

5

ORRICK   
LEGALNINJA  
SERIES

# VENTURE- FINANZIERUNGEN NACH DEM SCHWARZEN SCHWAN

FINANZIERUNGSRUNDEN UND DEAL TERMS

---

# VENTURE FINANCINGS IN THE WAKE OF THE BLACK SWAN

FINANCING ROUNDS AND DEAL TERMS

  
orrick

VC & TECH BRIEFINGS GERMANY

**Herausgeber:**

Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP,  
Heinrich-Heine-Allee 12, 40213 Düsseldorf, Deutschland,  
Tel.: +49 (0)211/367870, Internet: www.orrick.de

Vertretungsberechtigt in Deutschland und verantwortlich für redaktionelle Inhalte i.S.d. § 55 Abs. 3 des Staatsvertrages für Rundfunk und Telemedien sind Dr. Oliver Duys und Dr. Christoph Brenner (Managing Partner Deutschland), Heinrich-Heine-Allee 12, 40213 Düsseldorf und Rosental 4, 80331 München Deutschland, Tel.: +49 (0)211/367870, E-Mail: duesseldorf@orrick.com

**Copyright:**

Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP, 2020. Alle Rechte vorbehalten. Das Orrick-Logo und "Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP" sind eingetragene Marken der Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP.

**Version:** April 2020

**Haftungsausschluss:**

Diese Publikation dient allein der allgemeinen Information und berücksichtigt nicht die individuellen Umstände des Einzelfalls. Diese Publikation erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Sie dient nicht dazu und kann keine einzelfallbezogene Beratung durch kompetente Rechts-, Steuer- und andere Berater ersetzen und darf nicht entsprechend verwandt werden. Diese Publikation stellt weder ausdrücklich noch stillschweigend ein Angebot oder die Annahme eines Angebots auf Abschluss eines Auskunfts- oder Beratungsvertrages dar. Die in dieser Publikation enthaltenen Meinungen, Auslegungen und Vorhersagen geben allein die Ansichten der Autoren wieder, welche nicht notwendigerweise der Ansicht der Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP entsprechen. Auch wenn sich die Autoren um eine korrekte Darstellung in dieser Publikation bemüht haben, übernehmen weder sie, noch die Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP noch sonst jemand in Verbindung mit den Vorgenannten Gewähr, Einstandspflicht oder Haftung hierfür.

**Anwaltswerbung.****Published by:**

Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP,  
Heinrich-Heine-Allee 12, 40213 Düsseldorf, Germany,  
Tel.: +49 (0)211/367870, Internet: www.orrick.de

Authorized representatives in Germany responsible for the editorial content according to § 55(3) Interstate Broadcasting and Telemedia Agreement (Staatsvertrag für Rundfunk und Telemedien) are Dr. Oliver Duys and Dr. Christoph Brenner (Managing Partners Germany), Heinrich-Heine-Allee 12, 40213 Düsseldorf and Rosental 4, 80331 Munich, Germany, Tel.: +49 (0)211/367870, E-Mail: duesseldorf@orrick.com

**Copyright:**

Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP, 2020. All rights reserved. The Orrick logo and "Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP" are trademarks of Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP.

**Version:** April 2020

**Disclaimer:**

This publication is for general informational purposes only without consideration to specific facts and circumstances of individual cases and does not purport to be comprehensive. It is not intended as a substitute for the advice of competent legal, tax or other advisers in connection with any particular matter or issue and should not be used as such substitute. This publication does not constitute, either expressly or tacitly, an offer or the acceptance of an offer to conclude an information or consultancy contract. Opinions, interpretations and predictions expressed in this publication are the authors' own and do not necessarily represent the views of Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP. While the authors have made efforts to be accurate in their statements contained in this publication, neither they nor Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP or anyone connected to them make any representation or warranty or can be held liable in this regard.

**Attorney Advertising.**

## Inhaltsverzeichnis

### Table of Contents

<b>A. Venture-Finanzierungen nach dem Schwarzen Schwan.....</b>	<b>6-56</b>
I. Herausforderungen beim Fundraising.....	6
1. Die dunkle Seite.....	8
2. Die andere Sicht der Dinge.....	12
II. Auswirkungen auf die Vertragsbedingungen.....	26
1. Einführung.....	26
2. Kontrolle.....	30
3. Ökonomische Teilhabe.....	34
III. Strukturelle Überlegungen und Mitarbeiterbeteiligungsprogramme.....	52
1. Restrukturierung des Cap Tables und Vorzugsrechte.....	52
2. Mitarbeiterbeteiligungsprogramme.....	54
IV. Ein (kurzer) Ausblick.....	56
<b>B. Unsere internationale Plattform für Technologieunternehmen.....</b>	<b>58-61</b>
<b>C. Die Autoren.....</b>	<b>62</b>

<b>A. Venture Financings in the Wake of the Black Swan.....</b>	<b>7-57</b>
I. Challenging Fundraising.....	7
1. On the Dark Side.....	9
2. On the Bright(er) Side (and in the Twilight.....)	13
II. Changes in Deal Terms.....	27
1. Introduction.....	27
2. Deal Terms around Control.....	31
3. Deal Terms around Economics.....	35
III. Structural Considerations and ESOPs.....	53
1. Restructuring the Existing Cap Table and Preference Rights.....	53
2. ESOPs.....	55
IV. A Brief Outlook.....	57
<b>B. Our International Platform for Technology Companies.....</b>	<b>58-61</b>
<b>C. About the Authors.....</b>	<b>62</b>

# ORRICK LEGAL NINJA SERIES



## Die Orrick Legal Ninja Series

Mit unseren auf Technologietransaktionen spezialisierten Teams in allen wichtigen globalen Märkten begleiten wir zahlreiche deutsche Tech-Unternehmen auf ihrem Wachstumspfad. Als eine der führenden Tech-Kanzleien weltweit fühlen wir uns darüber hinaus verpflichtet, die Gründerszenen in den USA und Deutschland noch stärker zu vernetzen.

Aus diesem Grund haben wir die Orrick Legal Ninja Series (OLNS) ins Leben gerufen. Mit dieser periodisch erscheinenden Serie wollen wir Überblicke zu aktuellen rechtlichen Entwicklungen geben, aber auch vertieft Themen aufgreifen, die für Start-ups und ihre Investoren besonders wichtig sind.

Hinter OLNS steht ein multidisziplinäres Team aus unseren weltweit mehr als 25 Büros. Dieses hat es sich zur Aufgabe gemacht, unseren internationalen Erfahrungsschatz im Bereich Venture Capital, Corporate Venture Capital und Technologietransaktionen für diejenigen nutzbar zu machen, die in Deutschland Venture und Innovation unternehmerisch nach vorne bringen.

Woher das "Ninja" im Namen kommt? Vielleicht weil einige von uns in den Neunziger Jahren einfach sehr viel Fernsehen geschaut haben... Im Ernst, ein "Ninja" ist gerade im angelsächsischen Sprachraum zum Synonym geworden für "jemand(en), der sich in einer bestimmten Fähigkeit oder Aktivität hervortut". Das ist unser Anspruch, wenn wir junge Technologieunternehmen und ihre Investoren maßgeschneidert beraten. Wir hoffen, dass OLNS Ihnen dabei hilft, "Ninja Entrepreneurs" zu sein.

Wenn Sie Anregungen haben, nehmen Sie bitte Kontakt mit uns auf, Ihre Erfahrungen interessieren uns sehr. Wir wollen uns kontinuierlich weiterentwickeln, um unsere Mandanten bestmöglich begleiten zu können.

Wir hoffen, dass Ihnen die fünfte Ausgabe unserer OLNS gefällt.

---

Im Namen des Orrick-Teams

**Sven Greulich**

*Orrick – Technology Companies Group Deutschland*



### About the Orrick Legal Ninja Series

In substantially all the major world markets, we have dedicated technology lawyers who support young German technology companies on their growth trajectory through all stages. As one of the top tech law firms in the world, we are particularly committed to bringing the American and German entrepreneurship ecosystems closer together.

For this purpose, we have launched the Orrick Legal Ninja Series (OLNS). With this series, we will provide overviews on current legal trends and take deeper dives on certain legal topics particularly relevant for start-ups and their investors. This series will be co-authored by a multidisciplinary team of lawyers from our national and international offices. It is our goal to tap into the rich reservoir of the venture capital, corporate venture capital and technology know-how of our international platform and make it available to the exciting German entrepreneurship and innovation scene.

