



Newsletter Start-ups und Wachstumsfinanzierung Issue 2|2020

Die Themen dieses Newsletters:

1. [Neue Serie: Das Venture-Capital-Vertragswerk](#)
2. [Verwässerungsschutz: Was Investoren und Gründer bei Investments beachten müssen](#)
3. [Die Notkapitalerhöhung](#)
4. [Corona Rettungsschirm nun auch für Start-ups](#)
5. [Neuerliche JUVE-Empfehlung im Kapitalmarktrecht](#)
6. [#Blockchain in der Rechtspraxis](#)

1. Neue Serie: Das Venture-Capital-Vertragswerk

Im Zuge des Einstiegs von Investoren sind Gründer mit einer Vielzahl an Themen konfrontiert. Es wird nicht nur ein (in der Bedeutung nicht zu unterschätzendes) Term Sheet (oft auch Letter of Intent) abgeschlossen, sondern es erfolgt eine genaue Prüfung des Unternehmens durch den Investor (Due Diligence). In der Folge wird eine umfangreiche Vertragsdokumentation abgeschlossen, die in der Regel im Wesentlichen aus Beteiligungsvertrag, Gesellschaftervereinbarung (wenn nicht Teil des Beteiligungsvertrags) und der Neufassung des Gesellschaftsvertrags besteht (dazu kommen weitere „eher technische“ Dokumente zur firmenbuchrechtlichen Umsetzung der Kapitalerhöhung). Zudem kann der Abschluss neuer Geschäftsführerverträge und das Aufsetzen von Mitarbeiterbeteiligungsmodellen erforderlich sein.

Ist schon das Organisieren einer Due Diligence in aller Regel eine große Herausforderung, sind Gründer spätestens bei der Vertragsdokumentation mit komplexen Bestimmungen konfrontiert, mit denen sie bislang nicht (oder nicht vertieft) vertraut sind. In unserer neuen Serie stellen wir in jeder Newsletter-Ausgabe eine bei Finanzierungsrunden häufig anzutreffende Bestimmung genauer vor. Den Anfang macht Stefanie Ringhofer in dieser Ausgabe mit „Verwässerungsschutz“. Aus gegebenem Anlass setzt sich in diesem Newsletter zudem Gernot Wilfling mit der Notkapitalerhöhung auseinander. Im nächsten Newsletter folgt dann das „Vesting“, viele weitere Beiträge sind in Planung.

Anlass der Serie ist übrigens, dass wir derzeit wieder verstärkt für Mandanten bei privaten Risikokapitalfinanzierungen im Einsatz sind. So begleiten wir etwa ein FinTech und ein Start-up aus dem Bereich Augmented Reality bei ihren Finanzierungsrunden. Außerdem sind wir jeweils auf Seite der Investoren bei Start-up Investments im Bereich Nutzfahrzeuge und im Bereich Sport tätig. Sollten



works

Sie gerade auf Investorensuche sein oder umgekehrt ein Investment ins Auge fassen, kontaktieren Sie uns. Wir unterstützen Sie gern in allen rechtlichen Belangen und stellen bei Bedarf auch Zugang zu unserem Netzwerk zur Verfügung!

Ihre Müller Partner Kapitalmarktpraxis

2. Verwässerungsschutz: Was Investoren und Gründer bei Investments beachten müssen

Start-ups haben insbesondere in der Early Stage- und Expansionsphase hohen Finanzierungsbedarf. Um dessen Deckung zu gewährleisten, sammeln sie in mehreren Finanzierungsrunden regelmäßig frisches Kapital von Investoren ein. Im Gegenzug müssen natürlich in jeder Finanzierungsrunde Anteile am Unternehmen gewährt werden. Besonders in Frühphasen von Unternehmen ist die „Preisfindung“ jedoch außerordentlich anspruchsvoll, die Frage der Bewertung des Unternehmens mitunter die am intensivsten Diskutierte.

Investoren fürchten unter anderem, dass die einer Finanzierungsrunde zugrunde gelegte Bewertung sich in der Folge als zu hoch herausstellen könnte. Dagegen wollen sich professionelle Investoren in aller Regel abgesichert wissen. Verwässerungsschutzklauseln sind hier ein gängiges Instrument: Erfolgt die Aufnahme von frischem Kapital in einer weiteren Finanzierungsrunde zu einer niedrigeren Unternehmensbewertung als jener, die dem ursprünglichen Einstiegspreis des Investors zugrunde lag (*Down-Round*), erhält auch der Investor der ursprünglichen Finanzierungsrunde in einer vorgelagerten „kompensierenden Kapitalerhöhung“ einen weiteren Anteil am Kapital des Start-ups, den er zum Nominale zeichnen darf (also mehr oder weniger gratis bekommt).

