

Meilensteinregelungen in Venture Capital-Verträgen nach deutschem Recht

I. Einleitung

VC-Gesellschaften investieren häufig nur dann in ein Beteiligungsunternehmen, wenn dieses bereit ist, eine Meilensteinvereinbarung abzuschließen, in der wesentliche Schritte der Unternehmensentwicklung definiert werden. Häufig besteht die Rechtsfolge einer solchen Meilensteinregelung darin, dass die VC-Gesellschaft bei der Verfehlung der Meilensteine von der Verpflichtung zur Leistung künftiger Tranchen frei wird. Die vertragliche Umsetzung der Meilensteinregelungen hat in der deutschen Praxis durch eine jüngere Gerichtsentscheidung eine erhebliche Verunsicherung erfahren.

In diesem Beitrag werden die Vor- und Nachteile von Meilensteinregelungen und die deutsche Rechtspraxis erörtert. In einem weiteren Beitrag wird die US-Praxis dargestellt.

II. Definition

Meilensteinregelungen findet man in VC-Verträgen in unterschiedlichen Ausgestaltungen. Auf der Tatbestandsseite enthalten Meilensteine die Definition bestimmter Entwicklungsschritte des Beteiligungsunternehmens. Diese können finanzwirtschaftlicher Natur sein, wie etwa das Erreichen bestimmter Umsätze ggf. kombiniert mit Ertragskomponenten. Technische Entwicklungsschritte, etwa die Entwicklung eines bestimmten Prototyps können ebenfalls Gegenstand einer Meilensteinregelung sein. Häufig wird dies mit einer vorzunehmenden Schutzrechtsanmeldung oder der Erteilung eines Schutzrechtes kombiniert. Die dritte Gruppe von Meilensteinen kann man in dem Abschluss solcher Verträge sehen, die nach übereinstimmender Auffassung von VC-Gesellschaften und Management für die künftige Entwicklung des Beteiligungsunternehmens maßgebliche Bedeutung haben, namentlich Vertriebs- oder Lizenzverträge aber auch F & E-Verträge.

Maßgebliche Bedeutung erlangen Meilensteinregelungen durch die vereinbarten Rechtsfolgen. Auch hier lassen sich drei Fallgruppen unterscheiden.

Die erste und einschneidendste Fallgruppe ist darin zu sehen, dass die VC-Gesellschaft nur verpflichtet ist, weitere Einzahlungen zu leisten, wenn das Beteiligungsunternehmen die definierten Meilensteine erreicht (Fortfinanzierungsvariante).

Die zweite Alternative besteht darin, dass eine VC-Gesellschaft, die auch Darlehen oder stille Beteiligungen ausgereicht hat, sich verpflichtet, diese bei dem Erreichen der Meilensteine in Eigenkapital zu wandeln (Wandlungsvariante).

In der dritten Variante werden die Rechtsfolgen in die Anteilseignersphäre verlagert. Bei dem Erreichen bestimmter Meilensteine erhält das Ma-

nagement das Recht, von den VC-Gesellschaften (weitere) Anteile zu erwerben. Bei dem Verfehlen der Meilensteine hat die VC-Gesellschaft das Recht, Anteile von den Gründungsgesellchaftern zu verlangen (Optionsvariante). Der Preis liegt jeweils deutlich unter dem Verkehrswert der Anteile, zumeist in der Nähe des Nennwerts¹⁾. Kombinationen aus den Varianten gibt es sowohl auf der Tatbestands- wie auf der Rechtsfolgenseite.

III. Bewertung der Sinnhaftigkeit von Meilensteinregelungen

Erfahrungen aus der Praxis, wie auch wissenschaftliche Untersuchungen zeigen, dass die VC-Branche Meilensteinregelungen keineswegs durchgängig verwendet. Einige VC-Gesellschaften sehen Meilensteinregelungen als unabdingbare Voraussetzung für ein VC-Engagement, andere verzichten gänzlich darauf²⁾. Bei diesem keineswegs eindeutigen Befund sollen die Vor- und Nachteile von Meilensteinregelungen unter Einbeziehung von Alternativen gegenübergestellt werden.

1. Vorteile

Die Gefahr der Einstellung einer weiteren Finanzierung (Fortfinanzierungsvariante) bzw. die Abgabe von Anteilen unterhalb des Verkehrswerts (Optionsvariante) wirkt sich motivierend auf das Managementteam aus. Dieses wird bestrebt sein alles daran zu setzen, die negativen Folgen der Verfehlung von Meilensteinen zu vermeiden. Soweit die Folge der Meilensteinverfehlung in der Beendigung der Weiterfinanzierung besteht, mindert sich der Verlust der VC-Gesellschaft. Nur die bereits eingezahlten Tranchen gehen verloren. Meilensteinregelungen führen zu einer engmaschigeren Überprüfung des Beteiligungsunternehmens und damit auch zu einer besseren Mittelkontrolle.

2. Nachteile

Der Unternehmer wird zu kurzfristigem Handeln verleitet, um den Meilenstein zu erreichen. Ein oberflächlich entwickelter Prototyp erfüllt zwar die Meilensteinanforderungen, hemmt jedoch die weitere Wertentwicklung des Unternehmens³⁾.

