
Funktionen einzelner Vertragsklauseln bei Venture Capital und Private Equity Finanzierungen*

Ulysses v. Salis[†]

Inhalt

I.	Einleitung.....	2
II.	Interessengruppen.....	3
III.	Wertschöpfungsquellen.....	5
IV.	Weitere Kristallisationspunkte.....	6
	1. Lock-in	6
	2. Projektabbruch.....	7
V.	Kurzprofil einzelner Vertragsklauseln	8
	1. Vorzugsrechte.....	8
	2. Mitverkaufspflicht ("Drag Along", "Co-Sale Obligation").....	9
	3. Mitverkaufsrecht ("Tag Along", "Co-Sale Right").....	10
	4. Vorhand- und Vorkaufsrechte ("Right of First Refusal", "Pre-Emptive Right").....	10
	5. Kaufsrechte ("Call Optionen").....	11
VI.	Vertragsklauseln und Interessenschutz	12
	1. Finanzinvestoren.....	12
	a) Vorzugsrechte.....	12
	aa) Hauptfunktionen.....	12
	bb) Gewichtung von Kapital und Arbeit.....	13
	b) Mitverkaufspflicht.....	14
	aa) Trade Sale ermöglichen.....	14
	bb) Schutz der Minderheitsaktionäre.....	16
	cc) Regeln zum IPO.....	17
	c) Veräusserungsverbot, Vorhand- und Vorkaufsrechte.....	17
	d) Kaufsrechte ("Call Optionen").....	19
	e) Konkurrenzverbot.....	20

* Publiziert in: Private Equity, Verträge und Rechtsfragen bei Venture Capital Investments (auf Grundlage der SECA-Musterverträge), EuropaInstitut, Zürich 2011, 269-296.

† Der Autor dankt lic. iur. Arie Gerszt für die kritische Durchsicht des Manuskripts.

f) Sitz im Verwaltungsrat.....	20
g) Informationsrechte.....	21
2. Managementaktionäre und Minderheitsaktionäre.....	21
a) Mitverkaufsrecht	21
b) Quoren.....	23
aa) In der Generalversammlung	23
bb) Im Verwaltungsrat.....	24
c) Verkaufsrecht ("Put Option")	24
VII. Schlussbemerkungen	25

I. Einleitung

Mit Venture Capital und Private Equity finanzierte Gesellschaften geben ein interessantes Beispiel, wie die Corporate Governance einer Gesellschaft aussieht, wenn sie – weitestgehend unabhängig von den Vorgaben des gesellschaftsrechtlichen Gesetzgebers – von den Gesellschaftern als aktive Parteien untereinander ausgehandelt wird. Was Finanzinvestoren und Managementaktionäre hier über eine Vielzahl von Transaktionen, Industrien und Länder als "Best Practice" entwickeln, zeigt eine glaubwürdige Annäherung an das, was einem effizienten Ausgleich der involvierten Interessen nahe kommt.¹ Der vorliegende Artikel möchte sich selbstverständlich nicht über die Angemessenheit dieser Regelungen zu äussern wagen, sondern nur, und zudem unter teilweise starken Vereinfachungen, Beispiele aufzeigen, welche Interessen mit welchen Vertragsklauseln adressiert und allenfalls geschützt werden können.

Der Interessenausgleich unter den Gesellschaftern findet auf der Gestaltungsebene der Finanzierungsverträge (namentlich dem Aktionärbindungsvertrag²) in deren Vertragsklauseln seinen Ausdruck. Die Rolle des Gesellschaftsrechts ist für die *inhaltliche* Ausgestaltung dieses Interessenausgleichs

¹ Vgl. dazu KAPLAN/MARTEL/STRÖMBERG, 273 ff.

² So insbesondere im Muster-Series A Shareholders Agreement der SECA (im Folgenden "SECA-SHA"), aufgeschaltet auf www.seca.ch.

unter den Gesellschaftern dagegen relativ marginal.^{3,4} Rechte, die das Gesellschaftsrecht nicht kennt, können vertraglich vereinbart werden, und selbst die meisten zwingenden (aber nicht unentziehbaren) Gesellschafterrechte können vertraglich übersteuert oder umgestaltet werden.

Eine der nachfolgend vorgenommenen Vereinfachungen besteht in der Beschränkung auf die Interessen von Finanzinvestoren einerseits und Managementaktionären andererseits (Ziffer II.), weil diese Aufteilung ebenso grundlegend ist ("Kapital" und "Arbeit"), wie komplex ("Principal-Agent", "Informationsasymmetrien" etc.).

Im Folgenden werden die typischen Grundinteressen dieser beiden Gruppen aus ihren Wertschöpfungsquellen hergeleitet (Ziffer III.) und sodann einzelne weitere Kristallisationspunkte für Interessengegensätze im Zusammenhang mit Venture Capital und Private Equity Finanzierungen aufgeführt (Ziffer IV.). Nach einer einfachen, nur der Einführung und Orientierung dienenden Beschreibung von Beispielen typischer Vertragsklauseln (Ziffer V.), wird in der Folge aufgezeigt, welche Funktionen einzelne Vertragsklauseln in Bezug auf die typischen Interessen erfüllen können (Ziffer VI.).

Die Gesellschaft, an der sich die Venture Capital oder Private Equity Investoren beteiligen, wird im Folgenden als Zielgesellschaft bezeichnet, die Dauer, während der die Finanzinvestoren beteiligt sind, als Projekt.

II. Interessengruppen

Beim Einstieg eines Investors in eine Zielgesellschaft besteht vor allem hinsichtlich der Bewertung der Zielgesellschaft ein Interessengegensatz zwischen dem Investor und den bisherigen Aktionären. Nach dem Einstieg bilden die Aktionäre im Grundsatz eine Interessengemeinschaft mit Bezug auf eine möglichst starke Wertsteigerung und künftige hohe Bewertung der Zielgesellschaft. Es bestehen aber auch dann noch zusätzliche, unterschiedliche

³ Relevant ist das Gesellschaftsrecht dagegen bei der rechtlichen Umsetzung und Durchsetzung der vertraglich vereinbarten Inhalte und von zentraler Bedeutung ist das Gesellschaftsrecht für den Schutz von (schutzwürdigen) Interessen Dritter.

⁴ Der Bezug zur und die Einbettung in gesellschaftsrechtliche Gestaltungsebenen wird vorliegend deshalb grundsätzlich ausgeklammert.

Interessen, weshalb sich im Aktionariat einer Zielgesellschaft, mit einigen Vereinfachungen, vor allem die folgenden Interessengruppen unterscheiden lassen:

Investoren: Zur Gruppe der Investoren gehören vor allem die Finanzinvestoren. Vereinfacht ausgedrückt sind dies Investoren, die Eigenkapital der Zielgesellschaft von Beginn weg mit dem Ziel erwerben, diese Beteiligung in absehbarer Zukunft wieder zu veräussern und damit einen Gewinn zu erzielen. Während Finanzinvestoren bei Venture Capital Investitionen selten die Aktienmehrheit erwerben,⁵ wird bei Private Equity finanzierten Gesellschaften die Mehrheit der Aktien meistens von einem oder mehreren Finanzinvestoren gehalten. Strategische Investoren verfolgen (neben direkten, finanziellen Gewinnen) mit ihrer Beteiligung auch das Ziel einer Weiterentwicklung ihrer übrigen Aktivitäten. So investieren etwa Technologiekonzerne in Technologie-Start-ups in der Hoffnung, dass sich daraus neue Produkte oder Dienstleistungen ergeben, die der Konzern alsdann auf breiter Basis herstellen bzw. erbringen und vermarkten kann.

Managementaktionäre: Managementaktionäre sind einerseits im Top-Management der Zielgesellschaft tätig, andererseits werden sie auch massgeblich am Eigenkapital beteiligt. Eines der wichtigsten Elemente der Governance-Struktur der mit Venture Capital und Private Equity finanzierten Gesellschaften ist diese Beteiligung der Manager am Eigenkapital der Gesellschaft. Damit soll eine möglichst grosse Übereinstimmung der Interessen der Manager und der Geldgeber erreicht werden.⁶ Neben dem Top-Management können auch die weiteren Mitarbeiter am Eigenkapital der Zielgesellschaft beteiligt werden (insbesondere im Rahmen eines Employee Share and Option Programs, ESOP).