Why “Ninja Series”? This title might simply reflect the fact that some of us watched a little too much TV in the 1990s. But seriously, “Ninja” has come to signify “a person who excels in a particular skill or activity.” That’s what the Orrick team strives for when it comes to providing tailored advice to growing tech companies and their investors. We hope that the OLNS also empowers you to be Ninja entrepreneurs.

If you’d like to discuss further, please contact us. We would love to learn about your experiences with these topics, so please share them with us. We constantly strive to evolve and grow to best serve our clients.

We hope you enjoy this fifth edition of our series.

---

On behalf of the Orrick Team,

**Sven Greulich**

*Orrick – Technology Companies Group Germany*



# A. Venture-Finanzierungen nach dem Schwarzen Schwan

## I. Herausforderungen beim Fundraising

Schon Anfang 2020 war erkennbar, dass nach Jahren des relativ einfachen Zugangs zu Venture Capital ("VC") Finanzierungen sich das Finanzierungsumfeld eintrüben könnte. Und dann kam COVID-19... Die Schockwelle, die diese Pandemie auslöste, stürzte Kapitalmärkte rund um den Globus ins Chaos und störte sowohl die Nachfrage- als auch die Angebotsseite in nahezu allen Industrien und Märkten weltweit. Kurz: Die gegenwärtige Situation mag anmuten wie der berühmte "Perfect Storm".

In Anspielung an seine in den einschlägigen Kreisen zu einigem (wenn auch nicht unumstrittenen) Ruhm gelangte Präsentation mit dem Titel "RIP Good Times" aus dem Jahr 2008 hat sich der VC-Investor Sequoia Capital Anfang März 2020 erneut an die Gründerteams seiner Portfoliounternehmen gewandt und diese abermals auf eine "turbulente Zeit" eingeschworen. Bei COVID-19 handele es sich demnach um einen "Schwarzen Schwan", auf dessen extreme Konsequenzen man sich nun mit aller Kraft ein- und vor allem umzustellen habe. Vor den Gründern läge eine Zeit, in der man nur mit ausreichend liquiden Mitteln insbesondere gegen wegbrechende Lieferantenkett

und Kundennachfrage gewappnet sei. Gleichzeitig – so die düstere Prognose – sei aber, wie man in den Krisen 2001 und 2009 habe lernen müssen, der Weg zur nächsten Finanzierungsrunde sehr steinig. Und diese Meinung steht im VC-Markt nicht allein. Es ist gegenwärtig zu beobachten, dass sich Investoren vermehrt aus laufenden Verhandlungen über Finanzierungsrunden zurückziehen oder diese zumindest vorübergehend auf Eis legen. Die Begründung folgt dabei immer gleichen argumentativen Mustern: "Angesichts der momentanen Situation sehe man sich nicht in der Lage, in neue Portfoliogesellschaften zu investieren" oder "die der Finanzierung zugrunde gelegten Bewertungsparameter seien nicht mehr tragfähig".

"Aber Moment!", wird der Wirtschaftshistoriker nun rufen und auf die zahlreichen Start-ups verweisen, die mitten in oder jedenfalls noch in der unmittelbaren Folge der Finanzkrise von 2008 entstanden sind und heute multi-milliarden Unternehmen sind: Genannt seien hier nur AirBnB, Instagram, WhatsApp, Stripe oder Square. Andere etablierte Tech-Unternehmen wie IBM, Apple oder Microsoft haben sich gerade in Phasen des wirtschaftlichen

Abschwungs neu erfunden und sich erfolgreich an die geänderten Gegebenheiten angepasst. Aber wieviel Trost lässt sich in solchen Geschichten wirklich finden? Ist doch die Wahrheit, dass wir oft unter dem Leiden, was Verhaltensökonomern als "Survivorship Bias" bezeichnen, d.h. wir sehen nur die Überlebenden und ignorieren die gesichtslosen Massen derer, die nicht so viel Glück hatten. Daher ist jeder Unternehmer gut beraten, sich auf eine Verknappung auf den Finanzierungsmärkten vorzubereiten und so gut wie eben möglich zu versuchen, den Sturm zu überstehen.

In diesem Leitfaden wollen wir einige unserer Beobachtungen zu den jüngsten Entwicklungen teilen und praktische Hinweise für das Fundraising in unsicheren Zeiten geben. Hierzu soll in Kapitel I ein kurzer Überblick über das aktuelle Fundraising-Umfeld gegeben werden, bevor wir in den Kapiteln II und III detailliert auf einzelne Vertragsbedingungen und Strukturelemente der Finanzierung eingehen wollen, über die sich Gründer und Investoren nun vermehrt und bisweilen unter geänderten Vorzeichen unterhalten werden. Kapitel IV schließt mit einem ganz kurzen Ausblick.

# A. Venture Financings in the Wake of the Black Swan

## I. Challenging Fundraising

Headed into 2020, start-ups accustomed to easy venture capital (“VC”) dollars already faced leaner times, with VC funding having already cooled in Q4/2019. And then along came COVID-19... When you consider the shock waves this pandemic sent around the globe and how it sent the capital markets into chaos and affected both the demand as well as the supply side of almost every industry in every major economy around the globe, the current situation looks like a “perfect storm.”

Harkening back to its now-legendary 2008 presentation “RIP Good Times”, Sequoia Capital sent a letter to its founders in early March 2020 warning that the Coronavirus was a “black swan” event and start-ups should “brace themselves for turbulence” by considering whether they have enough cash and preparing to face supply chain disruptions. The letter also warned they could have a harder time fundraising, similar to the market downturns of 2001 and 2009. And indeed, we are seeing more and more signs of trouble in the VC markets. We have seen

some VC investors who — after sending out a term sheet only a couple of weeks ago — have pulled out of deals, often stating that “the valuation has become too high by current measures” or that “now is not the right time to lead a financing round in a new portfolio company.”

Sure, many iconic start-ups such as AirBnB, Instagram, WhatsApp, Stripe and Square were founded in the midst of or the aftermath of the Global Financial Crisis of 2008 and 2009, and other tech companies, such as IBM, Apple and Microsoft re-invented themselves in down markets. But the truth is, there is little comfort in these stories as we often suffer from what behavioral economist call “survivorship bias,” — that is, we see only the survivors and ignore the faceless masses of those who were not so lucky. Thus, every entrepreneur is well advised to prepare for softening funding markets and plan as best as she<sup>1</sup> can to weather the storm.

In this guide, we want to share some of our observations and give practical guidance for fundraising in uncertain times. In Chapter I, we will provide a brief overview of the current fundraising environment before turning in Chapters II and III to likely changes in deal terms and structural elements of financings that both entrepreneurs and investors will have to get their heads around. Chapter IV concludes with a very brief outlook.

1. Throughout this publication we use the female form for sake of simplicity; any reference to the female gender shall include all genders.....

## 1. DIE DUNKLE SEITE

Wie man es von Angehörigen eines zum Pessimismus neigenden Berufsstands ja erwarten kann, wollen wir im Folgenden zunächst kurz auf die Probleme und Risiken für Finanzierungsrunden im gegenwärtigen VC-Umfeld eingehen. Wenn auch schmerzhaft, ist es nach unserer Sicht für Unternehmer leider unumgänglich, sich die "dunkle Seite" der Krise vor Augen zu führen, um so insbesondere die Probleme und Unwägbarkeiten zu verstehen, mit denen ihre potenziellen Investoren derzeit konfrontiert sind. Nur so können Gründer und Gründerinnen ein realistisches Bild ihrer Optionen gewinnen und die beste Vorgehensweise für ihre Unternehmen wählen.

### 1.1 VC-Fonds geraten gegenwärtig unter Druck

Seien wir ehrlich: Wie wir alle, fühlen sich auch Investoren bei einem wirtschaftlichen Abschwung unsicher. Bei Investoren wirkt sich dies auf die Art und Weise aus, wie sie Unternehmen und Finanzierungsbedingungen bewerten und die ihren Term Sheets zugrunde liegenden Investitionen modellieren und bepreisen. Jedenfalls kurzfristig werden Investoren ihr Bestandsportfolio und neue Investitionsmöglichkeiten unterschiedlich behandeln, wobei die Bedingungen hier aller Voraussicht nach von Fall zu Fall sehr unterschiedlich sein werden.

