

WWW.FYB.DE

GERMAN EDITION

FYB

FINANCIAL  
YEARBOOK GERMANY/EU  
2020

PRIVATE EQUITY UND  
CORPORATE FINANCE

ALTERNATIVE  
FINANZIERUNGSFORMEN –  
DAS NACHSCHLAGEWERK  
FÜR UNTERNEHMER UND  
INVESTOREN

FOR YOUR BUSINESS

17 Jahre  
FYB FINANCIAL  
YEARBOOK



Mauritz von Einem  
RECHTSANWALT UND STEUERBERATER  
ARQIS RECHTSANWÄLTE, München

MAURITZ VON EINEM | ARQIS RECHTSANWÄLTE

## DOs und DON'Ts bei Verhandlungen mit Venture Capital-Investoren

Start-ups und Unternehmen in der Wachstumsphase sind auf eine Finanzierung durch externe Kapitalgeber angewiesen. Eine solche Finanzierung wird aufgrund des besonderen Risikoprofils regelmäßig als Eigenkapital – oder mittels eigenkapitalähnlicher Finanzierungsinstrumente – ausgestaltet sein. Finanzierungsgeber und -nehmer sollten dabei – trotz im Grundsatz unterschiedlicher Interessen – das gemeinsame Ziel haben, verlässliche „Partner“ zu sein und mit gleichlaufenden Interessen das Unternehmen gemeinsam zum Erfolg zu führen. In der Praxis ist jedoch vielfach zu beobachten, dass bereits in frühen Phasen der Finanzierungsbeziehung durch unpassende rechtliche und kommerzielle Gestaltungen und Forderungen der Erfolg der Unternehmung und eine gedeihliche Zusammenarbeit oft unnötigerweise aufs Spiel gesetzt wird.

Auf den ersten Blick sind die Interessen von Investoren – egal ob Business Angels, Family Offices oder VC-Fonds- und Finanzierungsnehmern (Gründer/ Unternehmer) unterschiedlich. Um einen Gleichlauf divergierender Interessen herzustellen, werden typischerweise umfangreiche vertragliche Regelungen getroffen – der offenkundig wichtigste Aspekt zur Herstellung eines gemeinsamen Nenners ist die Beteiligung des Investors an dem finanziellen Erfolg des finanzierten Unternehmens.

Innerhalb des Rahmens „Eigenkapitalinvestment“ versucht ein Investor die Konditionen des eigenen Engagements in eine Unternehmung zu maximieren, v.a. über die Parameter niedrige „Bewertung“, Zusicherung von finanziellen Sonderrechten, wie z.B. „Liquidationspräferenzen“ und nicht monetäre „Sonderrechte“, wie z.B. Zustimmungserfordernisse oder Beiratssitze. Die Altgesellschafter, allen voran die Gründer, versuchen naturgemäß ihre eigene Position vor allem über eine Maximierung der Bewertung und eine Beschränkung von Mitspracherechten zu optimieren.

In der Praxis lässt sich beobachten, dass es in vielen Finanzierungsrunden von jungen, schnell wachsenden Unternehmen oft eine Partei mit einer klar überwiegenden Verhandlungsmacht gibt und deshalb nicht unbedingt mit der anderen Seite auf „Augenhöhe“ verhandelt. Wird diese Verhandlungsmacht bei der Begründung der typischerweise als Minderheitsbeteiligung ausgestalteten VC-Beteiligung aber zu stark ausgenutzt, so stellt sich nicht selten ein gegenläufiger Effekt ein und das Ziel eines Interessengleichlaufs wird verfehlt. Die Parteien verfallen in einen Modus der vermeintlichen Optimierung von Partikularinteressen, was selten zum Wohl des Unternehmens und am Ende aller Beteiligten ist. Vor diesem Hintergrund sollten beide Parteien von Beginn an ein Interesse daran haben, angemessene, faire und transparente Konditionen und Parameter für eine gute und professionelle Zusammenarbeit zu vereinbaren.

Auch wenn VC-Investitionen in junge Start-ups und Wachstumsunternehmen nichts neues sind, lassen sich doch immer wieder bestimmte Verhaltensweisen bei Gründern wie Investoren beobachten – eine Auswahl davon soll näher beleuchtet werden.

