



works

Newsletter Startups und Wachstumsfinanzierung Issue 3|2020

Die Themen dieses Newsletters:

1. [Vesting – Auch für Gründer eine gute Idee](#)
2. [Chancen und Risiken einer Milestone-Finanzierung](#)
3. [Die Regulatory Sandbox kommt \(endlich\)](#)
4. [Direct market plus Listing als Alternative für Wachstumsunternehmen](#)

1. Vesting – Auch für Gründer eine gute Idee

Im Zuge von Finanzierungsrunden ist der Verbleib des Gründerteams im Unternehmen üblicherweise unabdingbare Voraussetzung. Der/Die Gründer als wesentliche(r) Know-How Träger ist/sind für den Erfolg des Startups ja ganz entscheidend. Zu diesem Zweck werden in aller Regel (bei den Gründern nicht sonderlich beliebte) Vesting-Bestimmungen vorgesehen: Scheidet ein Mitglied des Gründungsteams während eines bestimmten Zeitraums nach dem Investment aus, hat es seinen Geschäftsanteil (ganz oder teilweise) abzugeben, wobei der Preis für die Übertragung je nach Grund des Ausscheidens höher oder niedriger sein kann.

Was auf den ersten Blick nach möglicher Zwangsenteignung aussieht, ist bei genauerem Hinsehen nur logisch: Wenn eine Partei Geld zur Verfügung stellt, die andere dagegen ihre Arbeitskraft, muss es Rechtsfolgen geben, wenn die Arbeitskraft nicht über die vereinbarte Zeit zur Verfügung steht. In Wahrheit ist es vielmehr ratsam, Vesting-Bestimmungen im Fall von mehreren Gründern bereits bei der Gesellschaftsgründung vorzusehen. Hier bündeln nämlich zunächst mehrere Leute (häufig nur) ihre Arbeitskraft und bekommen dafür die vereinbarte Beteiligung an der Gesellschaft. Kommt es nun zu Streit im Gründerteam oder arbeitet ein Gründer aus anderen Gründen nicht weiter im vereinbarten Ausmaß an der Weiterentwicklung des Unternehmens mit, brauchen die anderen Gründer eine Handhabe, ihn auch aus der Gesellschafterstellung zu entfernen. Sie brauchen nämlich häufig den Geschäftsanteil, weil die Kompetenz des ausscheidenden Gründers durch eine neu eintretende Person ersetzt werden muss. Und auch wenn nicht, wäre es mehr als unbefriedigend, wenn der Gründer trotz Ausstiegs noch am Erlös einer allenfalls erfolgreichen Exit-Transaktion uneingeschränkt partizipieren kann, obwohl er für die weitere Entwicklung nichts mehr beiträgt. Und mangels Vesting-Bestimmungen gäbe es dagegen kaum eine Handhabe.

Vesting Klauseln im Detail

Konkret ist Vesting ein Mechanismus der üblicherweise so funktioniert: Es wird eine Vesting-Periode von zwei bis fünf Jahren vorgesehen. Scheidet der Gründer vor dessen Ablauf als Ge-



works

schäftsführer aus dem Unternehmen aus, verpflichtet sich dieser seinen gesamten Geschäftsanteil oder einen Teil davon an die Mitgründer zu übertragen. In monatlichen oder quartalsweisen Schritten „vestet“ sein Anteil, d.h er wächst ihm endgültig zu. Technisch räumt der jeweilige Gründer den anderen dazu eine Call-Option ein, welche bei seinem Ausscheiden einseitig angenommen werden kann.

Haben sich die Vertragsparteien auf die Aufnahme einer Vesting Klausel dem Grunde nach geeinigt, müssen zwei wesentliche Details geregelt werden, nämlich: Welchen Teil des Geschäftsanteils muss der aussteigende Gründer abgeben und zu welchem Preis. Hierbei hat sich in der Venture Capital-Vertragspraxis eine Unterteilung je nach Ausstiegsgrund etabliert. Diese sieht üblicherweise wie folgt aus:

- „*Good Leaver*“: Ausscheiden aus persönlichen unverschuldeten Gründen wie Tod, Erwerbs- oder Berufsunfähigkeit, Kündigung aus wichtigem Grund, welche der Gründer nicht zu vertreten hat. Der Preis, den der Good Leaver für die abzutretenden Teile seines Geschäftsanteils erhält, entspricht üblicherweise dem Verkehrswert.
- „*Bad Leaver*“: Beendigung der Geschäftsführertätigkeit des Gründers aus einem von ihm verschuldeten wichtigen Grund (etwa Pflichtverletzungen) oder der Rücktritt ohne wichtigen Grund. Der Preis, den der Bad Leaver für den abzutretenden Teil seines Geschäftsanteils erhält, entspricht nach bisheriger Praxis häufig dem niedrigen von Nominale und anteiligem Buchwert.