It's ugly out there. The collapse of high-tech stocks in the public markets has had a ripple effect on private equity. Some professional investors have simply shut down the window on new investments and are focusing entirely on attempting to salvage their walking wounded and/or liquidate hopeless investments. The amount of liquidity in the sector remains enormous by historical standards, and deals are getting done. The money is there but it is very nervous money in the opinion of this observer, and no one wants to be written up in the trade press as the bozo who invested in [Fill\_in\_the\_name\_of\_your\_favorite\_com\_disaster]. There are private asset managers, who have never seen a rainy day, traumatized by the catastrophes in their portfolios. Now, nobody is about to take up collections for the impoverished VCs.

(Joseph W. Bartlett, Gründer von VC Experts.com)

FUN FACT: Diese Ausführungen sind nicht aus dem März 2020, sondern stammen aus dem Jahr 2009.



Um es mit den Worten eines der geistreichsten Denker der letzten Jahrzehnte auszudrücken:

"It's like déjà vu all over again."

(Yogi Berra<sup>2</sup>, der uns an anderer Stelle noch mal begegnen wird).

Also, ist es dieses Mal anders? Aber vor allem: wie schlimm ist es?

#### Unterstützung bestehender Portfoliounternehmen:

Business-Pläne und Markteinschätzungen ändern sich derzeit sehr schnell. Die wilden Ausschläge der Kapitalmärkte, die sich immer hässlicher abzeichnende Rezession und die weit verbreitete Unsicherheit und Angst werden zweifellos viele Investoren dazu veranlassen, ihr Investitionstempo deutlich zu verlangsamen und sich auf die Betreuung bestehender Portfoliounternehmen zu konzentrieren. Zahlreiche Portfoliounternehmen beanspruchen momentan die gesamte Aufmerksamkeit ihrer Investoren, wie auch *Christian Saller*, General Partner von

Holtzbrinck Ventures kürzlich in einem Interview der Gründerszene berichtete: "In den vergangenen Tagen lag unser Schwerpunkt auf der Zusammenarbeit mit den Gründern und Geschäftsführern in unserem Portfolio, um die Situation klar zu analysieren und sie bei der Planung der nächsten Schritte zu unterstützen." Diese Hilfe kommt in den meisten Fällen auch nicht ungelegen, reicht aber bisweilen nicht aus. Da viele Start-ups schneller an Umsatz und Liquidität verlieren, als sie Kosten und Ausgaben senken können, sind die Bestandinvestoren derzeit vielfach die einzige Anlaufstelle, wenn es darum geht, über eine Brückenfinanzierung sich die Atempause bis zur nächsten Finanzierungsrunde zu sichern.

2. Yogi Berra hat für den Baseball mindestens so viele bleibende Zitate geprägt wie Andi Möller, Andreas Brehme und Lothar Matthäus für den deutschen Fußball zusammen, auch wenn wir uns hier einer inhaltlichen Bewertung gerne enthalten würden...



## 1. ON THE DARK SIDE

As one would expect from a good lawyer, let us start with the dark side of the current funding environment. We think it is important for entrepreneurs to understand the problems their potential investors currently face to get a realistic picture of their options and choose the best course of action for their companies.

### 1.1 Stress on VC Funds

Let's be frank: Investors are people too — downturns make them uncomfortable just like the rest of us. Their perception of macro conditions spills over into how they look at companies, how they evaluate deal terms and how they model the economics underlying their term sheets. They are also likely to treat existing portfolio companies and new ones differently, although terms will vary a lot from case to case.



It's ugly out there. The collapse of high-tech stocks in the public markets has had a ripple effect on private equity. Some professional investors have simply shut down the window on new investments and are focusing entirely on attempting to salvage their walking wounded and/or liquidate hopeless investments. The amount of liquidity in the sector remains enormous by historical standards, and deals are getting done. The money is there but it is very nervous money in the opinion of this observer, and no one wants to be written up in the trade press as the bozo who invested in [Fill\_in\_the\_name\_of\_your\_favorite\_.com\_disaster]. There are private asset managers, who have never seen a rainy day, traumatized by the catastrophes in their portfolios. Now, nobody is about to take up collections for the impoverished VCs.

(Joseph W. Bartlett, Founder of VC Experts.com)



*FUN FACT: This statement is not a particularly recent one but dates back to 2009.*



To put it in the words of one of the wittiest thinkers of recent decades:

"It's like *déjà vu* all over again."

(Yogi Berra — hang in there, we hid another of his famous aphorisms in the chapters to come).

So, are these times different and how bad is it?

#### **Supporting Existing Portfolio Companies:**

Business forecasts and plans are changing very rapidly at the moment. The wild swings of the capital markets, the opening maw of a recession and widespread unease and fear will undoubtedly cause many investors to slow down their investing pace and focus on propping up their existing portfolio companies. In fact, existing portfolio companies are currently

occupying most of these investors' bandwidth. *Christian Saller*, General Partner with Holtzbrinck Ventures said in a recent interview with *Gründerszene*: "In the past few days, our focus has been on working with the founders and managing directors in our portfolio to clearly analyze the situation and support them in planning the next steps." Given that many start-ups lose revenue and liquidity faster than they can cut back on costs and expenses, they turn to their existing investors for bridge financing to stabilize the business and get them to the next financing round.

## Performance der Fonds:

Es ist auch mit einer Verlängerung der Haltezeiten der einzelnen Portfolioinvestitionen zu rechnen, da herkömmliche Ausstiegsmärkte gegenwärtig mehr oder weniger eingefroren sind und sich ebenfalls nur langsam wieder öffnen werden. Dies gilt insbesondere für den IPO-Markt, aber auch für das "klassische" M&A, da potenzielle strategische Investoren ihre M&A-Strategie und -Aktivitäten zurückschrauben und es für Private-Equity-Investoren ("PE") schwieriger sein wird, Akquisitionen mit der gewohnten Leverage zu realisieren. Bereits vor dem Ausbruch der COVID-19-Pandemie war gegen Ende 2019 eine Verlangsamung der Ausstiegsaktivitäten von VC feststellbar, die sich nun zweifellos verschärft, was wiederum kurzfristig die Bewertungen der Portfoliounternehmen und mittelfristig die Performance der Fonds schwächen wird. Eine derart gedämpfte Fondspersormance wird ihrerseits die Investitionsbereitschaft der VCs dämpfen, da sie früher oder später unter zunehmenden Druck der eigenen Investoren (der sog. Limited Partner oder kurz "LPs") geraten werden.

## Geringere Investitionsbereitschaft und intensivere Prüfung:

Auch wenn es für VC-Investoren in den nächsten Quartalen zweifellos schwieriger werden wird, neue Fonds an den Start zu bringen, insbesondere wenn es sich bei den betreffenden Initiatoren um "Neulinge" handelt, die sich nicht auf eine starke LP-Basis verlassen können, erwarten wir nach zahlreichen Gesprächen

mit unseren Mandanten aus dem VC-Markt (aktuell) nicht, dass sich LPs aus ihren Verpflichtungen in bereits eingesammelten (closed) Fonds herauswinden oder besonderen Druck auf die Fondsmanager ausüben werden, die Investitionstätigkeit des betreffenden Fonds zu verlangsamen und Kapitalzusagen nicht abzurufen. Das mag sich natürlich ändern, sollte der Abschwung über einen längeren Zeitraum anhalten. Die Erfahrungen nach dem Platzen der Dot.com-Blase zeigen, dass in substantiellen Krisen auch führende VC-Fonds auf Grund des allgemeinen Marktdrucks nicht davor geschützt sind, bereits zugesagte Mittel wieder freigegeben und ihre Geldgeber von entsprechenden Verpflichtungen entbinden zu müssen.

What to expect from VC fundraising due to COVID-19? What I'm telling founders that ask – the quick answer is, the shortsighted VCs will panic and stop doing deals, the good VCs will keep calm and carry on. But, there are a decent number of shortsighted VCs so plan accordingly.

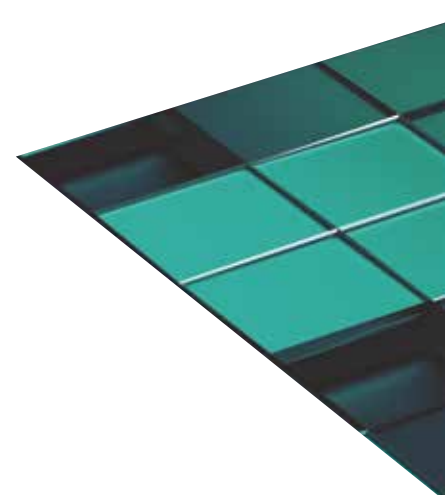
(Nabell Hyatt, Spark Capital)

verwöhnten Unternehmer an die von den VC-Investoren nunmehr kommunizierten Erwartungen in Bezug auf die Bewertung und andere Deal Terms "gewöhnt" haben.

