

Strukturfragen im Bereich Corporate Venture Capital

Von Dr. Stephan Bank, LL.M., YPOG, Berlin



Stephan Bank

Stephan Bank ist Rechtsanwalt und Partner bei YPOG. Er berät Asset-Manager, institutionelle Investoren und Investmentfonds in Fragen der kollektiven Vermögensverwaltung, darunter Fondsgründung und laufende operative Angelegenheiten, Co-Investitionen, Carried Interest-Strukturen und interne Reorganisationen. Ein weiterer Schwerpunkt liegt in den Bereichen Venture Capital und M&A-Transaktionen sowie allgemeines Gesellschaftsrecht.

YPOG ist eine Spezialkanzlei für Steuer- und Wirtschaftsrecht mit Büros in Berlin, Hamburg und Köln, die in den Kernbereichen Steuern, Fonds, Transaktionen, Corporate, Litigation sowie IP/IT und notarielle Dienstleistungen tätig ist. Seit der Gründung 2017 hat sich die Kanzlei zu einer führenden Adresse für Venture Capital, Private Equity und Fondsstrukturierung in Deutschland entwickelt.

Kontakt

YPOG
Dr. Stephan Bank, LL.M. (London)
Hardenbergstraße 27
10623 Berlin
+49 30 7675975 81
stephan.bank@ypog.law
www.ypog.law

Weitere Informationen zur Kanzlei
in der Anzeige auf Seite 275

In den vergangenen Jahren hat die Bedeutung von Corporate Venture Capital (CVC) deutlich zugenommen. Die Bandbreite der Aktivitäten von Großunternehmen (Corporates) reicht dabei von opportunistisch geprägten, direkten Einzelinvestments aus der Bilanz über Investitionen durch dedizierte und häufig körperschaftlich organisierte Tochtergesellschaften bis hin zu Portfoliostrategien durch organisatorisch getrennte, separate Ein-Investoren-Fonds und vollständig unabhängige Multi-Investoren-Fonds unter Beteiligung Dritter.

Trend zu marktüblichen Fondsstrukturen

Beleuchtet man die Entwicklung der CVC-Aktivitäten näher, zeichnet sich eine gewisse Genese ab. Oftmals sind opportunistische Direktinvestitionen der Ausgangspunkt von CVC-Aktivitäten. Endpunkt der Evolution ist in vielen Fällen ein Ein-Investoren-Fonds oder gar ein Multi-Investoren-Fonds mit dem entsprechenden Corporate als Ankerinvestor. Auf dieser letzten Entwicklungsstufe trägt die separate CVC-Einheit häufig das Rechtsgewand eines marktüblichen, geschlossenen Venture Capital Fonds. Sie hat regelmäßig die Rechtsform einer GmbH & Co. KG, an der der Corporate als kapitalgebender Kommanditist und Einzel- bzw. Ankerinvestor beteiligt ist, während die Verwaltung des Fonds über eine (mehr oder weniger) unabhängige Managementgesellschaft erfolgt. Die Entwicklung zu einer marktüblichen Fondsstruktur mit unabhängigem Management ist oft das Ergebnis eines mehrjährigen Erfahrungs- und Entwicklungsprozesses. Grundvoraussetzung für eine solche Struktur, die dem Management weitgehende Freiheiten bescheren kann, ist gegenseitiges Vertrauen zwischen Corporate und Management, das sich in vielen Fällen erst langsam aufbaut.

Dieser Beitrag soll einen Überblick darüber geben, welche Beweggründe bei CVC-Aktivitäten für eine marktübliche Venture Capital Fondsstruktur sprechen und welche Themen üblicherweise zwischen dem Corporate und dem Managementteam erörtert werden.

Feste und verbindliche Kapitalzusage

Mit der Strukturierung als marktüblicher Venture Capital Fonds geht die Übernahme einer festen Kapitalzusage durch den Corporate einher. Die Regelungen des Gesellschaftervertrags der Fondsgesellschaft (LPA) sehen gewöhnlich vor, dass der Corporate als Kommanditist die unbedingte und unwiderrufliche Verpflichtung übernimmt, über die Laufzeit des Fonds einen fest vereinbarten Gesamtbetrag zu entrichten, der im Wege von Kapitalabrufen sukzessive eingefordert wird. Werden die Kapitalabrufe nicht bedient, so greifen typischerweise spezielle Verzugsregeln, die im Einzelfall auch vorsehen können, dass ein dauernder Verzug zum Ausschluss des Corporate aus der Fondsgesellschaft führt – in der Regel unter Beschränkung von Abfindungsansprüchen.