Das Interesse des Gründers eine angemessene Vergütung für die geleistete Aufbauarbeit auch im Falle seines Ausstiegs zu erhalten, ist diametral zu den Interessen der Mitgründer am vollständigen und günstigen Erwerb des Geschäftsanteils. Gesellschafts- und arbeitsrechtliche Schranken sind bei Festlegung des Sanktionsmechanismus jedenfalls zu beachten. In jüngerer Zeit äußern sich auch zunehmend die Höchstgerichte zur Höhe des Abtretungspreises. Während der deutsche Bundesgerichtshof bereits eine Abfindung unter dem anteiligen Buchwert als unzulässig befunden hat, verweist der Oberste Gerichtshof in diesem Zusammenhang auf die allgemeinen zivilrechtlichen Grenzen der Sittenwidrigkeit nach § 879 ABGB und der *laesio enormis* nach § 934 ABGB. Die Abfindung zum bloßen Nominalwert könnte demnach auch nach unserem Höchstgericht im Einzelfall unzulässig sein. In Zukunft wird daher bei Festsetzung des Abtretungspreises auf ein einigermaßen angemessenes Abfindungsverhältnis auch bei Vorliegen eines Bad Leaver-Ereignisses zu achten sein. Letztlich gebietet soeben Dargestelltes besondere Sorgfalt und auf eine klare und rechtssichere Formulierung der Vesting Regelung sollte unbedingt geachtet werden.

Stefanie Ringhofer



works

2. Chancen und Risiken einer Milestone-Finanzierung

Im Zuge von Finanzierungsrunden streben Startups in der Regel danach, das gesamte Investment sofort zu bekommen. Demgegenüber sichert sich der Venture-Capital-Investor gern (soweit bei einer solchen Art von Investments überhaupt möglich) gegen Risiken ab. Eine solche Möglichkeit ist, dass das Investment nicht auf einmal zu leisten ist, sondern in Teilbereichen je nach Fortschritt des Unternehmens. Hierzu werden zwischen Unternehmen und Investor sogenannte Milestones vereinbart. Dabei handelt es sich um Vertragsbedingungen, von deren Erreichen weitere Finanzierungen bzw. Finanzierungsrunden abhängig gemacht werden. Sie konkretisieren die einzelnen Entwicklungsschritte des Unternehmens und können dabei entweder finanzwirtschaftlich bzw. marktgerichtet sein, indem zB ein gewisser Umsatz in einer bestimmten Zeit erzielt werden muss oder sie können sich auf technische Aspekte konzentrieren zB die Fertigstellung eines gewissen Produkts.

Bei der Milestone-Finanzierung wird also vom Investment immer nur so viel an das Startup gezahlt, wie es zum Erreichen des nächsten Milestone bzw. der nächsten Entwicklungsphase benötigt. Ein Ungleichgewicht entsteht hier dadurch, dass der Investor dennoch idR schon zu Beginn seine volle Beteiligungsquote erhält, das Investment aber – wie soeben beschrieben – nicht in voller Höhe sofort leistet. Das birgt für das Startup zunächst das Risiko, dass der Investor später nicht zahlt oder nicht zahlen kann (Ausfallsrisiko). Zentrale Gefahr ist aber das Verpassen von Milestones. Diesfalls muss der Investor nicht nur nicht mehr leisten, sondern das Unternehmen trägt oft auch einen Imageschaden davon. Milestone-Finanzierungen reizen das Unternehmen also darauf hin an, die Milestones zu erreichen, wodurch Flexibilität verloren geht und andere für die Fortentwicklung wichtige Aspekte des Unternehmens oft vollkommen vernachlässigt werden.

Und nicht zuletzt sind Milestones auch potenzielle Streitquellen. Wählt man diesen Weg ist es jedenfalls unabdingbar, die Milestones so präzise, widerspruchsfrei und objektiv genau bestimmbar in einem Vertrag festzuhalten wie irgend möglich. Kommt es dennoch zu zwischen den Parteien unlösbaren Differenzen, sollte eine unabhängige Instanz im Vertrag bestimmt sein, welche über Eintritt oder Nichteintritt des Milestone entscheidet. Infrage kommen Wirtschaftsprüfer oder sonstige Sachverständige oder in bestimmten Konstellationen auch der Aufsichtsrat.