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

1) Zu den steuerlichen Problemen bei Meilensteinregelungen, Frizlen/Möhrle, FB 2003 S. 121 ff.

2) Nach einer empirischen Untersuchung von Hommel/Ritter/Wright, FB 2003 S. 323 (328) erreicht die Häufigkeit meilensteinbasierter Finanzierungen auf einer Skala von 1 (fast nie) bis 5 (fast immer) bei Frühphasenfinanzierern den Wert 3,5.

3) Heitzer, FB 2002 S. 472 (476).

Soweit der Abschluss von Verträgen zum Gegenstand einer Meilensteinregelung gemacht wird, kann sich dies als erhebliche Belastung und Schwächung der Verhandlungsposition des Beteiligungsunternehmens erweisen⁴⁾.

Die Verfehlung von Meilensteinen kann negative Außenwirkungen entfalten. Dies gilt nicht nur für den Fall des Projektabbruchs, sondern auch dann, wenn im Rahmen einer späteren Due Dilligence die Tatsache der Meilensteinverfehlung aufgedeckt und offenkundig wird, dass die VC-Gesellschaft in erster Linie zur Vermeidung eines Totalverlustes weiterfinanziert hat.

Erfahrungen aus der Praxis, wie auch wissenschaftliche Untersuchungen zeigen, dass die VC-Branche Meilensteinregelungen keineswegs durchgängig verwendet.

Das Vertragscontrolling wird deutlich aufwändiger, als bei Verträgen ohne Meilensteinregelungen.

Verfehlte Meilensteine führen zu erheblichen, die Entwicklung des Beteiligungsunternehmens häufig hemmenden Diskussionen zwischen Management und VC-Gesellschaften.

Vielfach sind Meilensteine entweder nicht präzise genug gefasst oder enthalten keine ausreichenden Regelungen dafür, dass eine sinnvolle Anpassung des Geschäftsmodells die Erreichung des Meilensteines in der vereinbarten Form entbehrlich gemacht hat.

3. Alternativen

Mittelkontrolle und periodische Überprüfung lassen sich auch durch entsprechende Zustimmungsvorbehalte und ein aktives Beteiligungsmanagement erreichen. Dazu bedarf es keiner Meilensteinregelung.

Eine einer Meilensteinregelung vergleichbare Wirkung lässt sich häufig dadurch erreichen, dass die VC-Gesellschaft zunächst nur einen Teil des geplanten Volumens finanziert (Teilfinanzierungsvariante). Entwickelt sich das Beteiligungsunternehmen schlecht, besteht weder Zwang noch Anreiz zur Weiterfinanzierung. Bei einer mäßigen Entwicklung des Beteiligungsunternehmens erhält die VC-Gesellschaft durch die Teilnahme an einer Folgefinanzierungsrunde zu einer dann meist deutlich geringeren Bewertung die Möglichkeit, eine Minderung ihrer Durchschnittsbewertung zu erreichen. Nachteilig kann sich dies jedoch bei einer sehr positiven Entwicklung des Beteiligungsunternehmens auswirken, da weitere Anteile möglicherweise zu einer höheren Bewertung gezeichnet werden müssten.

Bei Licht besehen ist diese Teilfinanzierungsvariante auch aus Sicht des Beteiligungsunternehmens gegenüber einer Meilensteinregelung nicht unbedingt nachteilig. Eine auf Meilensteinen aufbauende Finanzierung dient häufig dem Zweck, eine Durchfinanzierung bis zum Break Even zu ermöglichen und suggeriert dem Beteiligungsunternehmen die Sicherheit, dass die Finanzierung auch tatsächlich sichergestellt sei. Es darf jedoch nicht vergessen werden, dass die Meilensteine häufig an die Aussagen in dem

Businessplan des Beteiligungsunternehmens angelehnt werden. Da dieser Businessplan als entscheidendes Marketinginstrument zum Erreichen einer VC-Finanzierung entwickelt worden ist, wird diesem häufig ein „optimistic“ oder gar „best case“ Szenario zugrundegelegt. Nur wenn dieses erreicht wird, kommt es somit zur Erfüllung der Meilensteine und zu der gewünschten Durchfinanzierung. Leider schaffen dies nur wenige Beteiligungsunternehmen, sodass auch die Meilensteinregelungen nur eine Scheinsicherheit der Durchfinanzierung vermitteln.