Die zentrale Frage dabei ist freilich, wie groß der neue „Gratisanteil“ des Investors ist. Und genau hier ergeben sich je nach Ausgestaltung große Unterschiede. Nachfolgend werden die wesentlichsten Parameter kurz zusammengefasst:

- Voller Verwässerungsausgleich (häufig auch „full-ratchet“ genannt): Diese Berechnungsmethode ist besonders investorenfreundlich. Der Investor wird im Ergebnis so gestellt, als ob er insgesamt seine alten Anteile zu der niedrigeren Bewertung in der down round erworben hätte. Es sinkt sozusagen nachträglich die Bewertung der ursprünglichen Finanzierungsrunde auf jene in der down round.
- Gemittelter Verwässerungsausgleich (weighted average): In dieser sanfteren Form des Verwässerungsschutzes erhält der Investor nur einen Gratisanteil in einer solchen Höhe, dass er im Ergebnis zu einer Durchschnittsbewertung aus ursprünglicher Finanzierungsrunde und



works

down round eingestiegen ist. In der Regel wird bei der Berechnung volumengewichtet, soll heißen, die unterschiedlichen Volumina der jeweiligen Finanzierungsrunden werden berücksichtigt. Dies ist unserer Erfahrung nach derzeit häufiger Verhandlungsergebnis als „full ratchet“. Ob sich dies infolge der derzeitigen Krise ändert bleibt abzuwarten.

Altgesellschafter streben natürlich danach, Verwässerungsklauseln möglichst noch weiter einzuschränken. Vorgesehen werden könnte etwa, dass der Verwässerungsschutz nur für die unmittelbar darauffolgende Finanzierungsrunde (nicht aber auch für weitere) gilt. Eine oft als „pay-to-play“ bezeichnete Bestimmung wiederum sieht vor, dass der Verwässerungsschutz nur gilt, wenn sich der Investor an der down round ebenfalls mit einem zu bestimmenden Investitionsbetrag beteiligt. Die Gültigkeit des Verwässerungsschutzes wird somit an ein zusätzliches finanzielles „Kommittent“ des VC-Investors geknüpft.

Bei der vertraglichen Ausgestaltung von Verwässerungsklauseln ist auf eine möglichst klare Formulierung zu achten und es macht (auch zur Veranschaulichung der wirtschaftlichen Auswirkungen) Sinn, die Verwässerungsformel durch Berechnungsbeispiele zu konkretisieren. Wir raten jedem Gründer, sich hierbei durch erfahrene Spezialisten beraten zu lassen. Und dies möglichst früh: Wurden in einem Term Sheet oder Letter of Intent, wenn auch vielleicht nicht ausformuliert und mag das Dokument auch nicht rechtlich bindend sein, einmal bestimmte Dinge zugesagt, bewegt man Investoren hiervon schwer wieder weg.

Stefanie Ringhofer

3. Die Notkapitalerhöhung

Start-ups verbrauchen in Frühphasen in der Regel deutlich mehr Geld, als sie einnehmen (der diesbezügliche Fehlbetrag wird in der sogenannten cash-burn-rate wiedergegeben). Je nach Verlauf kann es zu Situationen kommen, in denen die Zahlungsunfähigkeit oder insolvenzrechtliche Überschuldung droht. Für solche Fälle lassen sich Investoren natürlich jedenfalls die sofortige Information von der Gesellschaft und den Gründern versprechen. Mitunter kommt es aber auch vor, dass der Investor diesfalls die weitere Kapitalzufuhr abgesichert wissen will.

Hierzu dienen Bestimmungen über eine „Notkapitalerhöhung“, die man vermehrt sieht (auch wenn sie in Österreich wohl nicht Marktstandard sein dürften). Demnach kann jeder Gesellschafter bei drohender Zahlungsunfähigkeit oder insolvenzrechtlicher Überschuldung eine Erhöhung des Stammkapitals um einen bestimmten Betrag zum Nominale verlangen. Jeder Gesellschafter hat dabei ein Bezugsrecht und muss innerhalb einer regelmäßig sehr kurzen Frist verbindlich jenen



works

Betrag nennen, mit welchem er maximal an der Notkapitalerhöhung teilnimmt. Nehmen einzelne Gesellschafter an einer Notkapitalerhöhung nicht teil, können die anderen Gesellschafter im Verhältnis ihrer Beteiligung an der Gesellschaft auch die diesbezüglichen Teile der Kapitalerhöhung zum Nominale zeichnen.