Bei all den oben genannten Problemen und Bedenken der Milestone-Finanzierung, wurde doch in der Praxis festgestellt, dass Unternehmen eine erhöhte Disziplin bei der Unternehmensführung an den Tag legen, um die Milestones möglichst effektiv zu erreichen. Dies kommt letztlich auch dem Startup selbst und dessen Gründern zugute. Und der Investor profitiert natürlich, weil ihm sein Kapital länger zur Verfügung steht und er seinen ausgehenden Cashflow besser staffeln kann. Zudem bietet die Milestone-Finanzierung für den Investor die Chance eine nachträgliche Bewertungs-



works

korrektur vorzunehmen und somit für seinen bereits erhaltenen Geschäftsanteil weniger zu zahlen, als ursprünglich vereinbart war.

Valentina Treichl

3. Die Regulatory Sandbox kommt (endlich)

Erstmals wird es in Österreich eine Regulatory Sandbox bei der FMA geben. Damit können ausgewählte FinTechs unter den Augen der FMA ihr Geschäftsmodell sozusagen in der Sandkiste ausprobieren. In der Regulatory Sandbox kann ein in Entwicklung befindliches, innovatives Geschäftsmodell unter Einhaltung aller einschlägigen Aufsichtsgesetze unter Marktbedingungen getestet werden.

Die Regulatory Sandbox fand sich bereits im schwarz-blauen Regierungsprogramm 2017. Aufgrund der politischen Wirren (Stichwort „Ibiza“ und „Expertenregierung“) lag sie dann aber einige Zeit auf Eis. Bis die Regierungsvorlage dafür in der 20. Sitzung des Ministerrats am 27. Mai 2020 (einigermaßen überraschend) plötzlich beschlossen wurde.

Umgesetzt wird die Regulatory Sandbox im § 23a Finanzmarktaufsichtsbehördengesetz (FMABG). § 23a FMABG wird mit 01.09.2020 in Kraft treten.

Die Aufnahme in die Sandbox ist bei der FMA zu beantragen. Sie steht Unternehmen zur Erprobung von Geschäftsmodellen offen, die Finanzdienstleistungen im Zusammenhang mit den FMA-Aufsichtsgesetzen erbringen. Die Aufnahme in die Sandbox ist an mehr oder weniger bestimmte, kumulative Voraussetzungen bezüglich des Sandboxgeschäftsmodells geknüpft (vgl den Wortlaut in § 23a Abs 2 FMABG neu):

1. Eine Beurteilung des auf Informations- und Kommunikationstechnologie basierenden Geschäftsmodells als zu beaufsichtigende Tätigkeit ist denkbar oder bereits Beaufsichtigte stellen den Antrag etwa mit einem nicht beaufsichtigten Unternehmen.
2. Die Ausführung erfordert eine aufsichtsrechtliche Beurteilung der hierfür zuständigen FMA hinsichtlich ihrer Aufsichtsgesetze. Die angestrebte Tätigkeit liegt insbesondere auf Grund erhöhten Innovationswertes im volkswirtschaftlichen Interesse an einem innovativen Finanzplatz und lässt keine Gefährdung der Finanzmarktstabilität erwarten.
3. Es muss Testreife vorliegen und es dürfen nur noch aufsichtsrechtliche Voraussetzungen abzuklären sein.
4. Es muss zu erwarten sein, dass die Marktreife durch die Sandbox-Aufnahme beschleunigt wird.



works

5. Es muss zu erwarten sein, dass offene aufsichtsrechtliche Fragen in der Sandbox abgeklärt werden können.

Die Voraussetzungen müssen vom Antragsteller der FMA vermittelt werden (Geschäftspläne, Erklärung über Testreihe etc). Bei manchem Erfordernis, etwa dem „volkswirtschaftlichen Interesse an einem innovativen Finanzplatz“, wird das schwer möglich sein und es darf behördenseitig kein zu strenger Maßstab angelegt werden (sonst wird kaum ein FinTech in der Sandkiste spielen).