Gründer: Als Gründer werden hier die weiteren Aktionäre bezeichnet, die zum Zeitpunkt des Einstiegs eines Investors bereits Aktionäre der Zielgesellschaft sind. Es sind dies vor allem die Ideengeber und die Manager der ersten Stunde(n) sowie private Geldgeber, namentlich Business Angels oder Personen, die als "Friends, Family and Fools" zusammengefasst werden können. Diese Gruppe spiegelt in sich die Aufteilung in Finanzinvestoren

⁵ Vgl. dazu KAPLAN/MARTEL/STRÖMBERG, 277 f.

⁶ Dazu vor allem JENSEN/MECKLIN, 305 ff. Vgl. auch KAPLAN/STRÖMBERG (2009), 130 sowie den Überblick bei WRIGHT/AMESS/WEIR/GIRMA, 359 ff.

und Manager vor dem Einstieg von diesen wider, weshalb nachfolgend nur vereinzelt auf diese Gruppe Bezug genommen wird.

Im Folgenden wird vor allem auf die Interessen der Finanzinvestoren und der Managementaktionäre eingegangen.

III. Wertschöpfungsquellen

Bei Gesellschaften, die mit Venture Capital oder Private Equity finanziert werden, besteht eine gemeinsame, zentrale Wertschöpfungsquelle der Finanzinvestoren und der Managementaktionäre: Die *Beteiligung am Eigenkapital* und damit Wertschöpfung durch Steigerung der Bewertung der Zielgesellschaft und Realisierung dieses Werts durch Verkauf der Zielgesellschaft an einen Dritten. Weil die Manager ebenfalls massgeblich am Eigenkapital beteiligt sind, ist dieser Beteiligungsgewinn auch für die Manager eine wichtige (zusätzliche) Wertschöpfungsquelle.

Damit besteht in einem wesentlichen Punkt Interessengleichlauf zwischen Investoren und Managern.

Bei *Finanzinvestoren* ist die Gewinnerzielung durch Beteiligungsverkauf begriffsdefinierend. Die Realisierung des Gewinns erfolgt erst am Ende des Projekts mit dem Ausstieg ("Exit"), während fortlaufende Gewinnzahlungen (insbesondere Dividenden) während der Dauer des Projekts in der Regel fehlen. Als zusätzliche Wertschöpfungsquelle zu nennen ist die *Reputation*, beispielsweise mit Bezug auf die Fähigkeit des Investors, geeignete Zielgesellschaften zu identifizieren ("Screening") und sodann nachhaltig zu entwickeln. Die Reputation spielt vor allem eine Rolle für die Beschaffung der Finanzmittel der Finanzinvestoren ("Fundraising") und um Zugang zu attraktiven Investitionsgelegenheiten zu erhalten.

Bei der Ausgestaltung der Venture Capital und Private Equity Finanzierungsverträge ist zu beachten, dass auf Seiten der *Managementaktionäre* neben der Eigenkapitalbeteiligung weitere wesentliche Wertschöpfungsquellen bestehen, die dazu führen, dass die Interessen der Manager nicht immer im Gleichklang zu den Interessen der übrigen Aktionäre, und insbesondere der Finanzinvestoren liegen.

Namentlich beziehen Manager für ihre Tätigkeit auch ein *Salär*. Sowohl die Auszahlung des Salärs als auch die Gegenleistung der Manager in Form

ihrer Arbeitsleistung wird über die Dauer des Projekts fortlaufend erbracht. Das Grundsalar ist zudem unabhängig vom Erfolg geschuldet. Ein darüber hinausgehender Bonus ist erfolgsabhängig und wird regelmässig bereits während des Projekts laufend ausbezahlt. Anders als die Finanzinvestoren verfügen die Managementaktionäre somit über eine wesentliche Wertschöpfungsquelle, die auch während der Dauer des Projekts sprudelt.

Die Tätigkeit der Manager in der Geschäftsleitung von Start-up Gesellschaften ist zusätzlich mit verschiedenen, nicht direkt monetären Wertschöpfungsquellen verbunden.⁷ Beispielsweise ist die Lernkurve bei dieser Tätigkeit oft sehr steil und der damit gewonnene *Know-how Zuwachs* und Erfahrungsschatz gross. Diese Erfahrung macht die Manager auf dem Arbeitsmarkt interessanter und wertvoller. Auch die Gestaltungsfreiheit und das Prestige, CEO einer eigenständigen Gesellschaft zu sein, können als Wertschöpfungsquelle bezeichnet werden.

IV. Weitere Kristallisationspunkte

Es gibt neben den genannten Wertschöpfungsquellen auch weitere Kristallisationspunkte, die zu Interessengegensätzen zwischen Finanzinvestoren und Managern führen können.

1. Lock-in

Ein Lock-in kann entstehen, wenn eine Vorleistung erbracht wurde: Soweit von der Gegenpartei oder einem Dritten beeinflussbare rechtliche oder faktische Unsicherheiten über den Erhalt der Gegenleistung bestehen, gibt es auch eine Abhängigkeit von der Gegenpartei oder dem Dritten.⁸

Finanzinvestoren erbringen ihre Leistung in der Form der Finanzierung immer am Anfang des Projekts, während sie ihre Gegenleistung in der Form von Beteiligungsgewinn immer erst am Ende des Projekts, mit dem Verkauf der Zielgesellschaft im Rahmen des Ausstiegs ("Exit") erhalten. Während der Dauer des Projekts ist die Beteiligung grundsätzlich illiquid und der Aus-

⁷ Vgl. GOMPERS, 1465 f.; v. SALIS, N 64 ff.

⁸ Vgl. RICHTER/FURUBOTN, 279; v. SALIS, N 68 ff.

stieg ist nicht wie bei Beteiligungen an Publikumsgesellschaften kurzfristig möglich. Auf Seiten der Venture Capital und Private Equity Finanzinvestoren besteht somit ein erheblicher Lock-in.

Bei den *Managern* ist die Interessenlage hinsichtlich der Frage eines Lock-in um einiges vielfältiger. Zwar besteht bezüglich ihrer Eigenkapitalbeteiligung auch ein Lock-in, nicht aber mit Bezug auf ihre übrigen Wertschöpfungsquellen. Manager erhalten auch während der Dauer des Projekts fortlaufend Gegenleistungen, namentlich in der Form von Salär, Boni, Know-how Zuwachs und Genuss immaterieller Werte.

Die Manager erbringen zudem ihre Gegenleistung nicht vollumfänglich am Anfang des Projekts, sondern in Form von Arbeit über die ganze Dauer des Projekts verteilt. Dies lässt ihnen die Möglichkeit offen, den Arbeitgeber verhältnismässig kurzfristig zu wechseln und ihre Arbeit bei einer anderen Gesellschaft einzubringen. Auch wenn ein solcher Wechsel nicht immer kostenlos möglich ist, erlaubt er einem Manager doch die Minimierung seiner Kosten, wenn sich das Projekt nicht erwartungsgemäss entwickelt.

2. Projektabbruch

Mit der Frage des Lock-in hängt auch die Möglichkeit eines Projektabbruchs und die Interessenlage der Beteiligten hinsichtlich eines solchen Szenarios zusammen.

Für *Finanzinvestoren* ist ein Projekt entweder top oder flop. Bei einer Venture Capital und auch bei einer Private Equity Investition, die sich zwar nicht negativ, aber auch nicht richtig positiv entwickelt, stellt sich beim Investor bald einmal die Frage, ob er dieses Projekt nicht lieber abrechnen will, statt es über längere Zeit, womöglich noch mit weiteren Finanzspritzen, durchzuführen.