Der Corporate gibt durch die feste Kapitalzusage – nach außen sichtbar – ein klares Versprechen ab, dauerhaft, nachhaltig und langfristig über die CVC-Einheit zu investieren, und zwar unabhängig von personellen, organisatorischen oder wirtschaftlichen Entwicklungen auf Ebene des Corporate. Der CVC-Einheit bzw. dem Managementteam wird dadurch Planungssicherheit über einen festen Zeitraum gegeben.

Unabhängige Entscheidungsprozesse

Das Management der CVC-Einheit ist bei einer typischen Venture Capital Fondsstruktur weitgehend unabhängig von dem als Ankerinvestor agierenden Corporate. Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen, die Ausübung von Gesellschafterrechten bei den Portfoliounternehmen und andere Verwaltungsentscheidungen werden nicht durch den Corporate selbst getroffen, sondern obliegen grundsätzlich allein dem Managementteam, das wiederum die Vorgaben des LPAs zu berücksichtigen hat.

Die Entscheidungsfindung des Fondsmanagements unterliegt somit auch nicht den gegebenenfalls mehrstufigen und aufwendigen konzerninternen Prozessen auf Ebene des Ankerinvestors.

Mitsprache bzw. Einbindung des Corporate

Zwischen Ankerinvestor und Managementteam wird – auch bei der Verwendung einer üblichen Fondsstruktur – häufig die Frage diskutiert, ob

es eine laufende Einbindung des Corporate in das Management des Fonds geben soll. Jedemfalls eine Mitsprache bei jeglicher Investition und Desinvestition erscheint nicht unbedingt zielführend. Hierdurch würde ein spezifisches Wesensmerkmal einer marktüblichen Fondsstruktur – die unabhängige und schnelle Entscheidungsfindung – konterkariert.

Den Interessen des Corporate wird aber vereinzelt dadurch Rechnung getragen, dass die Investitionsbeschränkungen des LPAs eine Obergrenze vorsehen, bei deren Überschreiten die Zustimmung des Ankerinvestors bzw. des Investorenbeirats (in dem der Corporate repräsentiert ist) eingeholt werden muss. Eine entsprechende Obergrenze sollte aber idealerweise so ausgestaltet sein, dass sie nur bei außergewöhnlichen Transaktionen greift und nicht bei jeder regelmäßigen Entscheidung der Fondsverwaltung.

Ferner wird der Corporate häufig in die Entscheidungsprozesse des Managementteams eingebunden, indem er einen Vertreter als (nicht stimmberechtigten) Beobachter in die Sitzungen des für Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen zuständigen Investitionsausschusses entsenden darf. Verschiedentlich wird auch ein turnusmäßiger Austausch zwischen Fondsmanagement und Ankerinvestor zu Investitionen, Desinvestitionen und Dealflow vorgesehen und institutionalisiert.

Gesellschafterstruktur der Managementgesellschaft

Im Zusammenhang mit Mitspracherechten des investierenden Corporate ist die Gesellschafterstruktur der Managementgesellschaft einer der zentralen Verhandlungspunkte zwischen Corporate und Managementteam. Der Grund hierfür besteht darin, dass die Managementgesellschaft die wesentlichen Entscheidungen für die Verwaltung des Fonds trifft und sich hier zudem aufgrund der Sichtbarkeit im Markt eine eigenständige (vom Corporate unabhängige) Marke entwickeln kann.

In der Praxis sieht man verschiedene Gestaltungen. Neben Fällen, in denen der Corporate Alleingesellschafter der Managementgesellschaft ist, gibt es ebenso Konstellationen, in denen die Managementgesellschaft ausschließlich dem Managementteam gehört. Alternativ kann jeweils einer der Parteien eine Minderheitsbeteiligung eingeräumt werden, gegebenenfalls mit dem Recht, bei Eintritt bestimmter Umstände, die Mehrheit von der jeweils anderen Seite zu erwerben.

Soll das Managementteam der CVC-Einheit unabhängig vom Corporate agieren, so sollte

sichergestellt sein, dass es sich auf Ebene der Managementgesellschaft auch durchsetzen kann. Anderenfalls wird die angestrebte Abkopplung von den Entscheidungsprozessen beim Corporate nicht vollständig umgesetzt.