Ähnliches gilt für die Vorgabe „keine Gefährdung der Finanzmarktstabilität oder des Verbraucherschutzes“. Die Gesetzesmaterialien stellen zumindest klar, dass ein allgemeines unternehmerisches Risiko nicht für eine erwartbare Gefährdung ausreichen kann. Mangels gegenteiliger Indizien hat die Aufsicht hier mE davon auszugehen, dass keine Gefährdung vorliegt (ein umfassender „Negativbeweis“ lässt sich hier nämlich schlicht nicht erbringen).

Über die Teilnahme in der Sandbox entscheidet die FMA mit Bescheid. Der beim BMF einzurichtende ehrenamtliche und zur Verschwiegenheit verpflichtete „Regulatory Sandbox Beirat“ hat hinsichtlich der Beurteilung gewisser Voraussetzungen (Vorliegen des volkswirtschaftlichen Interesses aus gesamtwirtschaftlicher und standortpolitischer Sicht, Test- und Marktreife) gegenüber der FMA eine Stellungnahme abzugeben.

Die Aufnahme in die Regulatory Sandbox führt dazu, dass die FMA auf Antrag eine beschränkte Konzession, Genehmigung, Zulassung oder Registrierung nach ihren Aufsichtsgesetzen für Tätigkeiten mit Bescheid erteilen kann. Es soll dadurch sichergestellt werden, dass es zu keiner Herabsetzung der aufsichtsrechtlichen Anforderungen kommt. Gleichzeitig mit der beschränkten Berechtigung hat die FMA Bedingungen für eine Testphase einschließlich geeigneter Testparameter und messbarer Ziele zur Bewertung der Umsetzung des Sandboxgeschäftsmodells zu gestalten. Dadurch kann der Sandbox-Teilnehmer seine Tätigkeit am Markt auf Basis der FMA-Vorgaben testen.

Eine Beendigung der Teilnahme an der Sandbox kann jederzeit sowohl von Amts wegen als auch auf Antrag des Teilnehmers vorgenommen werden. Generell ist die Teilnahme an der Sandbox auf höchstens zwei Jahre zu befristen.

Die Regulatory Sandbox ist zu begrüßen, da sie technologieoffen Unternehmen die Möglichkeit bietet, in einem geschützten Entwicklungsrahmen ihr Geschäftsmodell zu testen. Im besten Fall wird ein Anreiz für Unternehmen geschaffen den Schritt auf einen beaufsichtigten Markt zu machen und sich sodann mit Unterstützung der FMA dort auch zu etablieren. Die Aufsicht hat bereits mit der Kontaktstelle FinTech gezeigt, dass sie bereit ist, innovativen Unternehmen Hilfestellungen zu geben. Daher trägt die Regulatory Sandbox, die sich der Bund immerhin EUR 500.000 kosten lässt, (weiter) dazu bei einen attraktiven Standort für innovative Finanzunternehmen zu schaffen.



works

Anträge bei der FMA können ab September eingebracht werden. Aufgrund der geschilderten möglichen Schwierigkeiten beim Nachweis der Aufnahmevoraussetzungen empfiehlt sich aber eine möglichst fundierte rechtliche Vorbereitung des Antrags. So muss der Antrag etwa bereits die konkreten aufsichtsrechtlichen Fragen, deren Klärung im Rahmen der Sandbox zu erwarten ist, angeben. Gerne stehen wir Ihnen bei Ihren Überlegungen oder ganz konkret der Vorbereitung Ihres Antrags zur Verfügung.

Sebastian Sieder

4. Direct market plus Listing als Alternative für Wachstumsunternehmen

Seit eineinhalb Jahren steht auch österreichischen Gesellschaften der Weg in das Vienna MTF, den früheren Dritten Markt der Wiener Börse, wieder offen. Die Börse hat anlässlich der Wiedereröffnung Anfang 2019 das Marktsegment *direct market plus* eingeführt. Einige Unternehmen haben den Schritt dorthin schon gewagt, einige weitere stehen in den Startlöchern. Nachstehend finden Sie einen Überblick, zu den Vorteilen eines Listings.

Die Börse ist bekanntlich eine Handelsplattform. Daran knüpft auch der größte Vorteil eines Listings an: Die Eigentümer des Unternehmens haben die Möglichkeit, ihre Aktien zu verkaufen. Das bedeutet umgekehrt freilich, dass man zum einen für das Listing eine Aktiengesellschaft sein muss (was häufig eine Umwandlung/Umgründung erfordert) und dass zum anderen mit dem Listing zumindest eine gewisse Öffnung des Eigentümerkreises einhergeht.