### **Vorbereitung und Team**

Kern einer erfolgreichen Finanzierungsrunde und oft auch eines erfolgreichen Wachstums ist eine solide Vorbereitung auf Seiten des Unternehmens.

#### **■ DOs**

- Die Gründer sollten sich über den tatsächlichen Kapitalbedarf (einschließlich Puffer) klar sein, um den angestrebten Wachstumspfad zu erreichen.
- Das Team sollte die notwendigen Kompetenzen teamintern abdecken und ggf. vor einer Finanzierungsrunde versuchen, das Team zu komplettieren oder zumindest den Bedarf um Ergänzung kommunizieren.
- Die Erwartungen an die Bewertung, den Umfang einer Finanzierungsrunde und die wesentlichen Konditionen sollten im Team vorab klar und realistisch besprochen werden, damit das Team in der Folge mit einer Stimme sprechen kann.

## ■ DON'Ts

---

- Schlecht vorbereitet und mit unvollständigem Team – „*einen CFO suchen wir noch*“ – in eine Finanzierungsrunde gehen.
- Die Interessen im Team sollten gleichlaufen und die Bedeutung der einzelnen Teammitglieder sollte sich in der Höhe ihrer Beteiligung widerspiegeln.
- Übermäßige Diskussionen im Gründerteam über die Verteilung von Anteilen; Uneinigkeit zu diesem Punkt oder eine zu geringe Beteiligung von Schlüsselpersonen kann die Motivation dieser Personen ggf. in Frage stellen.
- Das Team scheut sich vor der Nagelprobe einer Bewertung und statt der Aufnahme der Investoren auf Basis einer klaren Bewertung wird versucht diese durch ein SAFE Agreement oder Wandeldarlehen herauszuschieben.
- Beziehungen im Gründerkreis – viele Investoren scheuen Risiken für das Unternehmen, die sich daraus ergeben, dass persönliche Differenzen/Probleme in einer Beziehung zu einem späteren Zeitpunkt in das Unternehmen ausstrahlen.
- Einzelkämpfer als Gründer werden überwiegend sehr kritisch gesehen, da niemand ein Allround-Genie ist.
- Unklare wirtschaftliche Verhältnisse im Gründerkreis, die ggf. zu einer Situation führen können, dass die Entscheidungsfindung eines Gründers durch individuelle finanzielle Motive überlagert wird.

## **Bewertung nicht überreizen**

Die Bewertung ist ein zentraler Parameter für den Umfang der wirtschaftlichen Teilhabe des Investors am zu finanzierenden Unternehmen.

## ■ DOs

---

- Hier ist eine realistische Selbsteinschätzung des Gründerteams dringend angeraten.
- Die Höhe der Bewertung ist meist ein Spiegel der Wachstums- und Entwicklungserwartungen und diese sollten im Sinne einer nachhaltigen Finanzierungsfähigkeit nicht überoptimistisch dargestellt bzw. bewertet werden.

### ■ DON'Ts

---

- Eine „down-round“ zerstört regelmäßig viel Vertrauen auf der Seite der Investoren und Abweichungen von einem Plan müssen mühsam einzeln erklärt werden. Das kostet Zeit von allen Beteiligten.
- Die Gründer sollten den Wachstumspfad nicht unrealistisch darstellen, da bei einer Verfehlung der gesteckten Wachstumsziele – auch bei ansonsten insgesamt positiver Entwicklung – in einer Folgerunde große Probleme entstehen werden, auch nur die Bewertung der letzten Runde zu halten.

Werden von Seiten der Gründer sehr optimistische Bewertungen aufgerufen, verlangen Investoren regelmäßig Regelungen zum Verwässerungsschutz, um sich gegen die Gefahr einer späteren „down-round“ abzusichern. Ein ausgewogener Kompromiss kann hier eine Verwässerungsschutz-Regelung unter Zuhilfenahme der „weighted average“ Berechnungsformel sein. Alternativ kommen auch vermehrt Wandeldarlehen (nicht nur zur Überbrückung) zum Einsatz, wenn Investoren eine „down round“ ohne angemessenen Verwässerungsschutz befürchten.