There are a lot of funds out there with a lot of capital to deploy, but they have years to do it. VCs can and will slow down. I think there will be fewer FOMO rounds because investors will take a bit more time to get to know and diligence the business, and I don't think that's a bad thing.

(Paul Murphy, Northzone)

Man muss kein Prophet sein, um vorauszusagen, dass VC-Investoren in Zeiten einer sich abkühlenden Wirtschaft noch intensiver prüfen und generell vorsichtiger handeln werden, wenn es um neue Investitionen geht. Auch wird es einige Zeit dauern, bis sich die insoweit von "der guten alten Zeit"



### Fund Performance:

We can also expect to see holding periods increase as some VC funds will be forced to hold their investments in start-ups longer than expected as they may find exit markets to be more or less subdued. This is most immediately true for the IPO market, but also has an impact on the M&A market, as potential corporate buyers scale back on their M&A strategy and private equity ("PE") investors find it harder to leverage acquisitions with debt strategies they are used to. Even before the onset of the COVID-19 pandemic in late 2019, we saw a slowdown in VC exit activities, and this trend has undoubtedly accelerated which in turn will dampen portfolio companies' valuations and by extension fund performance. Suppressed fund performance will dampen VCs' investment appetite as they will sooner or later experience increasing pressure from their own investors (their so-called limited partners or "LPs" for short).

### Reduced Investment Appetite and Intensified Scrutiny:

While it will undoubtedly be more difficult for VC investors in the next few quarters to raise new funds — in particular if they are first-timers and cannot rely on a strong LP base — according to our conversations with our VC clients, they do not yet expect their existing fund LPs to wiggle out of their commitments or exercise pressure on their fund managers to slow down their investment activity. However, if the downturn persists for a longer period of time, this situation might change. In the years following the dot.com bust, we saw even marquee VC firms having to cut back funds they had already raised and release some of their backers from their obligations.

What to expect from VC fundraising due to COVID-19? What I'm telling founders that ask — the quick answer is, the shortsighted VCs will panic and stop doing deals, the good VCs will keep calm and carry on. But, there are a decent number of shortsighted VCs so plan accordingly.

(Nabell Hyatt, Spark Capital)

It doesn't require a prophet to predict that in times of a subdued economy, VC investors will apply more scrutiny and across the board will act more cautiously when it comes to making new investments. One also needs to consider that, on the heels of recent good times for entrepreneurs, expectations around valuation and other deal terms will take some time to adjust to what the VC investors might consider the new reality.

There are a lot of funds out there with a lot of capital to deploy, but they have years to do it. VCs can and will slow down. I think there will be fewer FOMO rounds because investors will take a bit more time to get to know and diligence the business, and I don't think that's a bad thing.

(Paul Murphy, Northzone)

## 1.2 Timing

Wie wir gesehen haben, sind viele VC-Investoren derzeit intensiv und fast ausschließlich damit beschäftigt, ihre bestehenden Portfoliounternehmen über Wasser zu halten. VC-Investoren müssen zukünftig wohl auch mehr Mittel für Brückenfinanzierungen bereitstellen und damit rechnen, dass zumindest in naher Zukunft viele Finanzierungsrunden ihrer Portfoliounternehmen von Bestandinvestoren angeführt oder sogar vollständig von diesen geschultert werden müssen.

Vor diesem Hintergrund sollten Start-ups sich darauf einstellen,

dass der Fundraising-Prozess in vielen Fällen noch zeitaufwendiger sein wird, als er dies ohnehin schon war: bis zum ersten (virtuellen) Treffen mit einem Fondsmanager vergehen angesichts des "internen" Workload (im schlechtesten Fall) bereits Wochen. Danach folgen weitere Treffen und Gespräche sowie eine Pitch-Präsentation vor den Partnern des VC-Fonds. Der Weg führt sodann weiter über die Verhandlung und den Abschluss eines Term Sheets, begleitet von einer – im Vergleich zu früher wohl noch zeitintensiveren – Due Diligence. Bis es schließlich um die Verhandlung und Erstellung der (rechtlichen)

Transaktionsdokumente durch Anwälte beider Seiten geht, vergeht abermals Zeit, die bei der Liquiditätsplanung des Unternehmens unbedingt eingeplant werden sollte. Hier noch nicht eingerechnet sind weitere – staatlich veranlasste oder auch aufgrund persönlicher Befindlichkeiten notwendige – Kontaktsperren oder -reduzierungen, die zu einer weiteren Verlängerung des Investitionsprozesses führen können.

---

## 2. DIE ANDERE SICHT DER DINGE

Trotz aller Untergangsszenarien: Es gibt auch positive Aspekte im aktuellen Umfeld. Der Markt für VC-Investments wird jedenfalls nach einer ersten (hoffentlich relativ kurzen) Schockstarre nicht vollständig zum Erliegen kommen. Außerdem gibt es alternative Finanzierungsmodelle für junge Technologieunternehmen.

### 2.1 Finanzierungsmöglichkeiten

#### 2.1.1 VC-Fonds sitzen noch auf reichlich Liquidität

Betrachtet man den Gesamtmarkt für VC-Finanzierungen, so lässt sich festhalten, dass es aktuell reichlich an sog. "Dry Powder" gibt, also bereits zugesagte, aber noch nicht abgerufene Finanzmittel. Laut *PitchBook* gelang es neuen und Folgefonds, in den Jahren 2018 und 2019 allein in den USA

58 Mrd. USD bzw. 46 Mrd. USD einzusammeln. Hinzu kommt, dass der sog. "Private Capital Overhang", also die Summe der kumulierten Finanzmittel, die privaten Fonds weltweit zur Verfügung gestellt wurde, abzüglich der von ihnen getätigten Investitionen, in den letzten Jahren ebenfalls auf Rekordniveau lag: Laut der von *PitchBook* veröffentlichten Daten betrug dieser Kapitalüberhang allein im Jahr 2019 ca. 2.410 Mrd. USD.

Obwohl auch die Investitionstätigkeit in jüngster Zeit auf Rekordniveau war, was dazu führen dürfte, dass VC-Investoren einen größeren Teil ihrer Mittel für Folgeinvestitionen (insbesondere in Krisenzeiten) vorsehen müssen, bleiben damit immer noch gewaltige Summen, die VCs investieren müssen; es fragt sich nur wann... VC-Investoren sind sich

dessen bewusst und werden – sobald die erste Schockwelle abgeklungen ist – erkennen, dass die Uhren ihrer Investitionsperioden ticken. Denn eins bleibt auch nach der Krise so, wie es vor der Krise war: VC-Investoren scheuen es, einmal erhaltene Kapitalzusagen an ihre LPs "zurückzugeben".

Hier könnte die Situation in der Tat anders sein als bei früheren Crashes. Während und kurz nach der globalen Finanzkrise von 2008 und 2009 gingen die VC-Finanzierungen weltweit naturgemäß zurück, brachen aber nicht völlig ein und zeigten relativ bald wieder erste Anzeichen einer sich dann auch verstetigenden Erholung.



## 1.2 Timing

As we have seen, many VC investors are currently busy with their existing portfolio companies and keeping them afloat occupies a lot of their bandwidth. VC investors also have to earmark more funds for follow-on investments and anticipate that at least in the near term, many financing rounds for their portfolio companies will be led by or even completely comprised of existing backers.

Against this backdrop, start-ups should understand that in many instances the venture process will be even more time consuming than before. Just getting a (virtual) meeting with a principal of a VC firm can take weeks; follow that with more meetings and conversations; then wait to schedule a presentation to all of the partners of the VC fund; sometime after that, the issuance and negotiation of a term sheet and

continued due diligence; and finally the drafting and negotiation by lawyers on both sides of numerous legal documents to evidence the investment. Here, the risk of a prolonged hiatus of in-person meetings — whether imposed by regulators or just resulting from people erring on the side of caution — might further exaggerate the time requirements to bring new investors on board.