Gegen die freie Veräußerbarkeit von großen Aktienpaketen kann man aber freilich rechtlich vorgehen: Die Altaktionäre können sich etwa in einem Syndikatsvertrag gegenseitige Vorkaufs- und Aufgriffsrechte einräumen. Was den Streubesitz betrifft ist aber aus rechtlicher Sicht festzuhalten, dass weder das Übernahmegesetz noch die börsenrechtliche Beteiligungspublizität für *direct market plus*-Emittenten gelten. Emittenten mit großem Streubesitz merken daher nicht zwingend, wenn (allenfalls auch feindliche) Übernehmer größere Positionen aufbauen.

Was hier als Nachteil empfunden werden mag, ist insgesamt ein großer Vorteil: Es gelten nämlich auch weite Teile der sonstigen Regulierung für „echt“ börsennotierte Unternehmen nicht. Man braucht etwa keine IFRS-Abschlüsse, keine nichtfinanzielle Berichterstattung, keine elektronische Berichterstattung, keine Vergütungspolitiken und Vergütungsberichte und noch nicht einmal einen Corporate Governance Bericht. Von wenigen Vorgaben der Wiener Börse selbst (Bericht zum Halbjahr, Finanzkalender) abgesehen gilt lediglich die EU-Marktmisbrauchsverordnung (Verbot von Insiderhandel und Marktmanipulation, Ad-hoc-Pflicht, Insiderlisten, Directors' Dealings, Handelsverbote). Die Vorgaben der Marktmisbrauchsverordnung genau zu kennen und einzuhalten ist



works

zwar wichtig, bei einmaligem durchdachtem Set-up ist dies aber ohne überzogenem Aufwand bewältigbar (siehe dazu auch unser Beratungsprodukt [Emittenten-Compliance](#)).

Auch der Weg in den direct market plus ist verhältnismäßig leicht. Die einmalige Einbeziehungsgebühr ist mit EUR 5.000 relativ gering und die Einbeziehung setzt auch nicht zwingend einen Kapitalmarktprospekt voraus. Man braucht als Beilage zum Einbeziehungsantrag lediglich ein Informationsmemorandum, seinen Jahresabschluss, einen aktuellen Firmenbuchauszug und die Satzung.

Es macht in vielen Fällen Sinn den Gang in den direct market plus mit Eigenkapitalbeschaffung zu verbinden (der verbesserte Zugang zu Eigenkapital wird auch tatsächlich als einer der zentralen Vorteile eines Listings ins Treffen geführt). Bei Kapitalerhöhungen bis zu einem Volumen von EUR 5 Mio kann man dabei auf einen vereinfachten Prospekt zurückgreifen, der im Vergleich zum „echten“ Kapitalmarktprospekt deutlich reduzierten inhaltlichen Anforderungen unterliegt und das erwähnte Informationsmemorandum ersetzt (zu unserem Angebot für Erstemittenten siehe auch [hier](#)). Bis EUR 2 Millionen Angebotsvolumen kann man seit einiger Zeit gar gänzlich ohne Prospekt unter dem Alternativfinanzierungsgesetz anbieten, und zwar lediglich mit einem Informationsblatt. Für kleinere öffentliche Angebote gibt es zudem auch Dienstleister mit Zugang zu Investoren (siehe <https://www.rocketsholding.com/finanzieren>).

Nicht zuletzt wird für ein Listing auch immer wieder die verbesserte öffentliche Wahrnehmung ins Treffen geführt. Auch wenn direct market plus-Emittenten in der breiten Wirtschaftspresse zugegeben keine übermäßig große Aufmerksamkeit genießen ist meines Erachtens nicht wegzuleugnen, dass mit einem Listing die Bekanntheit von Unternehmen steigt. Dafür sorgt schon die Wiener Börse und die um sie herum gewachsene Community.

Als Listing Partner und Capital Market Coach der Wiener Börse begleiten wir Sie gern beim Listing und bei damit zusammenhängenden Finanzierungsschritten. Starten Sie jetzt mit uns Richtung Wiener Börse. Als Ausgangspunkt stehen wir gern für ein unverbindliches Gespräch zur Evaluierung der konkret erforderlichen Schritte zur Verfügung.

Gernot Wilfling



Teamleitung

Mag. Gernot Wilfling
T +43 1 535 8008, E g.wilfling@mplaw.at

Müller Partner Rechtsanwälte GmbH
Rockhgasse 6, 1010 Wien
www.mplaw.at