### **Angemessene monetäre Vorrechte und Founders-Vesting**

Die vertraglichen Regelungen sollten angemessene monetäre Vorrechte für die Investoren beinhalten:

### ■ DOs

---

- Eine 1x Liquidationspräferenz trägt dem Umstand Rechnung, dass der Investor (anders als die Gründer) tatsächlich signifikante finanzielle Mittel in die Hand nimmt.
- Die Ausgestaltung der Liquidationspräferenz als „participating“ oder „non-participating“, das heißt die Frage, ob die Zahlungen unter der Liquidationspräferenz im Exit auf den anteiligen Erlös angerechnet oder vorab ausgeschüttet wird. Ein praxiserprobtes Vorgehen wäre hier „participating“ mit einem Übergang zu „non-participating“, sofern der Exit zu einem Multiple von mehr als 3-5 erfolgt.

- Gründer sollten ein angemessenes „Founders-Vesting“ akzeptieren beziehungsweise aktiv anbieten, da dies als starkes Signal des eigenen Commitments zu dem Projekt gewertet wird.

#### ■ DON'Ts

---

- Mehr als 1x Liquidationspräferenz – aus Sicht der Investoren ggf. kurzfristig sinnvoll –, jedoch erschwert so eine Regelung oft die weitere Finanzierung ungemein und führt häufig zu einer Kulmination von immer höheren Forderungen von Neu-Investoren im Hinblick auf das Thema Liquidationspräferenz. Die Finanzierungsfähigkeit des Unternehmens nimmt dadurch stark ab.
- *Kein* Founders-Vesting – Problem falls ein Founder-Teammitglied ausscheidet und hohe Anteile behält.
- Gründer stellen den Schutz der eigenen Anteile, z.B. durch überzogene Bewertung und daraus gegebenenfalls resultierende überlange Kapitalsuche über den Erfolg des Unternehmens als Ganzes.

#### Meilensteine

Meilensteine können als „Zwischenschritte“ und interne wie externe „Kontrollpunkte“ ein wichtiger Teil einer Finanzierungsvereinbarung sein und zu gegebenen Zeitpunkten zu einer sinnvollen Bestandsaufnahme dienen.

#### ■ DOs

---

- Gründer sollten Milestones nicht per se verweigern – vielmehr kann die Vereinbarung von sinnvollen Milestones ein gutes Signal darstellen und das Vertrauen in das eigene Konzept und Unternehmen untermauern.
- Für Gründer kann die Vereinbarung von Milestones situativ sogar insgesamt zu besseren Konditionen führen.
- Investoren sollten Milestones mit Bedacht und realistisch setzen; sofern ein Gründer Ziele als nicht erzielbar bzw. für überambitioniert hält, sollte dies besser frühzeitig offen kommuniziert werden. Auch Investoren sollten realistische Milestones vorschlagen.

- Es sollten nur realistische und unstreitig einfach nachprüfbare Milestones vereinbart werden.
- Gründer sollten Probleme auf dem Weg zur Erreichung von Milestones frühzeitig und offen kommunizieren. Vereinbarte Strategieänderungen sollten auch dringend in der Vertragsdokumentation nachgehalten werden, um spätere Unsicherheiten bei der Frage der Erfüllung von Milestones auf beiden Seiten zu vermeiden.

### ■ DON'Ts

---

- Schlecht nachprüfbare Milestones oder solche, zu deren Erreichung die Mitwirkung des Investors erforderlich ist, da gegebenenfalls ein Interessenkonflikt entstehen kann.
- Kein Missbrauch der Verhandlungsmacht durch die Investoren bei Milestone-Verletzungen, aber Wahrung legitimer Interessen in einem partnerschaftlichen Umfeld.
- Änderungen/Ergänzungen im Team (CFO muss eingestellt werden) sollten nicht Gegenstand von Milestone Vereinbarungen sein; das Unternehmen läuft Gefahr, einen schlechten – dann häufig teuren – Kompromiss einzugehen, nur allein, um den Milestone zu erfüllen.

Jedem Beteiligten sollte bewusst sein, dass die Vereinbarung von Milestones dazu führen kann, dass bei der Entwicklung des Unternehmens ein unangemessener Fokus auf die Erreichung der Milestones gelegt wird und dadurch droht gegebenenfalls ein ineffizienter Ressourceneinsatz.

