preference“ als den zahlbaren Betrag an Inhaber von Aktien jeglicher Klasse nach Eintritt einer freiwilligen bzw. unfreiwilligen Auflösung und Liquidation der Gesellschaft, einschließlich etwaiger Dividenden, mit Vorrang und Priorität vor anderen Aktienklassen.

Im Wesentlichen sind jedoch die gesetzlichen Grundlagen bezüglich einer Aktie mit „liquidation preference“ gleichwertig.

g) Regelungsverhältnis von Certificate bzw. Articles of Incorporation, Stockholders' Agreement/Voting Agreement sowie Gesetz

Zur wirksamen Begründung von Vorzugsaktien mit einer „liquidation preference“ ist eine explizite Aufnahme in das Certificate bzw. Articles of Incorporation notwendig. Mit Ausnahme des Falls einer kalifornischen Close Corporation (Sections 158, 300 (b) Cal. Corp. Code), sind daher Aktionärsvereinbarungen, welche eine „liquidation preference“ beinhalten nichtig²¹⁾. Auch Stimmrechtsbindungsverträge, sog. „voting agreements“, können keine „liquidation preference“ für Vorzugsaktien wirksam begründen.

IV. Praxishinweise

In der vertraglichen Gestaltungspraxis im Zusammenhang mit der Schöpfung von Vorzugsaktien wird die Satzung („certificate of incorporation“ in Delaware bzw. „articles of incorporation“ in Kalifornien) insbesondere hinsichtlich der Vorzüge, Details und Mechanismen im Wege der Vertragsverhandlung genauestens festgelegt. Jede Ungenauigkeit kann zu erheblichen Rechtsverlusten des Inhabers der entsprechenden Aktienklasse führen.

Seit dem Frühjahr 2000 hat sich ein Trend herausgebildet, der den VC-Investoren sehr vorteilhafte „liquidation preferences“ zu Lasten der Unternehmensgründer verschafft. In vielen Fällen bedingen sich VC-Investoren eine „liquidation preference“ von dem zwei- bis dreifachen, teilweise bis zum fünffachen des ursprünglichen Kaufpreises bei gleichzeitiger Teilnahme am Resterlös aus. Dies führt in der Regel dazu, dass die Stammaktionäre, also meist die Gründer und Inhaber von Mitarbeiteraktienoptionen, wirtschaftlich leer ausgehen, sofern diese nicht durch eine Sonderregelung oder eine transaktionspezifische Nachtragsregelung besser gestellt werden, da der Gesamtwert der „liquidation preference“ dem Liquidationserlös oft sehr nahe kommt bzw. diesen übersteigt. Obwohl eine derartige „liquidation preference“ für einen VC-In-

18) *Venture Capital & Public Offering Negotiations, 3rd Edition, Volume 1, Chapter 8-15.*

19) *Judah v. Del. Trust Co., 378 A.2d 624 (Del. 1977), vgl. auch Balotti/Finkelstein, a.a.O. (Fn. 3), Chapter 5-1.*

20) *Eine Close Corporation gemäß Section 158 Cal. Corp. Code ist eine Corporation, deren Höchstzahl an Aktionären auf 35 begrenzt ist. Diese Sonderform der Corporation ist eine Gesellschaftsstruktur mit sehr einfachen Unternehmensregelungen, die insbesondere Kleinunternehmern begünstigen soll durch ein Mindestmaß an gesellschaftsrechtlichen Formalitäten (vgl. Zimmerman/Pezzola in Counseling California Corporations, CEB 1990, Chapter 1.91).*

21) *Balotti/Finkelstein, a.a.O. (Fn. 3), Chapter 5.5, S. 5-13.*

vestor äußerst vorteilhaft ist, führt dies in der Praxis dazu, dass die Gründer ihre unternehmerische Motivation verlieren sobald abzusehen ist, dass aufgrund der aktuellen Unternehmensbewertung und existierenden „liquidation preferences“ keine Ausschüttung eines Exiterlöses an die Gründer oder Inhaber von Mitarbeiteroptionen zu erwarten ist. Nur wirtschaftlich starke Unternehmen, welche die entsprechende Verhandlungsstärke besitzen, können diese Situation entweder verhindern oder zumindest diese Regelung ausgeglichener gestalten.