Im Unterschied dazu können solche mittelmässigen Gesellschaften ("Limbo-Gesellschaften") für *Manager* durchaus auch ihren mittel- oder längerfristigen Nutzen haben.⁹ Auch in einer Situation, in der die grosse Gewinnbeteiligung eines Managers nicht mehr sehr realistisch erscheint und auch die Grösse der Boni sich in Grenzen hält, können die übrigen Wertschöpfungs-

⁹ SAHLMAN, 506 f.; GOMPERS, 1465 f.; DENT, 1043.

quellen wie Salär, Know-how Zuwachs sowie Prestige durchaus weiter attraktiv bleiben.

V. Kurzprofil einzelner Vertragsklauseln

1. Vorzugsrechte

Finanzielle Vorzugsrechte gewähren dem Berechtigten grössere Vermögensrechte, als es seinem proportionalen Anteil am Aktienkapital der Zielgesellschaft entspricht.¹⁰ Der Gewinn aus einer Beteiligung lässt sich durch Verkauf der Aktien, durch Dividendenausschüttung und durch Verteilung des Erlöses bei einer Liquidation realisieren.¹¹ Dementsprechend beziehen sich Gewinnvorzugsrechte auf diese drei Elemente, wobei faktisch die Verteilung des Verkaufserlöses beim Verkauf der Aktien im Vordergrund steht.

Das Verhältnis zwischen Vorzugsrechten ("preferred stock") und übrigen Vermögensrechten ("common stock") ist auf verschiedenste Weise gestaltbar.¹² Beispielsweise können die Finanzinvestoren vorab einen bestimmten (meistens am Investitionsbetrag gemessenen) Betrag erhalten, wobei sie nach dessen Auszahlung vom Restbetrag einen weiteren Anteil erhalten, der ihrer Beteiligungshöhe entspricht (unlimitiertes Vorzugsrecht; "double dip"). Bei als Mindestrechten ausgestalteten Vorzugsrechten ("fully-capped" bzw. "catch-up") ist dagegen die Reihenfolge der Zahlungen entscheidend: der Vorzugsberechtigte erhält als erstes seinen Mindestbetrag, dann erhalten alle übrigen Aktionäre einen verhältnismässig gleich hohen Betrag (und holen somit den "Vorsprung" des Berechtigten teilweise oder vollständig ein), und

¹⁰ SECA-SHA, Clause 11. Vgl. dazu v. SALIS, N 648 ff. sowie N 720 ff; FRICK, N 1145 ff., sowie GERICKE, Ziffer III.

¹¹ Vorzugsrechte sind ein klassisches Beispiel für den Vorrang des Vertragsrechts gegenüber dem Gesellschaftsrecht, denn diese drei Elemente bilden eine wirtschaftliche Einheit, aber die Verteilung des Verkaufserlöses lässt sich nur vertraglich regeln.

¹² Vgl. dazu v. SALIS, N 507, sowie GERICKE, Ziffer III./2.

anschliessend werden vom Restbetrag verhältnismässig gleiche Anteile an alle Aktionäre ausgerichtet.¹³

2. Mitverkaufspflicht ("Drag Along", "Co-Sale Obligation")

Die Mitverkaufspflicht¹⁴ ermöglicht einem Aktionär (dem Berechtigten), der seine Aktien verkauft, dem Erwerber auch weitere Aktien der übrigen Aktionäre (den Verpflichteten) anzubieten.¹⁵ Dies kann sich entweder auf den proportional gleichen Anteil der Aktien beziehen¹⁶ oder auch auf alle Aktien¹⁷.

Für die Funktionen dieser Vertragsklausel ist die Festlegung der Schwelle für die Auslösung der Pflicht, Aktien mitzuverkaufen, entscheidend. Die Grundkonstellation ist die Auslösung der Verkaufspflicht durch Verkauf seitens des oder der Berechtigten eines bestimmten Prozentsatzes der Aktien der Zielgesellschaft. Alternativ – bzw. allenfalls kombiniert – kann auch darauf abgestellt werden, dass eine Anzahl von Vertretern verschiedener Interessengruppen ihre Aktien verkaufen.¹⁸

Die Auslöseschwelle kann sich sodann auf der Zeitachse verändern, beispielsweise indem die Anforderungen an eine Auslösung der Verkaufspflicht im Laufe der Jahre sinken.

Für private Aktiengesellschaften sieht das Gesellschaftsrecht keine der Mitverkaufspflicht entsprechenden Rechte vor. Einzige Ausnahme eines vergleichbaren Rechts ist die börsenrechtliche Kraftloserklärung der restlichen

¹³ Z.B. der Finanzinvestor mit 40% der Aktien erhält zuerst CHF 20 Mio., dann erhalten die übrigen Aktionäre die nächsten CHF 30 Mio. und vom Überschuss erhält jeder einen Anteil gemäss seiner Aktienbeteiligung (d.h. 40% der Finanzinvestor, 60% die übrigen); ab einem Verkaufserlös in der Höhe von CHF 50 Mio. besteht somit kein Vorzugsrecht des Finanzinvestors.

¹⁴ Siehe SECA-SHA, Clause 14.5.

¹⁵ Vgl. dazu v. SALIS, N 1205 ff., sowie FRICK, N 1207 ff und KÜHNI, Ziffer VII.

¹⁶ Z.B. wenn der Berechtigte 30% seiner Aktien veräussert, muss der Verpflichtete ebenfalls 30% seiner Aktien verkaufen.

¹⁷ Z.B. wenn der Berechtigte mehr als 50% seiner Aktien (oder 50% aller Aktien) veräussert, muss der Verpflichtete alle seine Aktien verkaufen.

¹⁸ Z.B. die Mehrheit der Investoren plus ein Managementaktionär.

Beteiligungspapiere nach Art. 33 BEHG im Rahmen eines Going Private (börsenrechtlicher Squeeze-Out).¹⁹

3. Mitverkaufsrecht ("Tag Along", "Co-Sale Right")

Das Gegenstück zur Mitverkaufspflicht ist das Mitverkaufsrecht.²⁰

Ein Mitverkaufsrecht ermöglicht es einem Aktionär, seine Aktien ebenfalls zu veräussern, wenn andere Aktionäre ihre Aktien veräussern.²¹

Auslöser des Rechts, Aktien mitzuverkaufen, ist der Verkauf von Aktien durch den Verpflichteten. Der Berechtigte darf in der Regel denselben Prozentsatz seiner Aktien verkaufen, wie der Verpflichtete. Denkbar ist auch, dem Berechtigten die Möglichkeit des Verkaufs aller seiner Aktien einzuräumen, sodass dieser vollständig aussteigen darf, auch wenn der Verpflichtete Aktionär bleibt.

Für private Aktiengesellschaften sieht das Gesellschaftsrecht keine dem Mitverkaufsrecht entsprechenden Rechte vor. Bei Publikumsgesellschaften ist hingegen die Angebotspflicht gemäss Art. 32 BEHG eine der wichtigsten Regelungen des Börsenrechts.

4. Vorhand- und Vorkaufsrechte ("Right of First Refusal", "Pre-Emptive Right")

Vorhand- und Vorkaufsrechte kommen zur Anwendung, wenn ein Aktionär sich freiwillig entschlossen hat, Aktien zu verkaufen. Mit Vorhand- und Vorkaufsrechten können die übrigen Aktionäre sicherstellen, dass sie die Aktien erwerben können, bevor ein Dritter die Aktien erwerben kann.

Bei *Vorhandrechten*²² muss der verkaufswillige Aktionär bestimmte Hürden überwinden, bevor er seine Aktien an einen Dritten verkaufen darf.²³ Mögli-

¹⁹ Anders gelagert ist ein Squeeze-Out nach Art. 18 Abs. 5 FusG, vgl. dazu v. SALIS, Fusionsgesetz, Zürich 08/2004, fusionsgesetz.ch, Ziffer II. 16.6.

²⁰ Siehe SECA-SHA, Clause 14.4.

²¹ Vgl. dazu v. SALIS, N 1151 ff., sowie FRICK, N 1234 ff., und KÜHNI, Ziffer VI.

²² Siehe SECA-SHA, Clause 14.3.