---

## 2. ON THE BRIGHT(ER) SIDE (AND IN THE TWILIGHT...)

However, this is only one side of the story and there are indeed signs that the funding markets will not freeze entirely, or at least not for very long. Plus, there are alternatives for entrepreneurs seeking funding.

### 2.1 Funding Opportunities

#### 2.1.1 The Amount of Dry Powder

For the VC industry as a whole, the amount of dry powder — *i.e.*, the amount of money committed to VC funds but not yet invested — is at a record level. During 2018 and 2019, many new and successor funds were raised (according to data from *PitchBook* more than \$58 billion in 2018 and \$46 billion in 2019 in the US alone). Additionally, the last few years saw record levels of what analysts call the “private capital overhang”, that is, the amount of cumulative dollars raised by private funds globally less investments

made by them. According to *PitchBook* data, in 2019, the private capital overhang stood at approx. \$2.410 billion.

Although recent investment activity has also been at record highs which means that VC investors must earmark a larger portion of their funds for follow-up investments (in particular in times of crises), this still leaves large sums that VCs need to deploy, eventually... VC investors are aware of this and will — once the first shockwave has abated — realize that their investment periods are ticking and will likely take steps to avoid having to return capital back to their LPs.

In that sense, the situation could indeed be different from earlier crashes. During and shortly after the global financial crisis of 2008 and 2009, VC financings around the world certainly declined but did not collapse, and relatively soon

thereafter showed the first signs of upward momentum. In contrast, the reduction in investments after the dot.com crash around the turn of the millennium was — in relative terms — more severe and prolonged. There is not just one single reason for this, but part of the story might be that fundraising in the three years leading up to the crisis of 2008 was significantly higher than the fundraising over the same term prior to the dot.com crash. According to VC investor *Zebediah Rice*, who in a recent article on *Startup Daily* elaborated on these fundraising patterns, fundraising in the three years prior to the current crisis far surpassed fundraising activities prior to the last two crashes. In short, there is still an enormous amount of dry powder and it will need to be deployed one way or another.

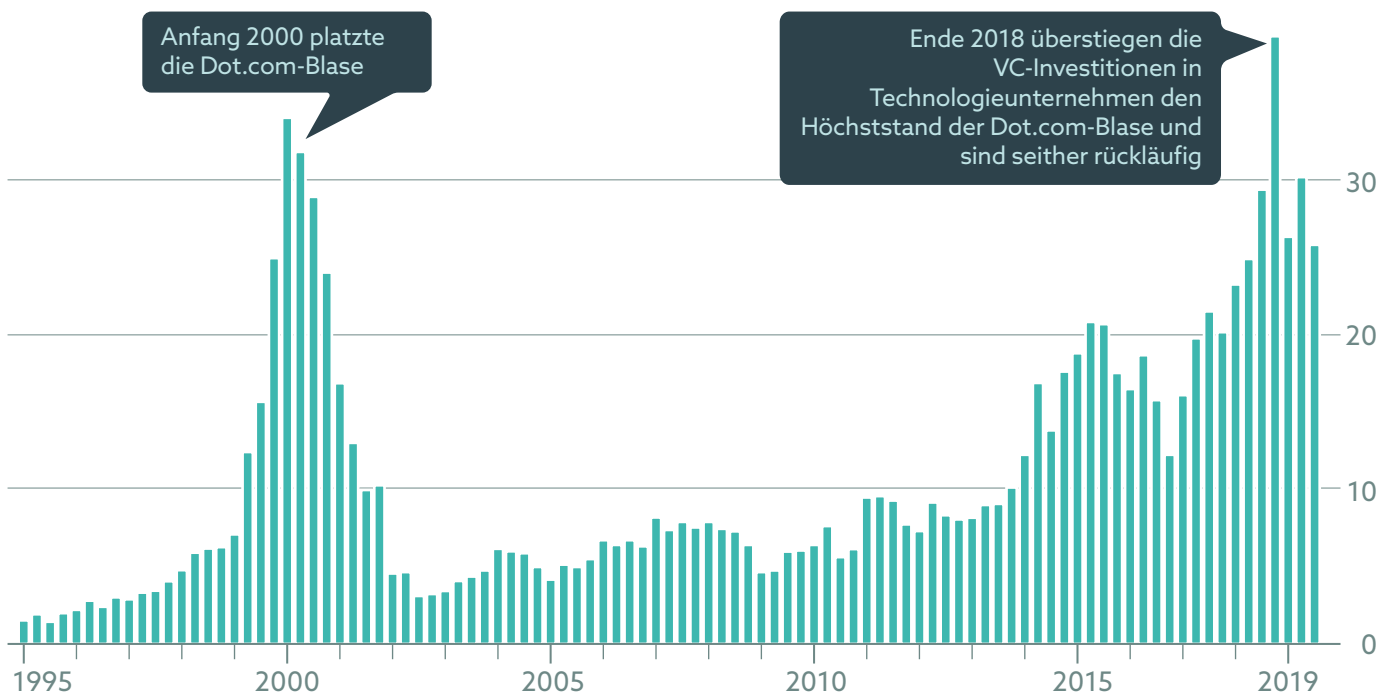


Im Vergleich dazu war der Rückgang der Investitionen nach dem Dot.com-Crash um die Jahrtausendwende – relativ gesehen – stärker und hielt länger an. Natürlich gibt es dafür nicht nur eine einzige Ursache, ein Hauptgrund für diese abweichenden Entwicklungen

könnte allerdings darin bestehen, dass das Fundraisingvolumen in den drei Jahren vor der Krise von 2008 deutlich höher war, als in der gleichen Zeit vor dem Dot.com-Crash. Laut dem VC-Investor *Zebediah Rice*, der in einem kürzlich erschienenen Artikel auf Startup Daily diese Fundraising-

Muster analysierte, übertraf das Fundraising in den drei Jahren vor der aktuellen Krise die Fundraising-Aktivitäten vor den beiden letzten Abstürzen bei weitem.

## TOTAL VALUE OF GLOBAL VENTURE CAPITAL INVESTMENTS IN SOFTWARE COMPANIES (\$BN)



Source: PwC/CBInsights MoneyTree™ data explorer © FT

### 2.1.2 Investitionsmöglichkeiten – oder: *Tech isn't Main St. or Wall St.*

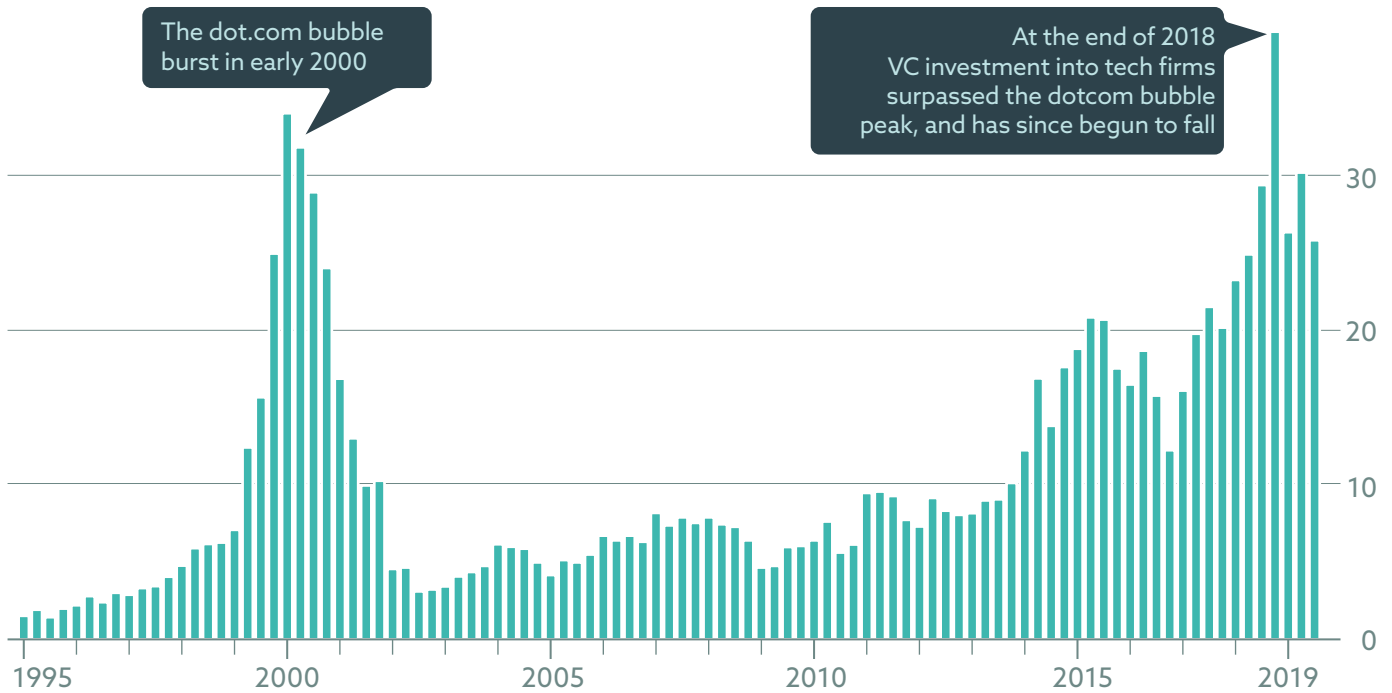
Die guten Nachrichten vorweg: Nur weil die Zeiten schlecht sind, bedeutet das nicht, dass aussichtsreiche Technologieunternehmen nicht wachsen können oder dass kluge Gründer keine neue Risikofinanzierung erhalten.