### **Mittelverwendung**

Stellt ein Investor frische Liquidität zur Verfügung, erwartet dieser entsprechende Informationen zur geplanten Mittelverwendung.

### ■ DOs

---

- Klare und plausible Kommunikation der geplanten Mittelverwendung

### ■ DON'Ts

---

- Fresh Money wird nur zum Stopfen von bestehenden Lücken verwendet.
- Rückzahlung von bestehenden Gesellschafterdarlehen.

### Cap Table und Gesellschafterstruktur

Für Investoren ist die bestehende Gesellschafterstruktur von besonderer Bedeutung, bestimmt diese doch auch wesentlich über den Erfolg oder Misserfolg einer Finanzierung für hoffnungsvolle junge Unternehmen mit.

### ■ DOs

---

- Gesellschafter, die eine weitere Finanzierungsrunde zumindest teilweise noch „mitgehen“ können sind ein Vertrauensbeweis an das Team.
- Sämtliche Gesellschafter verfügen im Wesentlichen über vergleichbare Rechte, insbesondere hinsichtlich der Liquidationspräferenzen und bezüglich der Mitspracherechte.

### ■ DON'Ts

---

- Ein Neuinvestor ist nur ein Lückenbüsser und kommt in einen bestehenden Gesellschafter-/ Investorenkreis, der nicht mehr finanzieren kann bzw. will.
- Stark fragmentierter Gesellschafterkreis mit unterschiedlichen Rechten birgt die Gefahr, dass die Entscheidungsfindung verlangsamt wird ggf. zum Nachteil des Unternehmens von Partikularinteressen überlagert wird. Viele Investoren haben Angst vor einem zu großen Investorenkreis und verlangen eine Konsortiallösung.
- Gründerteam versucht eigene Anteile übermäßig zu schützen; notwendige Finanzierungsmaßnahmen werden nur verzögert angegangen/zu klein dimensioniert, um sich vor einer starken Verwässerung zu schützen. In der Folge geht das Unternehmen bei der Finanzierung zu kleinteilig vor und stolpert von der einen Finanzierungsrunde in die nächste und der Ausbau bzw. Fokus auf den Ausbau des Geschäfts gerät in den Hintergrund.



### Mitsprache und Reporting

Neben monetären Sonderrechten sind Informations- und Mitspracherechte ein weiteres zentrales Element der VC-Finanzierung. Auch in diesem Bereich gilt, dass eine adäquate und ausgewogene Ausgestaltung der Rechte das Unternehmen positiv begleiten und die Entwicklung befördern kann.

#### ■ DOs

- Einrichtung eines Beirats/Aufsichtsrats in dem sämtliche Gesellschaftergruppen jeweils angemessen repräsentiert sind.
- Angemessener Katalog von zustimmungspflichtigen Geschäften ohne in das „daily business“ stark hineinzuregieren.
- Monatliches „Kurz-Reporting“, insbesondere der Finanzen. Reporting in dieser Form sollte keinen Zusatzaufwand für die Geschäftsführung beinhalten.

#### ■ DON'Ts

- Neben Zustimmungserfordernissen des Beirats mit den dort festgelegten Mehrheiten weitere Vetorechte zugunsten einzelner Gesellschafter;
- Aufzählung und Verankerung von Veto-Rechten in der Satzung und inhaltlich übermäßiger Katalog von zustimmungspflichtigen Geschäften.

Ein angemessenes laufendes Reporting und eine Buchhaltung, die up-to-date ist sollten eine Selbstverständlichkeit sein. Viele Gründer scheuen ein Reporting trotzdem. Investoren sollten jedoch auch bei kurzen Reporting-Zyklen davon Abstand nehmen, Gründer jeden Monat mit zahlreichen Nachfragen zu überschütten – vielmehr sollte eine Aussprache dazu im Rahmen von quartalsweisen Beiratssitzungen stattfinden. Veto-Rechte für einzelne Beteiligte sollten vermieden werden.

### IP-Situation

Die Gründer sollten von vornherein keinen Zweifel an der IP (Intellectual Property) Situation des Unternehmens aufkommen lassen.

## ■ DOs

---

- Gründer übertragen selbst sämtliche Rechte final an die Gesellschaft und geben in Finanzierungsdokumentation entsprechende Zusicherungen ab.