²³ Vgl. dazu v. SALIS, N 1006 ff., sowie FRICK, N 1089 ff., und KÜHNI, Ziffer V.

che Hürden sind etwa eine Pflicht zur Verhandlung mit dem Berechtigten, Fehlen eines Kaufangebots des Berechtigten zum Preis des Dritten oder zu einem gemäss Preisformel festgesetzten Preis oder auch die Pflicht, ein einseitig verbindliches Angebot an den Berechtigten (wiederum zum Preis des Dritten oder gemäss Preisformelpreis) zu machen. Zudem kann vereinbart werden, dass unter bestimmten Bedingungen ein einseitiges Kaufrecht des Berechtigten entsteht. Die Möglichkeiten der Ausgestaltung von Vorhandrechten sind sehr zahlreich und müssen jeweils auf die konkreten Bedürfnisse der Parteien zugeschnitten werden.

Während Vorhandrechte vor dem Abschluss eines Vertrags zwischen dem Verpflichteten und einem Dritten einsetzen, bedeutet ein *Vorkaufsrecht*, dass der verkaufswillige Aktionär zwar einen Vertrag mit einem Dritten über die Veräusserung der Aktien abschliessen darf, dieser Vertrag aber die Bedingung enthalten muss, dass der Verkauf erst in Kraft tritt, wenn die anderen Aktionäre oder sonstigen Berechtigten ihre Vorkaufsrechte nicht ausgeübt haben.²⁴

5. Kaufsrechte ("Call Optionen")

Bei einfachen Call Optionen wird vereinbart, dass eine Partei einseitig das Recht hat, durch Abgabe einer Willenserklärung Aktien der Zielgesellschaft von der anderen Partei zu erwerben.²⁵ Die Call Option entspricht einem Kaufvertrag über die Aktien, mit der entscheidenden Besonderheit der Zeitverschiebung, nach der es einseitig dem Berechtigten überlassen wird, ob er den Kaufvertrag in einem grundsätzlich von ihm gewählten Zeitpunkt in der Zukunft in Kraft treten lassen will.

Entscheidend für die Funktion von Call Optionen sind die Ereignisse, die eine Ausübung des Kaufsrechts erlauben, sowie die Preisformel für die Festlegung des Kaufpreises. Auslösendes Ereignis für Kaufsrechte an den Aktien von Managern kann namentlich die Beendigung des Arbeitsvertrages mit der Zielgesellschaft sein, wobei dies oft mit verschiedenen Kaufpreisen für

²⁴ Vgl. dazu v. SALIS, N 1046 ff., sowie FRICK, N 1117 ff., und KÜHNI, Ziffer V.

²⁵ Siehe SECA-SHA, Clause 14.6. Vgl. dazu v. SALIS, N 1086 ff., sowie FRICK, N 1136 ff., und KÜHNI, Ziffer VIII.

"Good Leavers" und "Bad Leavers" kombiniert wird. Weitere Auslöser sind beispielsweise Pensionierung, Tod, Konkurs und Vertragsverletzungen.

VI. Vertragsklauseln und Interessenschutz

1. Finanzinvestoren

Aus der Sicht eines Finanzinvestors stehen typischerweise die folgenden Vertragsklauseln im Vordergrund:

a) Vorzugsrechte

aa) Hauptfunktionen

Vorzugsrechte verstärken den Anreiz der (finanziell hintangestellten) Managementaktionäre, die Bewertung der Gesellschaft zu steigern, weil sie erst nach Abgeltung der Vorzugsrechte und somit erst bei (noch) höheren Bewertungen auch einen Anteil am Gewinn erhalten. Mit Vorzugsrechten zugunsten der Finanzinvestoren kann die Beteiligung der Managementaktionäre am Eigenkapital wirtschaftlich im Wesentlichen als eine Call Option auf den Gewinn der Gesellschaft betrachtet werden²⁶: Da die Managementaktionäre regelmässig Stammaktien der Zielgesellschaft halten, die gegenüber den Vorzugsaktien der Investoren nachrangig sind, haben die Managementaktionäre einen ähnlichen Hebeleffekt, wie er durch eine Call Option erreicht wird. Durch die Vorzugsrechte werden zuerst die Investoren am Gewinn beteiligt, während für die nicht vorzugsberechtigten Managementaktionäre der Zeitpunkt, in dem ihre Eigenkapitalanteile werthaltig werden, weiter nach hinten rückt.

Die Schaffung dieses Anreizsystems ist die Hauptfunktion von Vorzugsrechten ("to enlarge the pie"). Zu beachten ist aber, dass die Managementaktionäre durch diese Aufteilung aber auch Anreize erhalten können, (sehr oder eben zu) hohe Risiken einzugehen, weil sie einerseits im schlechten Fall immer noch ihre (konkursrechtlich privilegierten) Salärforderungen haben,

²⁶ Vgl. GOMPERS, 1465; v. SALIS, N 60.

während sie andererseits von einem durchschlagenden Erfolg proportional am meisten profitieren.

Der Gewährung von Vorzugsrechten kommt auch starke Signalwirkung zu ("signalling effect"), weil die Manager mit dem Zugeständnis der Vorzugsrechte ihren Glauben zum Ausdruck bringen, die in Aussicht gestellten Ziele so zu erreichen, dass auch ihnen ein Gewinn zukommt.²⁷ Vorzugsrechte dienen somit dem Abbau von Informationsasymmetrien zwischen den Finanzinvestoren und den Managern, insbesondere hinsichtlich Fähigkeiten der Manager, Absichten des Managements ("hold-up") und Moral Hazard.²⁸

Nicht lineare Vorzugsrechte, vor allem als Mindestrechte ("fully-capped", "catch-up") ausgestaltete, verstärken diese Funktionen.

Vorzugsrechte haben sodann auch eine Funktion mit Bezug auf einen Projektabbruch. Im (unerfreulichen) Falle eines Projektabbruchs stehen die (allfälligen) verbleibenden Werte aufgrund eines Liquidationsvorzugsrechts vorwiegend dem vorzugsberechtigten Finanzinvestor zu. Dies kann die finanziellen Folgen des Projektabbruchs allenfalls lindern, und gibt dem Finanzinvestor mehr Spielraum bei der Frage, zu welchem Zeitpunkt ein Projektabbruch erfolgen soll.

bb) Gewichtung von Kapital und Arbeit

Vorzugsrechte dienen selbstverständlich auch dem naheliegenden Zweck, bei der Gewinnverteilung den Finanzinvestoren einen grösseren Anteil am Kuchen zu geben; neben dem Punkt, dass die Finanzinvestoren die gesamte Finanzierung aufbringen, aber nicht das gesamte Aktienkapital erhalten, gibt es auf dieser Ebene entsprechend zahlreiche finanztechnische Begründungen, die letztlich aber lediglich die Frage der relativen Gewichtung von Kapital zu Arbeit widerspiegeln.

Aufgrund der finanziellen Vorzugsrechte ergibt sich gesamthaft betrachtet bei Venture Capital und Private Equity Finanzierungen die folgende Ge-

²⁷ v. SALIS, N 745 f. Vgl. allgemein zum Signalling-Ansatz SPENCE, 355 ff. (Arbeitnehmer signalisieren durch höhere Ausbildung glaubwürdig ihre Produktivität, weil bessere Arbeitnehmer einfacher eine gute Ausbildung erreichen können) sowie die Hinweise bei v. SALIS, N 29.