IV. Meilensteine bei Co-Venturings

Besonderes Konfliktpotenzial bergen Meilensteinregelungen, wenn an dem Technologieunternehmen mehrere VC-Gesellschaften unterschiedlich hoch und mit einer unterschiedlichen Bewertung⁵⁾ beteiligt sind. Werden in einer solchen Konstellation Meilensteine in der Fortfinanzierungsvariante (knapp) verfehlt, ergibt sich innerhalb des Kreises der VC-Gesellschaften vielfach ein stark divergierendes Meinungsbild. Den Totalverlust der bisher geleisteten Tranchen vor Augen, gelangen insbesondere die hoch engagierten Investoren häufig zu der Auffassung, dass trotz der Verfehlung der Meilensteine weiterfinanziert werden sollte. Um gegenüber den eigenen Aufsichtsratsgremien bestehen zu können müssen sie auch andere Investoren davon überzeugen, weiter zu finanzieren. Dies kann zu erheblichen Spannungen im Investorenkreis führen und veranschaulicht zudem, dass die vereinbarten harten Folgen einer Meilensteinverfehlung jedenfalls dann nicht gelebt werden, wenn das Unterlassen der Fortfinanzierung zur Insolvenz des Beteiligungsunternehmens führt. Diese in der Praxis nicht seltene Handlungsweise stellt auch den Sinn von Meilensteinregelungen in Frage. Die VC-Gesellschaften bringen damit nämlich zum Ausdruck, dass sie trotz der Verfehlung des Meilensteins an eine positive Wertentwicklung des Beteiligungsunternehmens glauben. Anders gewendet lässt sich daraus der Schluss ziehen, dass der vereinbarte Meilenstein die beabsichtigte Unternehmensentwicklung nicht zutreffend, jedenfalls nicht zwingend, abgebildet hat.

V. Vertragsgestaltung und Rechtsprobleme

1. Präzise Fassung der Meilensteinregelung

Es liegt auf der Hand, dass Meilensteine genau formuliert werden müssen, da sie erhebliche Bedeutung für die VC-Gesellschaft, das Beteiligungsunternehmen und die Gründungsgesellschafter haben. Bei der Tatbestandsseite der Meilensteine sollte soweit wie möglich auf gesetzliche Definitionen zurückgegriffen werden. Soweit Meilensteine finanzwirtschaftlicher Natur sind, kann auf die Definition der GuV-Position in § 275 HGB zurückgegriffen werden; gerade

4) Vgl. Hoffmann, *Going Public Biotechnologie* 2003 S. 30 (32).

5) Dieser Fall tritt insbesondere auf, wenn unterschiedliche Finanzierungsrunden mit z.T. unterschiedlichen VC-Gesellschaften geschlossen worden sind.

Anglizismen wie Working Capital oder Cash-flow sollten vermieden werden⁶⁾. Es ist ferner die Verpflichtung festzulegen, dass und wie das Beteiligungsunternehmen die Erfüllung der Meilensteine nachzuweisen hat.

Es ist schließlich eine Regelung für den Fall zu treffen, dass Streit zwischen VC-Gesellschaft und Beteiligungsunternehmen über die Erfüllung des Meilensteins entsteht. Gerade bei der Fortfinanzierungsvariante ist die zügige Beilegung dieses Streits für den Fortbestand der Gesellschaft von existenzieller Bedeutung. Zur Lösung dieses Problems bietet sich die Vereinbarung eines Schiedsgutachterverfahrens an. Es ist darauf zu achten, dass dieses Verfahren, insbesondere seine Inangasetzung, klar und mit kurzen Fristen geregelt wird:

Weist das Beteiligungsunternehmen die Meilensteinerfüllung nach, hat die VC-Gesellschaft innerhalb einer Frist von zwei oder maximal drei Wochen mitzuteilen, ob sie die Erfüllung des Meilensteins akzeptiert oder nicht. Bescheidet die VC-Gesellschaft negativ oder reagiert sie nicht fristgerecht, hat das Schiedsgutachterverfahren zu beginnen.

Es ist zu empfehlen, bereits bei der Vereinbarung der Meilensteinregelung Person oder Institution des Schiedsgutachters zu benennen⁷⁾. Gerade bei technischen Meilensteinen kann es sich anbieten, denjenigen zum Schiedsgutachter zu ernennen, der die technische Due Diligence durchgeführt hat⁸⁾. Dies hat den Vorteil, dass dieser Due Diligence-Prüfer zum einen in die Formulierung der technischen Voraussetzungen des Meilensteins einbezogen werden kann und er zum anderen durch die Vorbefassung mit dem Fall in der Lage sein wird, eine zügige Entscheidung über das Erreichen der Meilensteine zu fällen.

2. Zulässigkeit und vertragliche Verankerung von Meilensteinregelungen

a) Vertragspraxis

Meilensteinregelungen werden im Zusammenhang mit der Eigenkapitalfinanzierung durch VC-Gesellschaften vereinbart. Da die VC-Gesellschaft Anteile an dem Beteiligungsunternehmen erhält, haben die Altgesellschafter einen Beschluss über die Erhöhung des gezeichneten Kapitals zu fassen und die VC-Gesellschaft zur Zeichnung zuzulassen, die ihrerseits wiederum die Aktien zu zeichnen hat⁹⁾. Im Kapitalgesellschaftsrecht besteht die Möglichkeit, in dem Kapitalerhöhungsbeschluss eine Kapitalerhöhung zum Nennwert¹⁰⁾ oder zu einem höheren Wert festzulegen; in diesem Fall spricht man von einem korporativen Aufgeld. Meilensteine werden in der deutschen VC-Praxis nicht in dem Kapitalerhöhungsbeschluss geregelt, sondern in einem gesondert dazu zu schließenden Beteiligungsvertrag als schuldrechtliche Zuzahlungsverpflichtung vereinbart¹¹⁾. Der Begriff Beteiligungsvertrag kann synonym mit „Investment-Agreement“ oder „Investors-Agreement“ verwandt werden. Diese schuldrechtliche Zuzahlungspflicht ist streng von dem korporativen Aufgeld zu unterscheiden, auch wenn beiden Formen gemein ist, dass sie im Zusammenhang