Nach den Daten von *PitchBook* war 2009 das erste Jahr seit den 1990er Jahren, in dem VC-Fonds eine mittlere IRR im zweistelligen Bereich erzielten und daran hat sich auch in den 2010er Jahren wenig

geändert. Diese Daten bestätigen eine Erkenntnis, die sowohl für die PE- als auch für die VC-Welt gilt: Die Fonds mit der besten Performance sind tendenziell diejenigen, die am Tiefpunkt eines Abschwungs und in der frühen Phase der Erholung investieren, wenn die Bewertungen niedriger sind, der Wettbewerb im Markt nachlässt und die Portfoliounternehmen in einer Zeit gegründet werden, in der sie vom makroökonomischen Rückenwind einer sich erholenden Wirtschaft profitieren.

“ If this is the beginning of another ten-year cycle, there aren't that many opportunities like this; let's not waste it.  
 (Tom Butler, Thomvest) ”

## TOTAL VALUE OF GLOBAL VENTURE CAPITAL INVESTMENTS IN SOFTWARE COMPANIES (\$BN)



Source: PwC/CBInsights MoneyTree™ data explorer  
© FT

### 2.1.2 Investment Opportunities — or why Tech isn't Main St. or Wall St.

The reality is that just because times are bad, it doesn't mean that good technology companies won't be able to grow, or that smart entrepreneurs won't receive fresh venture backing.

According to data from *PitchBook*, 2009 was the first vintage since the 1990s where VC funds produced a median IRR in the double digits, and returns have remained strong for vintages through the 2010s as well.

This data confirms an observation that holds true both for the PE and the VC world: the best performing funds tend to be those that invest at the nadir of a downturn and into the early stage of recovery, when valuations are lower, competition abates and portfolio companies are set up in time to benefit from macroeconomic tailwinds.

“ If this is the beginning of another ten-year cycle, there aren't that many opportunities like this; let's not waste it.  
 (Tom Butler, Thomvest) ”

### 2.1.3 Alternative Finanzierungsquellen

Darüber hinaus gibt es eine Reihe alternativer Finanzierungsquellen. Dies umfasst sowohl die krisenbedingten Notfallmaßnahmen der deutschen Bundesregierung oder der einzelnen Länder, als auch nicht krisenbezogene Quellen wie das wachsende Segment der Risikokredite (Venture Debt).

#### **Notfallmaßnahmen:**

Diese Maßnahmen sind bereits an anderer Stelle ausführlich beschrieben worden und die Situation ist hier noch stark im Fluss. Wir wollen uns daher auf einen kurzen Überblick über die jüngeren Entwicklungen beschränken.

Die gegenwärtige Krise könnte eine Gelegenheit sein, eine "klassische" Fremdfinanzierung aufzunehmen, wie sie derzeit in eigens aufgelegten staatlichen Liquiditätsprogrammen kostengünstig angeboten wird. Diese Programme stehen in der Regel jedem Unternehmen (auch Start-ups) zur Verfügung, das die entsprechenden Voraussetzungen erfüllt. So bietet beispielsweise die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) im Rahmen der ERP-Gründerkredit-Universell-Programme relativ hohe Liquiditätsbeträge an, die von der KfW bis zu 90% des jeweiligen Kreditrisikos abgedeckt werden. Die entsprechenden Kredite werden dabei nicht direkt von der KfW, sondern von den jeweiligen Hausbanken vergeben, die dann ihrerseits von der KfW abgesichert werden. Im Rahmen der Inanspruchnahme derartiger Absicherungen kann vom Antragsteller jedoch

verlangt werden, nachzuweisen, dass dieser ein "Opfer" der COVID-19-Pandemie ist und ein nachhaltiges Geschäftsmodell vor Beginn der Krise hatte, das durch diese negativ beeinflusst wurde. Darüber hinaus muss die Hausbank davon überzeugt werden, die verbleibenden 10% des Kreditrisikos zu übernehmen, wofür zusätzliche Sicherheiten verlangt werden können. Schließlich ist weitere Voraussetzung eine Geschäftstätigkeit für mindestens drei Jahre oder zumindest Jahresabschlüsse für zwei Jahre. Ähnliche Liquiditätsprogramme werden von den Förderbanken der deutschen Bundesländer angeboten, deren Anforderungen und Voraussetzungen den KfW-Programmen in der Regel gleichen.

Daneben gibt es aber auch andere Hilfsmöglichkeiten: So stellt zum Beispiel das Land Berlin über die lokale Entwicklungsbank IBB direkt Darlehen mit einer Laufzeit von zwei Jahren und einem Betrag von bis zu EUR 0,5 Mio. zinslos und Darlehen mit einem Volumen von EUR 0,5 Mio. bis zu EUR 2,5 Mio. mit einem Zinssatz von 4,00% p.a. zur Verfügung. Zusätzlich können Bürgschaften von entsprechenden Förderbanken oder Bürgschaftsbanken eingeholt werden, die als Sicherheiten für Darlehen der Geschäftsbanken an das jeweilige Unternehmen verwendet werden können.

Im Zeitpunkt der Erstellung dieses OLNS#5 ist die deutsche Bundesregierung dabei, einen sog. Wirtschaftsstabilisierungsfonds einzurichten, der Garantien für Finanzierungen geben oder auch direkt Liquidität für Unternehmen bereitstellen soll, auch in Form

einer Eigenkapitalbeteiligung. Das Programm richtet sich dabei an große Unternehmen, die zwei der folgenden drei Voraussetzungen erfüllen: (i) erwirtschafteter Umsatz von über EUR 50 Mio., (ii) Bilanzsumme von mehr als EUR 43 Mio. oder (iii) mehr als 249 Beschäftigte oder solche Unternehmen, die als "strategisch wichtig" einzustufen sind. Durch eine entsprechende Ergänzung wurde die Förderfähigkeit auch auf solche Start-ups ausgeweitet, die seit dem 1. Januar 2017 Finanzierungsrunden mit einer Post-Money Bewertung von mehr als EUR 50 Mio. durchgeführt haben. Beachtet werden sollte aber, dass derartige staatlichen Investitionen mit Auflagen verbunden sein können, z.B. einer Beschränkung von Dividendenzahlungen oder der Deckelung der Vergütung des Topmanagements.

Ob diese Programme für Start-ups sinnvoll sind (insbesondere, wenn in einigen Fällen der Staat als Gesellschafter mit am Tisch sitzen wird), bleibt abzuwarten. Vor diesem Hintergrund gibt es bereits einige Lobbying-Initiativen, um spezielle Programme einzurichten, die besser auf die Bedürfnisse junger VC-finanzierter Technologieunternehmen zugeschnitten sind. Die Vorschläge reichen hier von einer 100%igen Abdeckung des Kreditrisikos durch öffentliche Geldgeber für Liquiditätshilfen bis hin zur Gewährung von direkten Krediten oder sogar Initiativen für Eigenkapitalinvestitionen. Es wird auch vorgeschlagen, entsprechende (öffentliche) VC-Fonds aufzusetzen (u.a. sog. Matching-Fonds, die die

### 2.1.3 Alternative Funding Sources

Let's not forget that venture capital is not the only game in town — there are a couple of alternative funding sources that may help bridge the gap. There are obviously the crisis-born emergency measures put in place by the German government, but also non-crisis related sources such as the growing segment of venture debt.