Die Frage der Gesellschafterstruktur der Managementgesellschaft ist häufig mit der Frage verknüpft, ob das Managementteam ein Eigeninvestment (Skin in the Game) erbringt. Soll das Managementteam nicht oder nicht wesentlich an der Managementgesellschaft beteiligt sein, besteht regelmäßig wenig Bereitschaft des Managementteams, einen eigenen Kapitalbeitrag zum Fonds zu leisten.

Erfolgsbezogene Vergütung des Managementteams

Die Strukturierung der CVC-Einheit als klassischer Venture Capital Fonds erlaubt es, die erfolgsbezogene Vergütung des Managementteams als Carried Interest auszugestalten und dem Managementteam einen marktüblichen überproportionalen Gewinnanteil einzuräumen.

Neben der Gesellschafterstruktur der Managementgesellschaft wird auch die Incentivierung des Managementteams häufig zwischen Corporate und Managementteam kontrovers diskutiert. Die finanziellen Anreize eines marktüblichen Carried Interest divergieren mitunter stark von den Gratifikationen aus dem operativen Bereich des Corporate.

Aufnahme weiterer Investoren

CVC-Einheiten mit klassischer Venture Capital Fondsstruktur erlauben ohne größeren Aufwand die Aufnahme zusätzlicher Investoren, die der Fondsgesellschaft als weitere Kommanditisten beitreten. Erfahrungsgemäß prüfen Neuinvestoren im Rahmen ihres Beitritts, inwieweit die Unabhängigkeit des Managementteams vom Ankerinvestor sichergestellt ist. Dies betrifft vor allem die Themen unabhängige Entscheidungsprozesse, Mitspracherechte des Corporate und die Gesellschafterstruktur der Managementgesellschaft.

Einbindung eines erfahrenen Managements

Auch bei CVC-Aktivitäten zeigt die Erfahrung, dass die langfristige Einbindung markterfahrener Manager mit belastbarem Track Record und Investorfahrung ein wesentliches Kriterium für den Erfolg der CVC-Aktivitäten sein kann. Fehlentwicklungen können durch erfahrene Manager frühzeitig vermieden werden. Zudem kann ein bestehendes Netzwerk Gewähr dafür bieten, dass der Corporate Zugang zu den erfolgreichen Start-ups erhält.

Erfahrene Manager werden regelmäßig darauf achten, dass die Struktur der CVC-Einheit, die Entscheidungsfindung und die Vergütung des Managements marktüblichen Usancen entspricht. Eine klassische Venture Capital Fondsstruktur ermöglicht dies.

Gestaltungen, bei denen sich die Manager aufgrund der Beteiligungsstruktur der Managementgesellschaft eher als weisungsempfangende Angestellte fühlen, bei denen die Visibilität im Markt als eigenständig agierendes Team eingeschränkt ist oder bei denen die erfolgsbezogene Vergütung stark unterschiedlich von herkömmlichen Carried Interest Strukturen ist, dürften tendenziell weniger attraktiv sein.

Die besondere Herausforderung bei CVC-Aktivitäten besteht darin, einen angemessenen Ausgleich zwischen den Interessen des Managements und des Corporate zu finden. In der Praxis sind häufig Entwicklungen zu eher managementfreundlichen Strukturen zu erkennen, sobald sich ein Vertrauensverhältnis zwischen den Partnern entwickelt hat. ■

KERNAUSSAGEN

- Durch die Gestaltung von CVC-Einheiten als klassischer Venture Capital Fonds kann eine wichtige strukturelle Grundlage für erfolgreiche CVC-Aktivitäten geschaffen werden.
- Eine marktübliche Venture Capital Fondsstruktur kann die Voraussetzung für nachhaltige und langfristige CVC-Aktivitäten, schnelle und effiziente Entscheidungsprozesse, ein unabhängiges Management und eine marktübliche Incentivierung des Managementteams bieten.
- Insbesondere für die Gewinnung erfahrener externer Manager für CVC-Aktivitäten kann eine marktübliche Venture Capital Fondsstruktur grundlegende Bedeutung haben.
- Neben einer typischen Struktur sollte durch Regelungen in den Fondsverträgen sichergestellt werden, dass die mit der Struktur bezweckten Ziele (insbesondere effiziente Entscheidungsprozesse und ein unabhängiges CVC-Management) konsequent umgesetzt werden.