mit einer Kapitalerhöhung Zuzahlungen über den Nennbetrag oder anteiligen Betrag am Grundkapital regeln. Das korporative Aufgeld ist zwingend als Ausgabebetrag in dem Kapitalerhöhungsbeschluss und damit korrespondierend in dem Zeichnungsschein festzulegen. Es steht in untrennbarem Bezug zu der Aktie, die der Zeichner mit der Eintragung der Kapitalerhöhung erhält¹²⁾. Die schuldrechtliche Zuzahlungspflicht ist hingegen eine Schuld, die unabhängig von der Inhaberschaft an einer Aktie entsteht. Sie ist daher nicht in dem Kapitalerhöhungsbeschluss und dem Zeichnungsschein zu verorten und geht auch nicht auf einen möglichen Erwerber der Aktie über,

Es liegt auf der Hand, dass Meilensteine genau formuliert werden müssen, da sie erhebliche Bedeutung für die VC-Gesellschaft, das Beteiligungsunternehmen und die Gründungsgesellschafter haben.

soweit dieser dem Beteiligungsvertrag nicht beiträgt oder die Verpflichtung durch eine schuldrechtliche Vereinbarung übernimmt. Der für Meilensteinregelungen maßgebliche Unterschied zwischen korporativen Aufgeld und schuldrechtlicher Zuzahlungspflicht besteht darin, dass ersteres zwingend bei der Anmeldung der Durchführung der Kapitalerhöhung vollständig eingezahlt sein muss¹³⁾, während die Parteien im Rahmen der schuldrechtlichen Zuzahlungspflicht bei der Vereinbarung der Einzahlungszeitpunkte wesentlich freier sind und diese an den Eintritt künftiger Ereignisse, wie Meilensteine, knüpfen können. Daraus wird deutlich, dass die deutsche VC-Praxis auf das Instrument der schuldrechtlichen Zuzahlungspflicht angewiesen ist, um Meilensteine in der Fortfinanzierungsvariante namentlich bei Beteiligungsunternehmen in Rechtsform der Aktiengesellschaft wirksam vereinbaren zu können.

Diese Vertragspraxis hat jedoch in jüngerer Vergangenheit eine erhebliche Verunsicherung erfahren. Das Bayerische Oberste Landesgericht

6) I.d.S. Schäfer/Stephan, *Venture Capital Verträge*, 2003, Rdn. 582.

7) *Vorschläge in der Literatur, dass der Schiedsgutachter von einem Dritten benannt werden soll, nachdem sich die Parteien auf diesen innerhalb einer Frist von vier Wochen nicht geeinigt haben, können in der Praxis wegen des zu hohen Zeitaufwands bereits für das Benennungsverfahren zu einer Existenzgefährdung des Beteiligungsunternehmens führen, i.d.S. aber Schäfer/Stephan, a.a.O. (Fn. 6), Rdn. 102.*

8) *Dies gilt jedenfalls dann, wenn diesem Due Diligence-Prüfer keine zu große „Nähe“ entweder zu der VC-Gesellschaft oder dem Beteiligungsunternehmen nachgesagt werden kann.*

9) *Dies ist die aktienrechtliche Terminologie. Im Recht der GmbH ist der vergleichbare Vorgang die Übernahme einer durch Kapitalerhöhung geschaffenen Stammeinlage (§ 55 GmbHG).*

10) *Bei der Stückaktie heißt dies: Anteiliger Betrag des Grundkapitals (§ 8 Abs. 3 AktG).*

11) *Vgl. Schorling/Vogel, AG 2003 S. 86.*

12) *Vgl. Schorling/Vogel, AG 2003 S. 87.*

13) *§ 188 Abs. 2 AktG i.V.m. § 36a Abs. 1 AktG; Bei der GmbH gibt es eine dem § 36a AktG vergleichbare Vorschrift nicht; gleichwohl werden auch bei der GmbH Meilensteine in Praxi über die schuldrechtliche Zuzahlungspflicht geregelt.*

hat mit Beschluss vom 27. 2. 2002¹⁴⁾ eine schuldrechtlich begründete Zuzahlungsverpflichtung neben einem Kapitalerhöhungsbeschluss jedenfalls dann für unzulässig erklärt, wenn der Gesellschaft ein eigenes Forderungsrecht entsteht. Da in einem solchen Fall die Anmeldung zurückzuweisen sei, sei das Registergericht auch im Rahmen der Amtsermittlung befugt, die Vorlage des Beteiligungsvertrages zu verlangen¹⁵⁾. Die Entscheidung des Bayerischen Obersten Landesgerichts ist abzulehnen.