#### Emergency Measures:

Because these measures have already been described in detail elsewhere and are constantly evolving, we will limit ourselves here to a brief overview.

The current crisis could be an opportunity to attract relatively inexpensive traditional debt financing via currently offered state liquidity programs. These programs are generally available for any enterprise which fulfills the respective requirements, including start-ups. For example, the Federal Development Bank (*Kreditanstalt für Wiederaufbau* — "KfW") is offering relatively high amounts of liquidity under the ERP-Gründerkredit — Universell programs, covering up to 90% of the respective credit risk. However, these loans are granted not by KfW directly, but by commercial, principal banks (*Hausbanken*) which are then backed by KfW respectively. In addition, the applicant may be required to certify that she is a "victim" of the COVID-19 pandemic and had a sustainable business model before the COVID-19 pandemic started. Apart from that, the principal bank must be convinced to cover the remaining 10% of the credit risk, for which additional collateral may be required. Finally,

applicants must be in business for at least three years or be able to show financial statements for at least the last two years. Similar liquidity programs are offered by development banks (*Förderbanken*) of the German Federal States. For these, the coverage rates and the requirements that borrowers apply through the principal bank are generally similar to the KfW programs.

In contrast and by way of an example, the local development bank in Berlin, IBB, is directly providing two-year loans for up to EUR 0.5 million without interest and from EUR 0.5 million up to EUR 2.5 million with an interest rate of 4.00% *p.a.* Additionally, guarantees may be obtained from respective development banks or guarantee banks (*Bürgschaftsbanken*) that can be used as collateral for loans extended to the company by commercial banks.

In addition, as of this writing the German Federal Government is in the process of setting up a so-called economic stabilization fund which is able to provide guarantees for commercial financings and may also provide liquidity directly to enterprises, including by taking an equity stake. However, this program was intended to cover only (i) large companies exceeding two of the following three factors: (x) revenues above EUR 50 million, (y) assets on the balance sheet over EUR 43 million or (z) more than 249 employees, or (ii) strategically important enterprises. Recently, an amendment was made to the law that provides that start-ups that have raised financing rounds with a pre-money valuation in excess

of EUR 50 million in the period since 1 January 2017 are eligible to apply for respective governmental assistance. Such investments can, however, come with strings attached, including limitations on dividend payments or caps on top management's compensation.

Whether or not these programs make sense for start-ups (Are you OK if the German State ends up on your cap table?) remains to be seen. Against this background, there are some lobbying initiatives to establish special programs better tailored to the needs of young technology companies that have already received VC funding. These proposals range from 100% credit debt risk coverage by respective public financial institutions, liquidity support, direct lending, or even equity investing initiatives. There are also proposals to finance (public) VC funds or the EIB/EIF venture programs (*inter alia* to set up so-called matching funds which shall "match" private investments and by this provide the required funds) which would then direct investment in start-ups to close the funding gap. The politics already reacted to respective initiatives planning a special EUR 2 billion program for start-ups in Germany to implement the proposals made.

Investitionen von privaten Investoren „nachahmen“ und so das Geld zur Verfügung stellen) oder die Risikoprogramme der EIB/des EIF zu erweitern, so dass diese dann jeweils direkt in Start-ups investieren können, um so bestehende Finanzierungslücken zu schließen. Hierzu gab es auch schon erste Reaktionen aus der Politik, dass ein EUR 2 Mrd. Programm speziell für Start-ups in Deutschland geplant sei, welches die entsprechenden Vorschläge umsetzen soll.

### **Venture Debt:**

Darüber hinaus sind Risikokredite in der Niedrigzinsperiode der jüngsten Zeit zu einer immer attraktiveren Anlageklasse geworden. Obwohl es sich vor allem im deutschen Markt noch um ein Nischenprodukt handelt, sind immer mehr Akteure – sowohl national als auch international – in diesen Markt eingetreten. Während auch hier Kreditgeber zweifellos nach qualitativ aussichtsreichen und mithin einem niedrigeren Ausfallrisiko versehenen Investitionen suchen werden, vergrößert sich durch Venture Debt – anders als in früheren Krisen – der verfügbare Finanzierungspool für deutsche Technologieunternehmen. So erwartet der Informationsdienst *PitchBook* in einer jüngst veröffentlichten Analyse für den US-Markt eine zunehmende Bedeutung von Venture Debt bei Startup-Finanzierungen. In unserer ersten Ausgabe der *Orrick Legal Ninja Series (OLNS#1)* haben wir einen umfassenden Überblick über Venture Debt zusammengestellt. Der Leitfaden ist auf unserer Website abrufbar.<sup>3</sup>

## **2.2 Start-ups, die von der Krise profitieren (oder zumindest weniger leiden)**

### **2.2.1 Nach Sektor**

Wie in jeder Krise gibt es auch heute Start-ups, deren gegenwärtige (oder kurzfristig adaptierbare) Geschäftsmodelle von der aktuellen Situation und ihren mittel- bis längerfristigen Auswirkungen profitieren. Die nachfolgende Aufzählung bietet einen nicht abschließenden Überblick über Geschäftsmodelle und Sektoren, die für Investoren derzeit von besonderem Interesse sein dürften:

- Dienstleister im Bereich Informationstechnologie und Entertainment;
- Softwarelösungen zur Minderung von Lieferkettenrisiken, einschließlich ERP- und CRM-Lösungen;
- On- und Nearshoring-Lösungen, einschließlich 3D-Druck;
- Digital- und Fernsteuerungstechnologie;
- Softwarelösungen zur Erzeugung und zum Betrieb von digitalen Zwillingen für Fabriken;
- Roboter- und Automatisierungstechnik, insbesondere in der Fertigung;
- Lösungen für die Fern- und prädiktive Wartung;
- Entwickler von SaaS-basierten Kommunikations- und Kollaborationswerkzeugen; und
- Bestimmte Bereiche des Gesundheitswesens und der

Biowissenschaften, darunter Big-Data-Anwendungen (z.B. Krankheitsverfolgung), digitale Gesundheit, Telemedizin, Schnelltests und Arzneimittelentwicklung.

### **2.2.2 Nach Finanzierungsphase**

Auch wenn es noch zu früh ist, die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie auf die globalen VC-Märkte über die nächsten Monate hinaus abschätzen zu wollen, lassen sich in der Rückschau auf die Investitionsmuster während des letzten Crashes in den Jahren 2008 und 2009 einige Überlegungen anstellen:

#### **Seed Stage:**

Wie die Erfahrung lehrt, scheinen von den Frühphasenfinanzierungen vor allem Seed-Finanzierungen am wenigsten von Krisen betroffen zu sein. So nahm das Volumen der Seed-Finanzierungen in den USA auch in den Jahren 2008, 2009 und 2010 stetig zu. Dabei darf allerdings nicht unerwähnt bleiben, dass die Seed-Finanzierungen ihren Wachstumskurs erst nach einem starken Rückgang im 3. Quartal 2008, dafür aber sofort im folgenden 4. Quartal 2008 wieder aufnahmen. In Anlehnung an diese Entwicklung prognostiziert *CBInsights* einen mindestens 27%igen Rückgang des Volumens der globalen Seed-Finanzierung im 1. Quartal 2020. *Tomasz Tunguz* vom VC-Fonds *Redpoint* bemerkte hierzu: "This might be for a few reasons: valuations fell, no need to reprice/recap companies, and typically recessions are great markets to start start-ups." Zu dieser Analyse könnte man noch hinzufügen, dass Start-ups im Seed-Stadium vor der Krise oft

3. <https://www.orrick.com/de-DE/Insights/2019/05/Orrick-Legal-Ninja-Series-OLNS-1-Venture-Debt-for-Tech-Companies>.