Das Instrument der Notkapitalerhöhung ist einerseits zwar geeignet, im Krisenfall eine rasche weitere Eigenkapitalzufuhr durch eine „willige“ Minderheit auch gegen den Willen der Mehrheit durchzusetzen (auch weil ein Verstoß gegen die vertraglichen Verpflichtungen zur Mitwirkung an der Notkapitalerhöhung schadenersatzpflichtig machen würde). Umgekehrt birgt sie für die Verpflichteten natürlich auch Risiken. Insbesondere droht aufgrund der Zeichnung des Nominales durch die anderen Gesellschafter demjenigen, der nicht mitzieht (oft: nicht mitziehen kann) neben seiner anteilmäßigen Verwässerung unter Umständen auch eine gewaltige vermögensmäßige Verwässerung (nämlich dann, wenn die Gesellschaft trotz drohender Insolvenz noch einen deutlich über dem Stammkapital liegenden Wert hat). Die Bestimmungen zur Notkapitalerhöhung können daher je nach Ausgestaltung und Lage des Falls für den Einzelnen auch sehr nachteilig sein. Wem daraus Nachteile drohen raten wir, die konkrete Ausgestaltung und die Zulässigkeit der Nutzung im Einzelfall (Stichwort: Treuepflichtverletzung) anwaltlich prüfen zu lassen.

Umgekehrt gehen natürlich auch mit dem Fehlen einer Notkapitalerhöhung nicht unwesentliche Risiken einher. Blockieren Gesellschafter die Durchführung einer (dringend notwendigen) Kapitalerhöhung, müssten die Zuschusswilligen gegen die ablehnenden Gesellschafterbeschlüsse gerichtlich vorgehen. Kann man aus der konkreten Lage eine treuwidrige Stimmabgabe einzelner Gesellschafter argumentieren, kann man damit zwar grundsätzlich Erfolg haben. In Krisensituationen kommt man damit aber faktisch in der Regel zu spät. Man kann zerstrittenen Gesellschaftern in Krisensituationen – auch deswegen – eigentlich nur raten, allenfalls auch Abstriche von ihren jeweiligen (oft auch rational nicht nachvollziehbaren) Positionen in Kauf zu nehmen. Ansonsten kommt es – auch das erleben wir in unserer Beraterpraxis leider mitunter – sicher zum Totalschaden.

Gernot Wilfling

4. Corona Rettungsschirm nun auch für Start-ups

Um die Liquidität österreichischer Start-ups zu sichern, hat die Bundesregierung ein Corona-Rettungspaket beschlossen. Insgesamt sollen EUR 150 Mio in zwei Hilfs-Vehikel die Start-up-Szene durch die Krise bringen:



works

- Unter dem „Covid-Start-up Hilfsfond“ bekommen innovative Start-ups einen Zuschuss auf private Eigenkapital-Investments in Höhe von mindestens EUR 10.000, die seit Ausbruch der COVID-Krise getätigt werden. Die Mittel werden durch einen Zuschuss aus Bundesmitteln verdoppelt, wobei der Zuschuss (nur) im Erfolgsfall zurückzuzahlen ist. Das Zuschussvolumen soll sich auf insgesamt EUR 50 Mio belaufen. Zur Abwicklung der Zahlungen soll eine Plattform eingerichtet werden.
- Es wird ein vom aws gemanagter Venture-Capital Fonds ausgeschrieben, über den privates Risikokapital für technologiebasierte Start-ups mobilisiert werden soll. Mittels Ausschreibung (Call) werden ein oder mehrere private Fondsmanagements ausgewählt, welche in einem nächsten Schritt Venture Capital Fonds mit Investitionsfokus auf österreichischen Start-ups errichten sollen. Die Besonderheit: Das aws übernimmt hierbei eine Kapitalgarantie von bis zu 50 Prozent des Fondsvolumens mit einem Rahmen von maximal EUR 25 Mio. Der jeweilige Venture Capital Fonds investiert in das jeweilige Start-up. Je Start-up ist zunächst ein Investitionsbetrag von EUR 200.000 bis zu EUR 1 Mio vorgesehen.

Weitere Maßnahmen für Start-ups betreffen die Stundung von Rückzahlungen von Förderungen des aws bzw der FFG und Erleichterungen bei Milestones für vor Corona gewährte aws-Förderungen.

Rückblickend konnten bisher gesetzte Maßnahmenpakete speziell bei Start-ups drohenden Liquiditätseingängen wenig entgegenzusetzen. Beim Härtefallfond für Kleinstunternehmen scheiterte es vielfach an der niedrigen Mindestanzahl an Mitarbeitern bzw waren diese mit einem Maximalbetrag von EUR 6.000 über mehrere Monate verteilt, ohnedies bei weitem unzureichend. Kritik am neuen Corona-Start-up-Paket erntet insbesondere die wieder nicht vorgesehenen steuerlichen Beteiligungsfreibeträge für private Investoren. Interessant wird freilich auch, nach welchen Kriterien die Vergabe der Mittel erfolgen wird. Nachvollziehbare Investitionskriterien und ein rascher, transparenter Abwicklungsprozess wären jedenfalls begrüßenswert.