Meilensteine werden in der deutschen VC-Praxis nicht in dem Kapitalerhöhungsbeschluss geregelt, sondern in einem gesondert dazu zu schließenden Beteiligungsvertrag als schuldrechtliche Zuzahlungsverpflichtung vereinbart.

b) Grundsätzliche Zulässigkeit schuldrechtlicher Zuzahlungspflichten

Schuldrechtliche Nebenabreden werden nach dem Grundsatz der Vertragsfreiheit für zulässig und wirksam erachtet, soweit sie nicht Regelungen zum Inhalt haben, die satzungspflichtig sind oder dem Zweck zwingender gesetzlicher Regelungen zuwiderlaufen¹⁶⁾¹⁷⁾. Bei der Annahme solcher Verbote ist Zurückhaltung geboten. Besonderer Rechtfertigung bedarf daher die Annahme der Unzulässigkeit einer Nebenabrede und nicht umgekehrt diejenige ihrer Zulässigkeit¹⁸⁾. Durch Vertrag mit der AG können sich Aktionäre zu Leistungen beliebigen Inhaltes verpflichten¹⁹⁾. Eine schuldrechtliche Zuzahlungspflicht verletzt daher nicht die zwingende aktienrechtliche Regelung des § 54 Abs. 1 AktG, welcher die Begrenzung der Einlageverpflichtung auf den Ausgabebetrag der Aktien regelt. Die Grenze des § 54 Abs. 1 AktG bezieht sich nur auf die mitgliedschaftliche Einlagepflicht²⁰⁾²¹⁾. Schuldrechtliche Zuzahlungspflichten sind auch wegen einer Umgehung des Volleinzahlungsgebots des § 36a AktG nicht unzulässig. § 36a AktG dient dem Schutz künftiger Aktionäre. Da diese nicht ohne weiteres erkennen können, ob die von ihnen erworbene Aktie mit einer korporativen Zuzahlungsverpflichtung belastet ist, werden sie durch das Volleinzahlungsgebot geschützt²²⁾²³⁾. Künftige Aktionäre bedürfen bei einer schuldrechtlichen Zuzahlungspflicht dieses Schutzes gerade nicht, eben weil sie mit dem Erwerb der Aktie keine „automatische“ Verpflichtung zu der Aufgeldzahlung übernehmen. Wie oben dargestellt, müssten sie sich dazu gesondert schuldrechtlich verpflichten²⁴⁾.

Auch Aspekte des Gläubigerschutzes sprechen nicht gegen die Zulässigkeit schuldrechtlicher Zuzahlungspflichten. Soweit vereinzelt vertreten wird, dass § 36a AktG auch gläubigerschützenden Charakter hat²⁵⁾, ist dem entgegenzuhalten, dass die Aktien bei den hier in Frage stehenden VC-Finanzierungen keinesfalls unter dem geringsten Ausgabepreis ausgegeben werden²⁶⁾ und der Gläubigerschutz im Zusammenhang mit der Kapitalaufbringung aber nur die Unterpriemission²⁷⁾ verbietet. Festzuhalten ist somit, dass eine schuldrechtliche Zuzahlungspflicht weder satzungspflichtig ist, noch zwingenden

gesetzlichen Regelungen zuwiderläuft, insbesondere sind weder die Interessen künftiger Aktionäre noch von Gläubigern der Gesellschaft betroffen.

c) Ausnahme: Gesellschaftsrechtlich zwingendes Agio

Bei der Frage nach der Zulässigkeit schuldrechtlicher Zuzahlungspflichten wird in der Literatur z.T. danach unterschieden, ob die Vereinbarung eines Agios gesellschaftsrechtlich geboten ist. Danach soll die Höhe des Agios dann nicht frei gewählt werden können, wenn die Gesellschaft über erhebliche stille Reserven verfügt²⁸⁾²⁹⁾. Ein weiterer Ausnahmefall wird in einer Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss gesehen³⁰⁾. Für diesen Fall bestimmt § 255 Abs. 2 AktG ein Anfechtungsrecht, falls der Ausgabebetrag unangemessen niedrig ist. Auch *Hermanns*, der diese Auffassung vertritt, sieht jedoch auch bei dem Eingreifen einer der beiden vorgenannten Ausnahmefälle die schuldrechtlichen Zuzahlungsverpflichtungen als zulässig an, wenn daran sämtliche Aktionäre mitwirken bzw. den Kapitalerhöhungsbeschluss mit Bezugsrechtsausschluss einstimmig fassen³¹⁾. Die Voraussetzun-

14) BayObLG, Beschluss vom 27. 2. 2002 3 Z BR 35/02, AG 2002 S. 501.

15) Diese Auffassung steht dabei durchaus im Widerspruch zu der Vorgehensweise anderer Registergerichte.

16) BGHZ 123 S. 1520; BGHZ 32 S. 1729; Röhrich, in: Großkomm. AktG, § 23 Rz. 256

17) Ein Beispiel einer nach Ansicht der Verfasser unzulässigen schuldrechtlichen Nebenabrede im VC-Bereich ist die Vereinbarung einer Liquidation Preference in Abweichung von § 271 Abs. 2 AktG. Vgl. dazu Hoffmann/Hölzle, FB 2003 S. 113 (117 ff.).