²⁸ Vgl. HOLMSTROM, 74 ff.

winnverteilung unter den Parteien: 1. Salär an die Manager, 2. erfolgsabhängige (meist umfangmässig nicht allzu hohe) Boni an die Manager, 3. Kapitalrückzahlung an die Kapitalgeber (entsprechend dem Vorzugsrecht in der Höhe des einmaligen Investitionsbetrags), 4. Kapitalgewinn (soweit das Vorzugsrecht den Investitionsbetrag übersteigt) (meistens gemessen an einer Verzinsung des Kapitals) und 5. Verteilung des "überschüssigen" Gewinns unter den Kapitalgebern und Managementaktionären. Im Vergleich dazu erhalten bei Publikumsgesellschaften die Manager oft unter der 2. Position zusätzlich die Gewinnbeteiligung, die sie bei Venture Capital und Private Equity erst an der 5. Stelle – und vor allem erst nach Honorierung der 4. Position zugunsten der Kapitalgeber – erhalten.

b) Mitverkaufspflicht

Die *Mitverkaufspflicht* erlaubt dem Mehrheitsaktionär, im Rahmen eines Ausstiegs aus seiner Investition ("Exit"), einem Käufer nicht nur seine eigenen Aktien, sondern auch Aktien der Minderheitsaktionäre und insbesondere alle Aktien der Zielgesellschaft zu veräussern.

aa) Trade Sale ermöglichen

Der Berechtigte kann mit der Verpflichtung der übrigen Aktionäre zum Mitverkauf einem Käufer ermöglichen, 100% der Aktien der Zielgesellschaft zu erwerben; dies ist vor allem für strategische Käufer wichtig ("Trade Sale"), da es die anschliessende volle Integration der Zielgesellschaft in den Konzern des Käufers erlaubt. In den Fällen, in denen ein Drittinvestor nur entweder alle oder keine Aktien der Zielgesellschaft erwerben will, eröffnet die Mitverkaufspflicht dem Berechtigten zusätzliche Ausstiegsmöglichkeiten. Die Bedeutung dieser Ausstiegsvariante und damit der Mitverkaufspflicht steht in Relation zur Frage, welche anderen Ausstiegsmöglichkeiten offen stehen, namentlich zur Möglichkeit eines Ausstiegs im Rahmen eines Börsenganges ("IPO")²⁹ oder auch in der Form eines Verkaufs an andere Finanzinvestoren ("Secondary Sale").

²⁹ Vgl. KAPLAN/STRÖMBERG (2009), 131 f.; KAPLAN/LERNER, 44 f.

Die Mitverkaufspflicht ist für Finanzinvestoren besonders wichtig,³⁰ weil der Ausstieg das ultimative Ziel ihrer Investition ist und die Mitverkaufspflicht der übrigen Aktionäre mehr Exit-Möglichkeiten schafft sowie die Verkaufbarkeit der Gesellschaft erleichtert. Mit der Mitverkaufspflicht wird somit der Lock-in der Finanzinvestoren gemildert. Dies gilt sowohl für den Erfolgsfall, aber auch für den Fall eines Projektabbruchs, wenn sich die Gesellschaft nicht genügend gut entwickelt. Beim Letzteren ist der Interessengegensatz zwischen Finanzinvestoren und Managementaktionären allenfalls ausgeprägt, wenn die Manager aufgrund ihrer anderen Wertschöpfungsquellen (Salär etc.) als diejenige der Eigenkapitalbeteiligung eine Weiterführung der Zielgesellschaft als unabhängige Gesellschaft bevorzugen.³¹

Auf Seiten der Mitverkaufsverpflichteten, also der Minderheitsaktionäre, bedeutet die Pflicht einen Zwang, ihre Beteiligung an der Zielgesellschaft gegen ihren Willen zu beenden. Diese Beendigung realisiert zwar den erzielten Gewinn und beendet das mit der Beteiligung verbundene Risiko; aber sie beendet auch die Chance, an künftigem Gewinn der Zielgesellschaft teilzunehmen, sowie die aktienrechtlichen Mitwirkungsrechte beim Arbeitgeber. Für Manager kann der Verkauf zudem faktisch weitere Folgen haben, insbesondere den Verlust oder eine materielle Verschlechterung ihrer Arbeitsstelle und der damit verbundenen Vorteile.

Am Beispiel der Wünschbarkeit eines konkreten Trade Sale zeigt sich, wie die verschiedenen Wertschöpfungsquellen der Finanzinvestoren und der Managementaktionäre zu unterschiedlichen Interessen dieser beiden Gruppen führen können und dass diese Unterschiede eine vertragliche Regelung in den Finanzierungsverträgen erfordern.

Das Recht, andere Aktionäre zum Verkauf zu zwingen, kann auch verhindern, dass ein Minderheitsaktionär seine Aktionärsstellung zur Obstruktion missbraucht und dadurch nicht gerechtfertigte Kosten verursacht ("nuisance value"). Ein Dritter ist deshalb oft bereit, einen höheren Preis zu zahlen, wenn er alle Aktien erwerben kann; insbesondere die letzte Aktie ist am "teuersten" und die Mitverkaufspflicht verhindert, dass einzelne Aktionäre

³⁰ Vgl. zur Häufigkeit der Vereinbarung einer Mitverkaufspflicht TREZZINI, 280.

³¹ Vgl. BROUGHMAN/FRIED, 379 f.; TREZZINI, 283.

durch opportunistisches Verhalten individuelle Vorteile erlangen ("hold up").³²

bb) Schutz der Minderheitsaktionäre

Der wesentlichste Schutz der Minderheitsaktionäre vor einer missbräuchlichen Ausübung der Mitverkaufsrechte besteht in der Schicksalsgemeinschaft aller Verkäufer hinsichtlich des Verkaufspreises für die Aktien. Wenn der Mehrheitsaktionär bereit ist, seine Aktien zum mit dem Dritten ausgehandelten Preis zu veräußern, darf davon ausgegangen werden, dass dieser Preis auch für die übrigen Aktionäre fair ist. Kritisch sind in diesem Zusammenhang deshalb finanzielle Vorzugsrechte der Finanzinvestoren und Berechtigten aus der Mitverkaufspflicht gegenüber den Verpflichteten.³³ Je nach Ausgestaltung der Vorzugsrechte kann der Fall eintreten, in dem die Finanzinvestoren einen genügend hohen Verkaufserlös erzielen, während die Managementaktionäre praktisch leer ausgehen. Ein Mindestpreis zugunsten der Verpflichteten als Voraussetzung für die Ausübung der Mitverkaufspflicht kann hier einen Schutz vor Missbrauch bieten, andererseits aber die Hauptfunktion der Mitverkaufspflicht untergraben. Auch die Pflicht zur Preisermittlung mittels Auktionsverfahrens kann sich zum Schutz der Minderheitsaktionäre auswirken, erhöht aber die Komplexität des Verfahrens und auch die Transaktionskosten.

Ein zusätzlicher Schutz der Verpflichteten kann durch eine angemessene Schwelle für die Auslösung der Mitverkaufspflicht erreicht werden, namentlich indem ein Quorum der nicht bevorzugten Aktionäre zustimmen muss.

Zu beachten ist auch, dass rechtliche und faktische Durchsetzbarkeit der Mitverkaufspflicht nicht zwingend deckungsgleich sind. Ein Verkauf der Zielgesellschaft gegen den Willen aller Manager ist weder preismaximierend noch für den Finanzinvestor reputationsfördernd.

³² Vgl. TREZZINI, 283.

³³ Immerhin sind diese bei Venture Capital Finanzierungen in Europa weniger häufig und umfangreich, als in den USA, vgl. KAPLAN/MARTEL/STRÖMBERG, Table 2.

cc) *Regeln zum IPO*

Venture Capital und Private Equity Finanzierungsverträge können auch Regelungen betreffend die Durchführung eines IPO vorsehen.³⁴ Der Regelungsaufwand bei frühen Finanzierungsrunden steht allerdings oft in einem kritischen Verhältnis zur Wahrscheinlichkeit der späteren Anwendung solcher Regeln, und dies umso mehr, wenn diese mit derjenigen der rechtlichen Durchsetzbarkeit solcher Regelungen multipliziert wird.

c) *Veräußerungsverbot, Vorhand- und Vorkaufsrechte*

Die optimale *Kontrolle über die Zusammensetzung des Aktionariats* hat ein Mehrheitsaktionär, wenn er den übrigen Aktionären verbietet, Aktien ohne seine vorgängige Zustimmung zu veräußern (*Veräußerungsverbot*).³⁵ Ein solches Veräußerungsverbot ist einerseits für den Mehrheitsaktionär im Gegensatz zu Vorhand- und Vorkaufsrechten mit keinen direkten Kosten verbunden, andererseits für die Verpflichteten sehr einschneidend.