Als einziger positiver Punkt für die Gründer oder Optionsinhaber ist hier zu bemerken, dass eine derartig nachteilige Regelung zu Lasten der Common Stock Inhaber eine sehr geringe Aktienbewertung im Vergleich zu den Preferred Stock Aktien rechtfertigt²²⁾. Dies erlaubt den Mitarbeitern auch nach Einstieg eines institutionellen Investors, Mitarbeiteroptionen zu einem im Vergleich zu Series A Preferred Stock deutlich reduzierten Preis zu erwerben.

Für VC-Investoren kann sich eine allzu aggressive Regelung bei der „liquidation preference“ auch als ein Phyrrussieg herausstellen. In der nächsten Finanzierungsrunde werden die möglichen Neuinvestoren entweder eine bewertungsmäßig kaum machbare Gleichbehandlung oder einen Verzicht auf diese bestehende „liquidation preference“ fordern. Viele VC-Investoren, die in dieser Situation üblicherweise ein starkes Interesse daran haben, weitere neue institutionelle Investoren als Anschlussfinanzierer zu finden, sehen sich daher oft gezwungen, auf ihre vorteilhafte „liquidation preference“ ganz oder zumindest teilweise zu verzichten.

Inzwischen werden diese Extremklauseln fast nur noch bei sog. „down rounds“ aus Anlass einer Anschlussfinanzierung bei reduzierter Unternehmensbewertung vereinbart. Qualitativ hochwertige Neugründungen, und nur solche haben zurzeit eine Chance auf eine Investition durch institutionelle VC-Investoren, kommen immer mehr in Genuss von relativ ausgeglichenen und fairen Regelungen hinsichtlich der „liquidation preference“. Der VC Investor begrenzt in diesen Neufällen sein Risiko hinsichtlich der Höhe des Exiterlöses durch eine sehr geringe Bewertung, meist auf Basis von Bewertungen von Start-Ups des Jahres 1996.

V. Vergleichende Übersicht der deutschen und US-amerikanischen Situation²³⁾

1. Rahmenbedingungen

In den USA wie in Deutschland lässt sich der Trend beobachten, dass sich die Verhandlungsposition von Gründern gerade im early stage Bereich in den letzten ein bis zwei Jahren deutlich verschlechtert hat. Der Auswahlprozess ist strenger geworden, das Bewertungsniveau deutlich geringer als in den Jahren 1998 bis 2000. Ein Exit über den Börsengang ist zurzeit kaum zu realisieren; auch ist die gesamtwirtschaftliche Lage schwierig²⁴⁾. Gemeinsam ist es daher in beiden Staaten festzustellen, dass die „liquidation preference“ an Bedeutung gewinnt und

die Bedingungen der „liquidation preference“ sich in der Tendenz zu Lasten der Gründungsgesellschafter verschlechtern.

2. Conversion right

Während in den USA die Umwandlung von Vorzugsaktien (Preferred Stock) in Stammaktien (Common Stock) sowohl bei der Vertragsverhandlung und -gestaltung wie auch bei der Durchführung des Exit eine große Rolle spielt, ist dies in Deutschland nicht zu beobachten. Dies liegt daran, dass die Ausgestaltung der „liquidation preference“ in der deutschen Vertragspraxis²⁵⁾ dem amerikanischen Participating Preferred Stock entspricht (vgl. Abschn. II. 3. und III. 2. b) bb)). Bei dieser Gestaltung besteht kein wirtschaftliches Bedürfnis nach einer Konversion, da die Investoren vorab die vereinbarte Vorauszahlung erhalten und danach pro rata an der Verteilung des Resterlöses teilnehmen.