18) Röhrich, Großkomm. AktG, § 23 Rz. 257; Noack, Gesellschaftervereinbarungen bei Kapitalgesellschaften, 1994, S. 113 ff.

19) Hüffer, AktG, 5. Aufl., § 54 Rz. 7.

20) Hüffer, a.a.O. (Fn. 19), § 54 Rz. 7.

21) Entgegen Hergeth/Eberl (DB 2002 S. 1818 [1821] Fn. 23) und BayObLG (Beschluss vom 27. 2. 2002, AG 2002, 510 f.), kann aus Henze (Großkomm. AktG, § 54 Rz. 77) nicht eindeutig geschlossen werden, dass eine solche Zuzahlung nicht zulässig sei, wenn der AG ein eigenes Forderungsrecht entstehe. Dagegen spricht, dass Henze an anderer Stelle (a.a.O., Rz. 55) eine Verpflichtung zur Leistung gegenüber der AG gem. § 328 BGB als zulässig ansieht. Auch kann der in Tz. 77 verwandte Begriff der „freiwilligen Grundlage“ als Abgrenzung zur kooperativen Verpflichtung verstanden werden kann.

22) Ausführlich dazu Schorling/Vogel, AG 2003 S. 86 (87).

23) Flankiert wird dieser Schutz durch das in § 191 Satz 1 AktG geregelte Verbot, neue Aktien vor der Eintragung der Durchführung der Kapitalerhöhung zu handeln.

24) Siehe Abschn. V. 2. a).

25) Schippel, in: Festschrift Steindorf, 1990, S. 249 ff.

26) Technau, AG 1998 S. 445 (449).

27) Vgl. § 9 Abs. 1 AktG; Hergeth/Eberl, DStR 2002 S. 818 (821).

28) Hermanns, ZIP 2003 S. 788 (790); OLG Stuttgart, GmbHR 2000 S. 33 (35); Heckschen, DStR 2001 S. 1437.

29) Bei VC-finanzierten Gesellschaften wird man in diesem Zusammenhang erhebliche stille Reserven nur in Ausnahmefällen annehmen können. Selbst wenn das Beteiligungsunternehmen über eine hervorragende Technologie verfügt, die an sich das Vorhandensein stiller Reserven rechtfertigen könnte, darf nicht außer Betracht bleiben, dass die Gesellschaft ohne die anstehende VC-Finanzierung zumeist nicht überlebensfähig sein wird. Realisierbare stille Reserven werden somit erst durch das Zusammentreffen vorhandener Technologie mit der Finanzierung geschaffen.

30) Hermanns, a.a.O. (Fn. 28).

31) Hermanns, ZIP 2003 S. 788 (790 f.).

gen dieser Rückausnahme liegen im VC-Bereich regelmäßig vor. Entscheidende Bedeutung kommt der Auffassung von *Hermanns* jedoch für den Umfang der Prüfungsbefugnis des Registergerichts zu.

d) Umfang der Prüfungspflicht und -befugnis des Registergerichts

Es ist festzustellen, ob das Registergericht berechtigt ist, die Vorlage des Beteiligungsvertrags und der Bewertungsunterlagen zu verlangen³²⁾. Es entspricht allgemeiner Auffassung, dass dem Registergericht im Zusammenhang mit der Kapitalerhöhung und ihrer Durchführung ein materielles Prüfungsrecht zukommt³³⁾. Im Rahmen dieses materiellen Prüfungsrechts hat das Registergericht nach § 12 FGG erforderliche Tatsachenermittlungen zu veranlassen. Prüfungs- und Ermittlungsrecht des Registergerichts enden demnach bei solchen Tatsachen und Rechtsgeschäften, die für die Rechtmäßigkeit der Kapitalerhöhung nicht von Belang sind. Das Registergericht hat nämlich nach pflichtgemäßem Ermessen nur solche Beweise zu erheben, die erforderlich und geeignet sind³⁴⁾. Die schuldrechtliche Zuzahlungspflicht ist für die Frage, ob der Kapitalerhöhungsbeschluss und der Zeichnungsschein den Anforderungen der §§ 182 ff. AktG, insbesondere § 182 Abs. 3 und § 185 Abs. 2 AktG genügen, unerheblich. Die vorgenannten Vorschriften betreffen nämlich nur die Verortung des korporativen Aufgelds in Kapitalerhöhungsbeschluss und Zeichnungsschein³⁵⁾. Der Beteiligungsvertrag enthält zu dieser Frage keine Informationen. Entgegen der Auffassung des Bayerischen Obersten Landesgerichts³⁶⁾ ist das Registergericht somit nicht befugt, die Vorlage des Beteiligungsvertrags zur Überprüfung der §§ 182 ff. AktG zu verlangen.