## ■ DON'Ts

---

- Gründer halten einzelne IP-Rechte zurück und stellen diese nur durch einzelne Lizenzen etc. dem Unternehmen zur Verfügung.

Es darf keine Zweifel geben, dass das Unternehmen, in das investiert wird, der unbeschränkte/alleinige Inhaber von sämtlichem IP und erforderlichem Know-how ist. Der Bereich IP wird bei technologiebasierten Investitionen regelmäßig der zentrale Punkt der Due Dilligence von Investoren sein.

## Resumeé

Die Finanzierungsbeziehung zwischen Gründern/Altgesellschaftern und neuen Investoren sind zunächst (unabhängig davon, ob der Investor als Business Angels, als Institutioneller Fonds oder als strategischer Investor auftritt) nicht gleichgerichtet und es besteht ein hohes Maß an Informationsasymmetrie. Während das Informationsgefälle durch eine Kombination aus Informationsbereitstellung und vertraglichen Zusicherungen teilweise aufgelöst werden kann und die Basis für ein Investment liefert, ist eine angemessene und ausgewogene Gestaltung der Rechte und Pflichten in der Finanzierungsbeziehung essentiell, um die Zusammenarbeit von Gründern und Investoren gemeinsam zum Erfolg zu führen. Anders als bei einem M&A Deal, der sich auf eine Kontrollübernahme richtet, ist die VC-Finanzierung auf eine mittel-, manchmal auch ungewollt langfristige Kooperation ausgerichtet, um das Ziel zu erreichen, das Unternehmen aufzubauen und erfolgreich zu „exiten“.

Dabei sollten beide Parteien für legitime Interessen der jeweils anderen Seite offen sein und in diesem Sinne angemessene wirtschaftliche Rahmenbedingungen sowie Kontroll- und Mitspracherechte implementieren. Einige der wichtigsten Punkte sind angesprochen worden.

Freilich sind bei der konkreten Ausgestaltung der Parameter der Beteiligung eine kaum bestimmbare Zahl von in Details unterschiedlichen Ausgestaltungen möglich, die auch von der individuellen Verhandlungsmacht und -geschick, Informationsasymmetrie und individuellen Einschätzungen und Erfahrungsstand der Beteiligten bestimmt werden.

Ziel sollte es sein, klare, faire, auch umsetzbare und dem Entwicklungsstand des Unternehmens angemessene Regelungen zu implementieren, die die Unternehmensentwicklung positiv begleiten. In diesem Zusammenhang sei auch auf die Arbeiten der gemeinsamen Arbeitsgruppe vom Business Angels Netzwerk Deutschland e.V. (BAND) und dem Bundesverband Deutsche Start-ups hingewiesen, und die in ihren Vorlagen für beide Seiten enthaltenen Musterdokumente, die ausgewogene Formulierungen enthalten; etwa für ein Wandeldarlehen oder ein Term Sheet für Finanzierungsrunden ([www.standardinstitute.de](http://www.standardinstitute.de)). So kann man am besten die jeweils unterschiedlichen Positionen von Gründern und Investoren gewinnbringend konsolidieren.

*mauritz.voneinem@arqis.com*

---

### **Über den Autor:**

*MAURITZ VON EINEM berät regelmäßig institutionelle Investoren (Private Equity und Venture Capital) sowie junge Unternehmen im Rahmen von Finanzierungs- und M&A-Transaktionen sowie im Steuerrecht. Zuvor war er im Hamburger Büro von Freshfields Bruckhaus Deringer LLP im Bereich Transaktionen/Steuerrecht tätig. Er studierte Betriebswirtschaftslehre und Rechtswissenschaften an den Universitäten Göttingen und Genf und war als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Max-Planck-Institut für Steuerrecht in München tätig. ARQIS ist eine unabhängige Wirtschaftskanzlei, die in Deutschland und Japan tätig ist. Die Sozietät wurde 2006 an ihren heutigen Standorten Düsseldorf, München und Tokio gegründet. Rund 45 Berufsträger beraten in- und ausländische Unternehmen auf höchstem Niveau zu den Kernfragen des deutschen und japanischen Wirtschaftsrechts.*