Vorhand- und Vorkaufsrechte gehen in dieselbe Richtung wie ein Veräußerungsverbot, wenn auch in weniger ausgeprägter Form. Sie sind Verkaufsverbote mit einem Notventil. Dem einzelnen Aktionär wird hier die rechtliche Möglichkeit, seine Aktien zu verkaufen, grundsätzlich offen gelassen; der berechtigte Mehrheitsaktionär hat aber insofern die Kontrolle, als dass er die Aktien des verkaufswilligen Minderheitsaktionärs an sich ziehen kann.

Für die inhaltliche Regelung dieser Klauseln bestehen vielfältige Möglichkeiten. Vor allem können sie so ausgestaltet werden, dass ein Verkauf zwar rechtlich zulässig, faktisch aber ohne Zustimmung des Mehrheitsaktionärs kaum möglich ist.

Vor allem wirken sich Vorhand- und Vorkaufsrechte negativ auf die Bereitschaft eines Dritten aus, überhaupt ein verbindliches Angebot für den Kauf von Aktien abzugeben: Ein Käufer muss in der Regel einen teils erheblichen Aufwand tätigen (neben dem internen Evaluationsaufwand fallen hier insbesondere die Kosten für die Due Diligence ins Gewicht), bevor er sich zum Kauf der Aktien verpflichten kann und will. Die Existenz der Vorhand- oder

³⁴ Siehe z.B. SECA-SHA, Clause 13.3 und 13.4.

³⁵ Vgl. dazu v. SALIS, N 958 ff.; KÜHNI, Ziffer IV.

Vorkaufsrechte bedeutet aber, dass nach Abschluss aller Verhandlungen und der finalen Vereinbarung der Konditionen der Berechtigte in Ausübung seiner Rechte die Aktien erwerben kann, während der Kaufinteressent leer ausgeht und seinen Aufwand vergeblich auf sich genommen hat.

Ein Dritter sieht sich auch dem Dilemma ausgesetzt, dass bei einem günstigen Preis der Vorkaufs- bzw. Vorhandberechtigte die Aktien an sich zieht, während beim Verzicht des vorkaufs- bzw. vorhandberechtigten Insiders der nun tatsächlich erwerbende Dritte den Verdacht haben muss, dass der von ihm bezahlte Preis zu hoch ist.

Vorhand- und Vorkaufsrechte erlauben somit dem Berechtigten, die Möglichkeiten zum Verkauf seitens des Verpflichteten zu beschränken (weil ein Dritter sich gar nicht auf einen Kaufprozess einlassen will) oder für diesen zumindest zu verteuern.

Ein Element der Vorhand- und Vorkaufsrechte ist die Bestimmung des *Preises*, zu dem der Mehrheitsaktionär die Aktien erwerben darf. Dies kann entweder der vom Dritten gebotene Preis sein (unlimitiertes Vorhand- oder Vorkaufsrecht) oder ein nach einer Preisformel, unabhängig vom Drittpreis bestimmter Preis (limitiertes Vorhand- oder Vorkaufsrecht). Im letzteren Fall haben Vorhand- und Vorkaufsrechte auch einen Einfluss auf die Gewinnverteilung unter den Parteien, namentlich indem ein tiefer Preis den Berechtigten begünstigt.

Ein wesentlicher Unterschied von Vorhand- und Vorkaufsrechten zum Verkaufsverbot liegt darin, dass der aus einem Vorhand- oder Vorkaufsrecht Berechtigte die Kontrolle über das Aktionariat in letzter Instanz nur ausüben kann, indem er die Aktien selber erwirbt und die damit verbundenen Kosten und Risiken auf sich nimmt.

Neben der Verhinderung des Erwerbs von Aktien durch einen Dritten, können Vorhand- und Vorkaufsrechte auch dazu dienen, *Machtverschiebungen* im bestehenden Aktionariat *zu verhindern*. Indem jeder verbleibende Aktionär berechtigt ist, proportional zu seiner Beteiligungshöhe Aktien eines veräussernden Aktionärs zu erwerben, kann jener verhindern, dass sich die Mehrheitsverhältnisse zu seinen Ungunsten verändern; allerdings kann je nach Ausgestaltung der Quoren ein proportionales Kaufsrecht auch dazu führen, dass ein Aktionär eine entscheidende Schwelle (z.B. 50% aller Aktien) überschreiten kann.

Verkaufsverbote, Vorhand- und Vorkaufsrechte begründen oder verstärken den *Lock-in der Verpflichteten*. Aus diesem Grund werden sie in der Regel den Managern auferlegt, da deren Lock-in im Vergleich zu demjenigen der Finanzinvestoren sonst geringer ist. Durch Begründung bzw. Verstärkung eines Lock-in der Manager und die Verhinderung individueller Verkäufe wird ein Interessengleichlauf gefördert, indem das Interesse aller Aktionäre an einem gemeinsamen Exit verstärkt wird.

d) *Kaufsrechte ("Call Optionen")*

Kaufsrechte sind vor allem mit Bezug auf den Kauf der Aktien der Manager durch die Investoren relevant. Managementaktionäre sind parallel Gesellschafter und Arbeitnehmer. Das Arbeitsverhältnis ist dabei jederzeit auf wenige Monate kündbar (vgl. Art. 334 ff. OR). Kaufsrechte, die durch die Beendigung des Arbeitsvertrages ausübbar werden, erlauben dem Mehrheitsaktionär, eine weitere Beteiligung des ausscheidenden Managementaktionärs am zukünftigen Gewinn der Zielgesellschaft zu vermeiden. Sie dienen dadurch dazu, beim Ausstieg des Managers dessen Wertschöpfungsquelle Eigenkapitalbeteiligung zu schliessen.

Kaufsrechte sind somit auch Teil eines wichtigen Steuerungsinstruments der Investoren, wenn sich die Anforderungen des Projekts an den Manager im Verhältnis zu seinen Fähigkeiten nicht richtig entwickeln.³⁶ Die vom ausscheidenden Manager erworbenen Aktien können alsdann für die Eigenkapitalbeteiligung des Nachfolgers verwendet werden.

Die Auslösung des Kaufsrechts durch Konkurs und Tod dient der Steuerung des Aktionärskreises, weil es einfacher ist, die Aktien an sich zu ziehen, statt sich mit Konkursmassen oder Erbgemeinschaften auseinander zu setzen. Sie haben hier die gleiche Funktion wie Vorhand- und Vorkaufsrechte (vgl. dazu oben Ziffer V. 4.).

Die Preisformel entscheidet darüber, wieviel der bisher erzielten Wertsteigerung dem Manager ausbezahlt wird. Tiefe Preise, namentlich für den Fall dass der Manager seinerseits den Arbeitsvertrag kündigt (typischer "Bad Leaver"-Fall), wirken als Hemmschwelle gegen einen Ausstieg des Managers und dagegen, dass der Manager das erworbene Know-how einer ande-

³⁶ Vgl. KAPLAN/LERNER, 37.

ren Gesellschaft zukommen lässt. Wird der Preis in Abhängigkeit der Zeit erhöht, ergibt sich der gleiche Effekt wie bei einem Vesting von Aktien- oder Optionszuteilungen.

Da Kaufsrechte nur einseitig zugunsten des Berechtigten ausgestaltet sind, bleibt es diesem freigestellt, ob er die Aktien wieder unter seine Kontrolle bringen will oder ob er sie beim ausscheidenden Manager belässt.

e) Konkurrenzverbot

Mit einem nachvertraglichen Konkurrenzverbot (siehe Art. 340 ff. OR) wird verhindert, dass ein Manager sein bei der Zielgesellschaft erworbenes Know-how unmittelbar bei einem Konkurrenten einbringt, wobei idealerweise die Konkurrenzverbotsdauer mit der Halbwertszeit der firmenspezifischen Geschäftsgeheimnisse übereinstimmt.