Eine andere Frage ist es, ob das Registergericht in den Beteiligungsvertrag einsehen darf, da ein Aufgeld deshalb gesellschaftsrechtlich zwingend vorgegeben ist³⁷⁾, weil die Gesellschaft über erhebliche stille Reserven verfügt oder ein Bezugsrechtsausschluss vereinbart worden ist. Auch diese Frage ist zu verneinen. In beiden vorgenannten Fallgruppen steht den Aktionären entweder unter dem Gesichtspunkt der Verletzung gesellschaftsrechtlicher Treuepflichten³⁸⁾ oder gem. § 255 Abs. 2 AktG ein Anfechtungsrecht zu. Es geht somit um die Frage, inwieweit das Registergericht berechtigt ist, einen Sachverhalt zu überprüfen, der keineswegs zur Nichtigkeit eines Beschlusses, sondern höchstens zu dessen Anfechtung führen kann, wenn, wie in dem Fall des Bayerischen Obersten Landesgerichtes, kein Aktionär eine Anfechtungsklage erhoben hat³⁹⁾. Im Registerrecht ist die Ansicht herrschend, dass die Eintragung verfügt werden muss, wenn der Mangel nach Fristablauf von niemandem mehr geltend gemacht werden kann⁴⁰⁾. Die gesellschaftsrechtliche Sicht ist enger. Danach bildet die Gesetzesverletzung nach Ablauf der Anfechtungsfrist nur dann kein Eintragungshindernis, wenn allein die Interessen der gegenwärtigen Aktionäre betroffen sind⁴¹⁾. Folgt man der Auffassung, dass die Ausgestal-

tung der schuldrechtlichen Zuzahlung nur die Interessen der gegenwärtigen Aktionäre betrifft, so ist auch nach dieser gesellschaftsrechtlichen Auffassung kein Eintragungshindernis gegeben. Zu berücksichtigen ist in diesem Zusammenhang, dass das Registergericht durch die Einsicht in den Beteiligungsvertrag nicht zu erkennen vermag, ob etwa bei einem Bezugsrechtsausschluss die Bewertung unangemessen niedrig ist oder nicht⁴²⁾. Die Vorlage des Beteiligungsvertrages ist insofern ohnehin kein geeignetes Beweismittel.

Das Registergericht vermag durch die Einsicht in den Beteiligungsvertrag nicht zu erkennen, ob etwa bei einem Bezugsrechtsausschluss die Bewertung unangemessen niedrig ist oder nicht. Die Vorlage des Beteiligungsvertrages ist insofern kein geeignetes Beweismittel.

e) Praktische Hinweise

In der VC-Praxis ist folgendes zu empfehlen:

- Kapitalerhöhungsbeschlüsse sollten möglichst einstimmig und unter Verzicht des Anfechtungsrechts der einzelnen Aktionäre gefasst werden⁴³⁾.
- Schuldrechtliche Zuzahlungsvereinbarungen sind zwischen allen Aktionären abzuschließen und sollten kein eigenes Forderungsrecht der Gesellschaft begründen⁴⁴⁾.
- Bei einigen Registergerichten, insbesondere in Bayern, empfiehlt sich eine Versicherung der Anmeldenden dahingehend, dass jedenfalls keine schuldrechtlichen Zahlungsverpflichtungen mit einem eigenen Forderungsrecht der Aktiengesellschaft bestehen.

32) Die Vorlage von Bewertungsunterlagen wäre jedenfalls dann notwendig, wenn das Registergericht festzustellen hat, ob die Gesellschaft über erhebliche stille Reserven verfügt oder der Ausgabebetrag unangemessen niedrig ist.

33) Wiedemann, *Großkomm. AktG*, § 181 Rz. 21; Hüffer, *a.a.O.* (Fn. 19), § 188 Rz. 20; diesem folgend BayObLG, AG 2002 S. 510.

34) Vgl. Keidel/Kuntze/Winkler, *FGG*, 15. Aufl., § 12 Rz. 54.

35) I.d.S. Schorling/Vogel, AG 2003 S. 86/90 f.

36) BayObLG, AG 2002 S. 510.

37) *Hermanns*, ZIP 2003 S. 788 (792, unter 223).

38) OLG Stuttgart, *GmbHR* 2000 S. 333 (334 f.).

39) Dies ist die letztlich im VC-Bereich entscheidende Fallkonstellation. Sämtliche Aktionäre, die Verwaltung und auch die hinzutretenden Investoren wollen die Eintragung; kein Aktionär erhebt Anfechtungsklage.

40) Keidel/Kuntze/Winkler, *a.a.O.* (Fn. 34), § 127 Rdn. 13.

41) MünchKomm. AktG Hüffer, 2. Aufl., § 243 Rz. 130, wohl auch i.d.S. Wiedemann, in: *Großkomm. AktG* § 179 Rdn. 25 a.E.

42) Auch *Hermanns* (ZIP 2003 S. 788 [790]) ist im Zusammenhang mit einem möglicherweise unangemessen hohem Aufgeld der Auffassung, dass den Gerichten im Rahmen der Prüfungspflicht nicht auch Anteilsbewertungen aufzubürden sind.

43) Der Anfechtungsverzicht kann das Prüfungsverfahren des Registergerichts beschleunigen, weil dieses auch bei nur anfechtbaren Beschlüssen jedenfalls ohne einen solchen Verzicht prüfen und das Prüfungsverfahren ggf. nach § 127 FGG bis zum Ablauf der Anfechtungsfrist bei bestehenden Anfechtungsrechten aussetzen kann.