Über Details zur Thematik informieren wir Sie, sobald diese bekannt sind (voraussichtlich in unserem nächsten Newsletter).

Stefanie Ringhofer

5. Neuerliche JUVE-Empfehlung im Kapitalmarktrecht

Wir freuen uns außerordentlich, dass das bekannte Branchenmagazin JUVE uns auch in diesem Jahr wieder im jüngst erschienenen Ranking für Kapitalmarktrecht empfiehlt (siehe auch [hier](#)). Dies



works

hat für uns deswegen besonderen Wert, weil JUVE-Empfehlungen auf umfassenden Recherchen inklusive Gesprächen mit Mandanten und Mitbewerbern beruhen.

Begründet wird das JUVE-Ranking unter anderem mit unserer regen Tätigkeit im Bereich Wachstumsfinanzierung. Neben Crowdfunding, sowie öffentlichen Aktien- und Anleiheangeboten spielte dabei zuletzt vor allem auch Venture Capital eine große Rolle in unserer Beratungspraxis.

Wir gehen damit hoch motiviert in die Zukunft. Kernbereiche unserer Tätigkeit werden weiterhin sein:

1. Kapitalmarktfinanzierungen (IPO, Kapitalerhöhungen, Anleiheemissionen);
2. Kapitalmarkt-Compliance (Börsegesetz, Marktmissbrauchsverordnung);
3. Aktienrecht (Vorbereitung von Kapitalmaßnahmen, Hauptversammlungsbegleitung, Corporate Governance).

Zudem haben wir uns zuletzt nicht nur personell deutlich verstärkt, sondern auch zusätzliches Know-how für Gründungen, Umgründungen und Unternehmenskäufe gewonnen.

Allen Mandanten unter unseren Lesern danken wir für die bisherige gute Zusammenarbeit und freuen uns, wenn Sie auch zukünftig auf uns vertrauen! Denjenigen Newsletter-Lesern, die bislang noch nicht mit uns arbeiten, haben wir hoffentlich ein weiteres gutes Argument für künftige Mandatsvergaben geliefert!

Ihre Müller Partner Kapitalmarktpraxis

6. #Blockchain in der Rechtspraxis

Kürzlich ist das Buch „#Blockchain in der Rechtspraxis“ von Axel Anderl (Hrsg) erschienen. Sebastian Sieder aus unserer Kapitalmarktpraxis ist Mitautor des darin enthaltenen Beitrags zu Kryptowährungen. Die Blockchain und die darauf aufbauenden Technologien haben in den letzten Jahren eine dramatische Wandlung erlebt: Vom Buzz-Word zur Realität. Zunächst im Schatten von Bitcoin und Co hat sich die neue Technologie mittlerweile auch im Geschäftsleben etabliert und diverse Branchen erfasst, allerdings auch viele Fragen aufgeworfen.

Das vorliegende Buch erklärt zunächst die Grundlagen der Blockchain und auf dieser Basis die wichtigsten rechtlichen Aspekte der neuen Technologie. Kryptowährungen sind dabei ein wesentlicher, aber bei weitem nicht der einzige Aspekt. Neben dem regulatorischen Hintergrund und

works

Status-Quo rund um Bitcoin & Co werden auch IP-, zivil-, gesellschafts- und steuerrechtliche Aspekte rund um diverse Blockchain-Anwendungen erläutert. Dem Spannungsfeld der neuen Technologie mit der DSGVO und möglichen Lösungsansätzen ist ein eigenes Kapitel gewidmet.

Brennende Fragen im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht drehen sich etwa um die Möglichkeiten und Grenzen des Einsatzes der Blockchain-Technologie bei diversen Gesellschaftsformen, etwaige Prospektpflicht bei ICOs, die kapitalmarktrechtliche Einordnung von Geschäftsfeldern im Umfeld von Kryptowährungen und die Übertragung und Besicherung von Eigentum über die Blockchain. *Sebastian Sieder* hat mit seinen Mitautoren den Beitrag zur aufsichtsrechtlichen Einordnung von Kryptowährungen („Kryptowährungen aus aufsichtsrechtlicher Sicht“) verfasst. Ein Kapitel des Buches das für viele FinTech-Unternehmen von herausragender Bedeutung ist.

Ihre Müller Partner Kapitalmarktpraxis



Teamleitung

Mag. Gernot Wilfling

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

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