3. Rechtliche Ausgestaltung

Die rechtliche Ausgestaltung der „liquidation preference“ weist erhebliche Unterschiede auf. In den USA spielen Vereinbarungen in einer Aktionärsvereinbarung mit Ausnahme der close corporation nach kalifornischem Recht keine Rolle, während diese Vereinbarung in Deutschland auch bei sog. Kombinationslösungen²⁶⁾ die Bedeutung hat, die richtigerweise in der Satzung zu verankernde „liquidation preference“ für den Liquidationsfall auf andere Exitwege, wie den Verkauf oder Vorgänge nach dem Umwandlungsrecht (deemed liquidation im Sinne der US-amerikanischen Terminologie) zu erweitern. Dies ist Ausdruck dafür, dass in den USA mehr Wert auf die Transparenz und Einsehbarkeit gesellschafts- und kapitalmarktrechtlicher Regelungen, nämlich auf den Grundsatz der full disclosure gelegt wird.

4. Anregungen aus der US-Praxis

Der formelle Beteiligungsmarkt in den USA ist reifer und größer als in Deutschland. Es sollte zumindest darüber nachgedacht werden, ob sich aus der abweichenden Offenlegungspraxis der USA Anregungen für die deutsche Praxis gewinnen lassen. Vorteile einer Offenlegung in der Satzung sehen wir insbesondere darin, dass zukünftige Investoren, auch andere Vertragspartner des Beteiligungsunternehmens Kenntnis von der Liquidation Preference erlangen können.

22) *Venture Capital & Public Offering Negotiations, 3rd Edition, Volume 1, Chapter 8-12.*

23) *Zum Delaware General Corporations Law siehe Website des Secretary of State des Staates Delaware unter: <http://www.state.de.us/corp/DElaw.htm> California General Corporations Code gemäß Website des Secretary of State des Staates California: <http://www.leginfo.ca.gov/cgi-bin/displaycode?section=corp&group=00001-01000&file=200-213>.*

24) *In Deutschland kommen hausgemachte Probleme hinzu. Insbesondere die Rechtsunsicherheit bei der Besteuerung von Venture Capital-Fonds wie auch die bekannt gegebenen Steuerpläne der Bundesregierung zu den Steuervergünstigungsabbaugesetz verstärken die Zurückhaltung der Investoren gerade im early stage Bereich (vgl. Pressemitteilung des Bundesverbandes Deutschen Kapitalverteilungsgesellschaften, BVK, vom 6. 2. 2003).*

25) *Hoffmann/Hölzle, FB 2003 S. 113 f.*

26) *Zum Begriff Hoffmann/Hölzle, FB 2003 S. 113 (115).*

Transparenz wird auch hier Vertrauen schaffen. Die Offenlegung der Liquidation Preference in der Satzung mag auch dazu führen, dass die Neigung abnimmt, ausufernde Liquidation Preferences zu vereinbaren. Es darf auch nicht verkannt werden, dass eine Verankerung in der Satzung auch die Investoren schützt. Uns wurde von einem Fall berichtet, in dem ein Vorstand, der keine Kenntnis von einer Liquidation Preference in einer Aktionärsvereinbarung hatte, das Restvermögen pro Rata aufgeteilt hat, und die Investoren damit zumindest der Gefahr einer erheblichen Vermögensgefährdung ausgesetzt hat, wenn nicht gar die vollständige Durchsetzung des Anspruches dadurch vereitelt hat.

VI. Zusammenfassung

Die Regelung der „liquidation preference“ ist neben der Unternehmensbewertung oft das Kern-

stück bei den Vertragsverhandlungen von Venture Capital Investitionen in Vorzugsaktien. Durch eine „liquidation preference“ kann dem Inhaber oft ein Vielfaches seiner ursprünglichen Investitionssumme zugeteilt werden. Derartige Vorzüge hinsichtlich der Verteilung im Liquidationsfall per erforderlicher Satzungsregelung, zu dem auch die Firmenübernahme durch Merger oder Kauf gehört, können relativ frei von den Parteien verhandelt und in der Satzung verankert werden. Von im VC-Bereich seltenen Ausnahmen abgesehen, kann eine derartige „liquidation preference“ nicht durch anderweitige Verträge außerhalb der Satzung wirksam begründet werden. Die „liquidation preference“ zusammen mit dem Institut der Konvertibilität in Common Stock bietet daher dem VC-Investor ein außerordentlich wichtiges Instrument, seinen Exiterlös zu optimieren.