44) Nach der Auffassung von *Hermanns* (ZIP 2003 S. 788 [790]) sind solche Vereinbarung auch dann zulässig, wenn sie ein gesellschaftsrechtlich gefordertes Agio nicht enthielten; das eigene Forderungsrecht der Gesellschaft kann nach dem – unzutreffenden – Beschluss des BayObLG ein Eintragungshindernis bedingen.

3. Änderung und Neuabschluss von Meilensteinregelungen

In der VC-Praxis geschieht es, dass ein oder mehrere Meilensteine (knapp) verfehlt werden, Investoren gleichwohl – häufig unter geänderten Bedingungen – weiterfinanzieren wollen. In einem solchen Fall ist die Rechtslage sorgfältig zu analysieren. Es bedarf häufig der Klärung, ob mit dem Verfehlen eines Meilensteines auch künftige Meilensteine nicht mehr erreicht werden können. Um spätere Streitigkeiten – möglicherweise auch mit einem Insolvenzverwalter – zu vermeiden, sollte zwischen sämtlichen Vertragspartnern des Beteiligungsvertrags⁴⁵⁾ etwa im Wege eines negativen Schuldanerkenntnisses vertraglich vereinbart werden, dass eine Zahlungsverpflichtung der Investoren aus den Meilensteinregelungen nicht mehr besteht.

Davon zu trennen ist die Frage, ob sich die Investoren trotz der Nichterfüllung der Meilensteine zu einer weiteren Zahlung verpflichten wollen. Bei Co-Venturing Fällen ist eine solche Verpflichtung dringend anzuraten, um sicherzustellen, dass jeder Investor weiterfinanziert.

Diese auf einem neuen Entschluss und neuem Schuldgrund beruhende weitere Zuzahlungsverpflichtung steht in keinem unmittelbaren Zusammenhang mehr mit dem ursprünglichen Beteiligungsvertrag und der dort geregelten meilensteinabhängigen Zuzahlungsverpflichtung. Es besteht meist auch kein zeitlicher oder sachlicher Zusammenhang zu einem anderen Kapitalerhöhungsbeschluss. Es spricht somit u.E. nichts dagegen, diese Zuzahlungsverpflichtung nur gegenüber der Gesellschaft und nicht gegenüber den Alt-Aktionären einzugehen⁴⁶⁾.

Ein solches Vorgehen bietet sich insbesondere an, wenn der Aktionärskreis entweder groß geworden ist oder Uneinigkeit im Aktionärskreis besteht. Im Rahmen der Vertragsfreiheit ist es in einem solchen Fall u.E. auch möglich, die Zuzahlungsverpflichtung nur im Kreis der Aktionäre ohne Forderungsrecht der Gesellschaft zu vereinbaren⁴⁷⁾.

VI. Zusammenfassung

Das Konzept der Meilensteine wirkt auf den ersten Blick überzeugend. Das Beteiligungsunternehmen soll über die fest definierten Entwicklungsschritte zum Break Even geführt werden. VC-Gesellschaften mindern Verluste, weil sie bei einer Meilensteinverfehlung nicht weiter finanzieren müssen. Diesen idealtypischen Vorteilen stehen in praxi mannigfaltige Nachteile gegenüber. So besteht die Gefahr, dass der Zwang, Meilensteine zu erreichen, zu kurzfristigem Handeln verleitet. Vereinbarte Meilensteine können eine sinnvolle Anpassung des Geschäftsmodells verhindern, Konsequenzen aus dem Verfehlen von Meilensteinen werden nicht gezogen und – last but not least – können Meilensteinregelungen Streitpotenzial zwischen Beteiligungsunternehmen und VC-Gesellschaft, aber auch im Investorenkreis hervorrufen.

Rechtlich können Meilensteine als schuldrechtliche Zuzahlungspflichten zwischen sämtlichen Aktionären auch im Zusammenhang mit einer Kapitalerhöhung vereinbart werden. Dies gilt auch dann, wenn der Aktiengesellschaft dabei ein eigenes Forderungsrecht eingeräumt wird. Das Registergericht ist weder im Rahmen der Überprüfung des Vorliegens der aktienrechtlichen Vorschriften der §§ 182 ff AktG, noch zur Überprüfung der der Kapitalerhöhung zugrundeliegenden Bewertung berechtigt, die Vorlage des Beteiligungsvertrags zu verlangen. Im Hinblick auf den Beschluss des Bayerischen Obersten Landesgerichts vom 27. 2. 2002 sollte jedoch von der Vereinbarung eines eigenen Forderungsrechts der Aktiengesellschaft abgesehen werden.

45) Im Fall eines echten Vertrags zu Gunsten Dritter i.S.v. § 328 BGB auch mit diesem Dritten.

46) Vgl. Hüffer, a.a.O. (Fn. 19), § 54 Rz. 7.

47) Sollen jedoch neue Meilensteine vereinbart werden, bietet sich dieses Vorgehen u.E. nicht an.