Konkurrenzverbote erschweren den Zugang der Manager zu alternativen Konkurrenzengagements oder machen einen solchen Ausstieg eines Managers zumindest teurer. Sie setzen den Managern dadurch einen Anreiz, bei der Zielgesellschaft zu verbleiben.³⁷ Die Situation der Manager gleicht sich damit dem Lock-in an, dem die Finanzinvestoren ausgesetzt sind. Konkurrenzverbote schützen deshalb vor allem die Interessen der Finanzinvestoren und auch der Gesellschaft.

f) Sitz im Verwaltungsrat

Minderheitsaktionäre, die nicht Managementaktionäre sind, können sich mit dem Recht, einen Verwaltungsrat zu nominieren, einerseits Mitsprachemöglichkeiten auf der Ebene Aufsicht und Management sichern, und sich andererseits einen direkten Zugang zu Informationen verschaffen. Dieses Recht ist somit vor allem Venture Capital Investoren, Co-Investoren und Gründern ein Anliegen.

³⁷ Vgl. KAPLAN/STRÖMBERG (2003), 282.

Das Recht auf Ernennung eines Mitglieds des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft verwirklicht ferner einen Proporz bei der Zusammensetzung des Verwaltungsrats. Aktienrechtlich besteht kein solcher Anspruch.³⁸

Typischerweise steht dieses Recht in Abhängigkeit zur konkreten Beteiligungshöhe des Berechtigten.

g) Informationsrechte

Informationsrechte sind für Aktionäre relevant, die weder die Aktienmehrheit halten, noch Managementaktionäre oder Verwaltungsratsmitglieder sind, also wiederum vor allem Venture Capital Investoren, Co-Investoren und Gründer.

In den Finanzierungsverträgen können Minderheitsaktionären Rechte auf aussagekräftige Informationen gewährt werden, weil ihnen im Gegenzug umfassende vertragliche Geheimhaltungspflichten auferlegt werden. Informationen sind die Grundlage für eine Überwachung der Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft und für die Ausübung der Rechte als Aktionäre. Das Informationsbedürfnis und damit der Umfang der Informationsrechte sind in der Regel nicht von der konkreten Beteiligungshöhe abhängig.

2. Managementaktionäre und Minderheitsaktionäre

Für Managementaktionäre und Minderheitsaktionäre sind bei Venture Capital oder Private Equity Finanzierungsverträgen typischerweise folgende Vertragsklauseln wichtig:

a) Mitverkaufsrecht

Der oft wichtigste und wirksamste Schutz der Minderheitsaktionäre, einschliesslich der Managementaktionäre, gegenüber Finanzinvestoren ist das Recht, gleichzeitig mit dem Finanzinvestor ihre Aktien verkaufen zu dür-

³⁸ Einzige vergleichbare Ausnahme ist das Recht jeder Aktienkategorie auf Wahl eines Verwaltungsratsmitglieds, Art. 709 OR.

fen.³⁹ Das Mitverkaufsrecht sichert die Gleichbehandlung bezüglich der Verkaufsmöglichkeit. Ob auch in preislicher Hinsicht Gleichbehandlung besteht, ist eine Frage der Regelung allfälliger finanzieller Vorzugsrechte der Finanzinvestoren, und hat einen wesentlichen Einfluss auf die Wirksamkeit des Mitverkaufsrechts.

Das Mitverkaufsrecht kommt zum Zug, wenn grössere Aktienpakete veräussert werden und der Mitverkaufsrechtige verhindern will, dass er Aktionär bleibt, obwohl ihm der neu entstehende Aktionärskreis, insbesondere hinsichtlich Personen oder Beteiligungsverhältnisse, nicht zusagt. Dies ist vor allem im Zusammenhang mit einem Verkauf an einen strategischen Investor ("Trade Sale") relevant. Ein strategischer Investor hat – anders als Finanzinvestoren – grundsätzlich keinen festen Zeithorizont für seine Beteiligung, während insbesondere Manager als Minderheitsaktionäre nicht auf "alle Ewigkeit" beteiligt bleiben wollen. Da Manager in der Regel keine Put Option für den Fall der Auflösung ihres Arbeitsverhältnisses erhalten, kann dem Mitverkaufsrecht die Funktion der "letzten Ausfahrt" vor einer langen Strecke zukommen.

Das Mitverkaufsrecht bewirkt auf Seiten des Verpflichteten, also in der Regel des Mehrheitsaktionärs, eine Reduktion der Anzahl Ausstiegsmöglichkeiten, indem in den Fällen, in denen ein Käufer nicht alle Aktien erwerben will, die Anzahl Aktien, die der Mehrheitsaktionär verkaufen kann, zugunsten der berechtigten Minderheitsaktionäre vermindert wird. Das Mitverkaufsrecht verstärkt somit den Lock-in auf Seiten des Verpflichteten. Die Stärke dieses Effekts hängt wesentlich davon ab, ob und inwiefern es für den Verpflichteten berechenbar ist, wie viele Aktien insgesamt verkauft werden.

Das Gegenteil kann mit einer *Verkaufspriorität* ausbedungen werden, also mit einer Vertragsklausel, wonach einem Aktionär das Recht eingeräumt wird, seine Aktien einem Käufer zuerst anbieten zu dürfen.⁴⁰ Die übrigen Aktionäre dürfen hier ihre Aktien nur verkaufen, soweit der Käufer mehr Aktien erwirbt, als ihm der Berechtigte verkaufen will oder kann. Eine Verkaufspriorität des Mehrheitsaktionärs schliesst somit ein Mitverkaufsrecht der Minderheitsaktionäre aus.

³⁹ Vgl. zur Häufigkeit der Vereinbarung eines Mitverkaufsrechts (allerdings zugunsten von Finanzinvestoren) TREZZINI, 285.

⁴⁰ Vgl. dazu v. SALIS, N 1169 ff.

In den meisten Venture Capital und Private Equity Finanzierungsverträgen werden Mitverkaufsrechte zusammen mit ihrem Gegenstück in der Form von Mitverkaufspflichten vereinbart. Sie führen dazu, dass die Minderheitsaktionäre immer mitverkaufen, es sei denn beide Seiten – Mehrheitsaktionär und Minderheitsaktionär – sind sich einig, dass der Minderheitsaktionär nicht verkauft, wobei diese Einigkeit durch Nichtausübung der jeweiligen Rechte zum Ausdruck gebracht wird. Es liegt somit eine Umkehr des Standardfalls "Nichtverkaufen" in "Mitverkaufen" vor. Immerhin können die jeweiligen Auslöser dieser beiden Rechte verschieden festgelegt werden, sodass die Rechte nicht immer parallel zueinander bestehen.

b) *Quoren*

aa) *In der Generalversammlung*

Qualifizierte Zustimmungserfordernisse in der Generalversammlung sind ein klassisches Instrument des Minderheitenschutzes (vgl. Art. 704 OR). Das Erfordernis der Zustimmung eines Minderheitsaktionärs erlaubt diesem, missbräuchliche oder für ihn nachteilige Beschlüsse zu verhindern. Sperrminoritäten ermöglichen einem Minderheitsaktionär aber auch, Beschlüsse ohne sachliche Gründe zu blockieren. Diese Blockademöglichkeit widerspricht den Interessen des Mehrheitsaktionärs, der vor allem positive, gestaltende Entscheide herbeiführen möchte.

Die Abstimmung der Quoren auf die konkreten Beteiligungsverhältnisse muss versuchen, die richtige Linie zwischen Minderheitenschutz und Verhinderung von Blockaden zu finden. Dabei ist auch zu berücksichtigen, dass Quoren die Wahrscheinlichkeit einer positiven Beschlussfassung vermindern und insofern nicht im Interesse der Gesellschaft liegen. Dies gilt namentlich für Vetorechte.

Besonders zu beachten ist auch, dass Quoren von der konkreten Beteiligungshöhe einer Partei abhängen, die sich über die Dauer des Projekts verändern kann, und dass dieser Dynamik bei der Vertragsgestaltung bereits am Anfang des Projekts Rechnung getragen werden muss.

bb) Im Verwaltungsrat

Gleiches gilt auch für Quoren für die Beschlussfassung im Verwaltungsrat, wobei hier das Interesse der Gesellschaft an der Fassung positiver Beschlüsse besonders stark zu gewichten ist. Einstimmigkeitserfordernisse (Vetorecht für alle) und Vetorechte einzelner sind deshalb kritisch zu hinterfragen und dürfen nicht zur Dysfunktion des Organs Verwaltungsrat führen.

Die Wahl unabhängiger Verwaltungsräte kann einen Ausgleich der Interessen der Aktionäre ermöglichen und die Entscheidungsfähigkeit der Gesellschaft und damit die Wahrung der Interessen der Gesellschaft fördern.

c) Verkaufsrecht ("Put Option")

Eine Put Option räumt dem Berechtigten das Recht ein, seine Aktien zu einem grundsätzlich von ihm bestimmten Zeitpunkt zu verkaufen, sofern er dies zu den im Voraus festgesetzten Konditionen will.⁴¹ Die Ausübbarkeit des Verkaufsrechts kann zusätzlich den Eintritt bestimmter Ereignisse (zum Beispiel das Erreichen bestimmter Geschäftsziele) voraussetzen.

Ein einseitiges Recht, seine Aktien an einen anderen Aktionär zu verkaufen, gewährt dem Minderheitsaktionär eine exklusive Ausstiegsmöglichkeit aus seiner Beteiligung und vermindert somit die Illiquidität seiner Beteiligung. Damit wird auch ein Lock-in des Berechtigten überwunden. Eine Put Option gibt dem Berechtigten eine Wertgarantie und gewährt insofern auch einen Schutz vor missbräuchlicher Wertverminderung seiner Beteiligung.

Die konkrete Wirksamkeit dieser Funktionen der Put Option hängt elementar von der Preisformel für die Berechnung des Verkaufspreises ab. Ein fairer oder hoher Preis stärkt diese Wirkungen, während ein tiefer Preis die Wirkungen reduzieren oder gar aufheben kann.

Für den Verpflichteten birgt die Gewährung von Put Optionen grosse finanzielle Risiken, weshalb solche Pflichten nur selten und nur unter besonderen Umständen eingegangen werden.

⁴¹ Vgl. dazu v. SALIS, N 1109, und KÜHNI, Ziffer IX.

VII. Schlussbemerkungen

Der Interessengleichlauf zwischen Investoren und Managern wird bei mit Venture Capital und Private Equity finanzierten Gesellschaften durch eine massgebliche Beteiligung der Manager am Eigenkapital wesentlich gefördert. In Ergänzung dazu können die Finanzierungsverträge für eine Verfeinerung des Ausgleichs der verschiedenen Interessen der beteiligten Parteien sorgen.

Für einen Investor stehen dabei neben Vorzugsrechten vor allem Rechte im Zusammenhang mit der Veräusserung der Aktien im Vordergrund, namentlich die Mitverkaufspflicht, Veräusserungsbeschränkungen und Kaufsrechte. Für Investoren mit Minderheitsbeteiligungen sind zudem ein Sitz im Verwaltungsrat und Informationsrechte wichtig. Managementaktionäre und Minderheitsaktionäre brauchen vor allem den Schutz durch ein Mitverkaufsrecht und allenfalls durch qualifizierte Beschlussquoren.

Jede Vertragsklausel kann Funktionen mit Bezug auf die Förderung und den Schutz bestimmter Interessen erfüllen. Die Wirksamkeit der Funktionen einer Vertragsklausel hängt allerdings wesentlich von deren konkreten Ausgestaltung ab sowie auch von anderen Vertragsklauseln und vor allem vom Zusammenspiel der verschiedenen Klauseln. Eine Vertragsklausel kann beispielsweise zwar ein Recht gewähren, dessen Ausübung aber praktisch (zu) umständlich machen, oder eine Vertragsklausel kann sich so auswirken, dass eine andere (gar) nicht zur Anwendung kommen oder nicht einseitig durchgesetzt werden kann.⁴² Auch zahlreiche weitere, äussere Umstände können eine Rolle spielen (z.B. Finanzmittel oder Persönlichkeitsprofil). Bei der Vertragsgestaltung ist es deshalb wichtig, das richtige Funktionieren aller Vertragsklauseln im Auge zu behalten und die jeweiligen Interessen über alle relevanten Vertragsklauseln hinweg konsistent zu schützen.

⁴² Vgl. etwa BROUGHMAN/FRIED, 377 ff. (zum Zusammenspiel zwischen Vorzugsrechten und Mitverkaufspflicht).

Literatur

BROUGHMAN, BRIAN/FRIED, JESSE, Renegotiation of Cash Flow Rights in the Sale of VC-Backed Firms, *Journal of Financial Economics* 95 / 2010, 384-399

DENT, GEORGE W., Venture Capital and the Future of Corporate Finance, *Washington University Law Quarterly* 1992, 1029-1085

FRICK, JÜRIG, Private Equity im Schweizer Recht, *SSHW 272*, Diss. Zürich 2008

GERICKE, DIETER, Vorzugsrechte des Venture Capital-Investors, in: *Private Equity*, Gericke, Dieter (Hrsg.), Zürich 2011, 101-146

GOMPERS, PAUL A., Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital, *Journal of Finance* 1995, 1461-1489

GRONER, ROGER R., *Private Equity – Recht*, Bern 2007

HOLMSTROM, BENGT, Moral Hazard and Observability, *The Bell Journal of Economics* 10 / 1979, 74-91

JENSEN, MICHAEL C./MECKLING, WILLIAM H., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 1976, 305-360

KAPLAN, STEVEN N./LERNER, JOSH, It Ain't Broke: The Past, Present, and Future of Venture Capital, *Journal of Applied Corporate Finance* 2010, 36-47

KAPLAN, STEVEN N./STRÖMBERG, PER, Financial Contracting Theory Meets the Real World: Evidence from Venture Capital Contracts, *Review of Economic Studies* 70 / 2003, 281-315

KAPLAN, STEVEN N./MARTEL, FREDERIC/STRÖMBERG, PER, How Do Legal Differences and Experience Affect Financial Contracts?, *Journal of Financial Intermediation* 16 / 2007, 273-311

KAPLAN, STEVEN N./STRÖMBERG, PER, Leveraged Buyouts and Private Equity, *Journal of Economic Perspectives* 23 / 2009, 121-146

KÜHNI, BEAT, Exitregelungen in Venture Capital / Private Equity Finanzierungen – Ausgestaltung, Durchsetzung und Schranken, in: *Private Equity*, Gericke, Dieter (Hrsg.), Zürich 2011, 147-230

- RICHTER, RUDOLF/FURUBOTN, EIRIK, Neue Institutionenökonomik, 3. A. Tübingen 2003
- SAHLMAN, WILLIAM A., The Structure and Governance of Venture-Capital Organisations, *Journal of Financial Economics* 1990, 473-521
- VON SALIS, ULYSSES, Private Equity Finanzierungsverträge, Funktion, Recht, Steuern, Zürich 2002
- SPENCE, MICHAEL, Job Market Signalling, *Quarterly Journal of Economics* 1973, 355-374
- TREZZINI, LORENZO, Finanzierungsstrukturierung von Venture Capital, Diss. Zürich/St. Gallen 2005
- TRIPPEL, MICHAEL, Mitwirkungsrechte von Investoren, in: Private Equity, Gericke, Dieter (Hrsg.), Zürich 2011, 67-100
- WRIGHT, MIKE/AMESS, KEVIN/WEIR, CHARLIE/GIRMA, SOURAFEL, Private Equity and Corporate Governance: Retrospect and Prospect, *Corporate Governance: An International Review*, 2009, 353-375
- WEBER, MARTIN, Rechtsprobleme bei Private Equity-Transaktionen in: Rolf H. Weber (Hrsg.), *Neuere Entwicklungen im Kapitalmarktrecht*, Zürich 2000, 21 ff.