## Venture Debt:

In addition, the recent ultra-low interest environment has caused venture debt to become an increasingly attractive asset class. Though still a niche product especially in the German market, we saw more and more players — both national as well as international — enter the market. While such lenders will undoubtedly search for better quality investments in the current environment, unlike in earlier crises, venture debt increases the available funding pool for German tech companies. In a recent analysis for the US market, Pitchbook predicted that venture debt will likely play a more significant role in venture fundings in the quarters to come. In our first edition of the Orrick Legal Ninja Series (OLNS#1), we put together a comprehensive overview of venture debt, including summaries of when it makes sense and what terms are relevant. The guide can be found on our website.<sup>4</sup>

## 2.2 Start-ups that might Benefit (or at Least Suffer Less)

### 2.2.1 By Sector

As is the case in every crisis, there are start-ups that have or can pivot to business models that benefit from the current situation and its longer-term ramifications. Here are just a few of the business models and sectors that are likely to be of interest to investors:

- Real-time information and entertainment services;
- Software solutions to mitigate supply chain risks, including ERP and CRM solutions;
- On- and nearshoring solutions, including 3D printing;
- Digital and remote technology;
- Software solutions to generate and run digital twins for factories;
- Robot and automation technology, in particular in manufacturing;
- Remote and predictive maintenance solutions;
- Developers of SaaS-based communication and collaboration tools; and
- Certain healthcare and life science sectors (especially those that reduce the cost of healthcare delivery), including big data applications (e.g. disease tracking), digital health, telemedicine, rapid testing and drug discovery.

### 2.2.2 By Financing Stage

While it is still way too early to assess the impact that the COVID-19 pandemic will have on global VC markets beyond the next couple of months, one interesting thing to note is that when looking back at investment patterns in the last crash of 2008 and 2009 we can observe the following:

## Seed Stage:

Seed stage rounds seemed — at least when taking a couple of quarters into account — to be the least impacted of all the early-stage rounds, with seed investment amounts in the US actually growing in 2008, 2009 and 2010. However, seed financing rounds only resumed their growth trajectory after a steep fall in Q3/2008 (before the market came right back in Q4/2008). Similarly, *CBInsights* predicts at least a 27% drop in Q1/2020 global seed funding value. *Tomasz Tunguz* from the VC fund Redpoint observed: “This might be for a few reasons: valuations fell, no need to reprice/recap companies, and typically recessions are great markets to start start-ups.” We would add that pre-revenue start-ups often have zero or very little market exposure, are not that much threatened by disruptions in the supply chain and could also benefit from less competition in the war for talented employees.

4. <https://www.orrick.com/en/Insights/2019/05/Orrick-Legal-Ninja-Series-OLNS-1-Venture-Debt-for-Tech-Companies>.

keine oder nur eine sehr geringe Marktexposition haben, nicht so sehr von Störungen in der Lieferkette bedroht sind und auch von einem geringeren Wettbewerb im Kampf um talentierte Mitarbeiter profitieren können.

### **Early Stage:**

Das Finanzierungsumfeld für die Serien A, B und C verschlechterte sich 2009 wesentlich dramatischer und fiel im Jahresvergleich um über 40% (Daten von *Crunchbase*), wobei derartige Finanzierungsrunden im zweiten und dritten Quartal 2009 ihren Tiefpunkt erreichten, bevor sie 2010 wieder einen langsamen Aufwärtstrend begannen. Erst im Laufe des Jahres 2011 erreichten die Finanzierungsvolumina wieder das "Vor-Crash-Niveau" von 2007. Bei einem genaueren Blick auf die damaligen Entwicklungen fällt auf, dass die Gesamtzahl der entsprechenden Finanzierungstransaktionen nur moderat zurück ging. Folglich war der Löwenanteil des Rückgangs der Investitionssummen auf niedrigere Bewertungen und kleinere Rundengrößen zurückzuführen.

Man sollte jedoch vorsichtig sein, aus diesen historischen Entwicklungen Schlussfolgerungen für die aktuelle Situation zu ziehen. Wir wissen noch nicht genug über die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie und die globalen Maßnahmen zu ihrer Bekämpfung. Die Krise scheint diesmal ganz anders zu sein, wobei wir leider noch nicht wissen, wie und in welchem Ausmaß. Darüber hinaus hat sich die VC- und Technologie-Welt seit 2008 drastisch verändert: so gibt es heute VC-Fonds, die – im Vergleich zu 2008 – auf einem riesigen Haufen Geld sitzen.

Zudem schauen wir heute auf ein globales Technologie-Ökosystem mit Anwendungen, die viel tiefer in unser tägliches Leben integriert sind, als dies noch 2008 der Fall war. Andererseits gibt es viele Unternehmen in der Phase einer Series B oder Series C Finanzierung und Investoren werden hier vor die schwierige Wahl gestellt, auf welche Unternehmen und Geschäftsmodelle sie ihre begrenzten Ressourcen allozieren sollen, damit diese Unternehmen durch die Krise kommen.

### **Mega-Runden:**

Eine weitere interessante Frage wird sein, welche Auswirkungen der gegenwärtige Bärenmarkt auf die sog. "Mega-Runden", also VC-Finanzierungen mit einem Investitionsbetrag von 100 Millionen USD und mehr, haben wird. Die Älteren unter uns erinnern sich vielleicht an Zeiten, in denen wir keine Einhörner oder zumindest keine Horden von Einhörnern hatten. Unser Datensatz aus den letzten Abschwüngen ist damit naturgemäß begrenzt. Heutige Unicorns verbrennen oft sehr schnell (und vor allem viel) Geld, um in ihre sehr hohen Bewertungen hineinzuwachsen. Optimistische Beobachter werden nun argumentieren, dass Mega-Runden von der gegenwärtigen Krise nicht, oder zumindest nur vorübergehend gebremst werden, weil

- insbesondere renommierte Spätphaseninvestoren über eine Menge von Ressourcen verfügen, die sie einsetzen müssen, und dies angesichts der zur Verfügung stehenden Volumina nur in großen Finanzierungen tun können.

- es gerade in unsicheren Zeiten sinnvoll sein kann, geschwächten Konkurrenten Marktanteile zu stehlen, was wiederum zu verstärkten Investitionen in (vermeintliche) Marktführer führt.
- es für Spätphaseninvestoren vorteilhaft sein kann, einen Exit aufgrund der fehlenden Exitstrategie zum gegenwärtigen Zeitpunkt hinauszuzögern und (großvolumige) Anschlussfinanzierungen selbst zu stemmen.

Allerdings könnten Mega-Runden auch Gegenwind erfahren, weil

- Unternehmensbewertungen (vor allem der jüngst noch gehypten Einhörner) wahrscheinlich fallen werden, da die Investoren sich weigern werden, riesige Verluste im Namen des Wachstums zu finanzieren; und
- der IPO-Markt wahrscheinlich für einige Zeit eingefroren bleiben wird und weniger Ausstiegsmöglichkeiten für diese spätphasigen Start-ups verbleiben werden, insbesondere angesichts der Tatsache, dass der Appetit der strategischen Investoren und der PEs auf große Übernahmen für einige Zeit gedämpft sein wird.

## Early Stage:

The funding environment for Series A, Series B and Series C in 2009 deteriorated much more dramatically, dropping over 40% on a year-over-year basis (data from *Crunchbase*) with those financing rounds reaching their low points only in the second and third quarter of 2009 before starting a slow upward trend again in 2010. And the financing dollars in these rounds didn't regain their pre-crash 2007 levels until well into 2011. Here again, it helps to look behind the numbers — and interestingly, deal numbers didn't actually drop that much. Rather, the main driver of the decline in investment amount can be attributed to lower valuations and smaller round sizes.

However, one should be careful to draw conclusions from this historic data for the current situation. We still do not know enough about the shakeout and ramifications of the COVID-19 pandemic and the global measures to combat it. The crisis this time around seems to be very different, though unfortunately we do not yet know how and to what extent. In addition, the VC and tech world has changed since 2008 — for example, the fact that VC funds are sitting on a huge pile of cash, and the fact that we now live in a more globally integrated tech ecosystem and enjoy applications that are much deeper integrated in our daily lives. On the other hand, will the abundance of Series B and C businesses present particularly difficult decisions for investors? A high number of struggling companies could leave VCs with tough choices on which companies or business models to place their bets to see them through the downturn.

## Mega Rounds:

Another interesting question will be the effect of the current bear markets on the so-called mega rounds, frequently defined as VC financings with an investment amount of \$100 million or more. The elderly among us might remember times when we didn't have unicorns, or at least not hordes thereof, so our data set from the last couple of downturns is limited. These companies often burn through cash very fast in their pursuit to grow into their very high valuations — indeed, a LOT of cash. Optimistic observers might argue that mega-rounds won't be hit that much because:

- The marquee late stage investors do have a lot of dry powder they need to deploy and given the size of their funds they need to make big ticket investments.
- In uncertain times a “king making” strategy to steal market share from weakened competitors seems even more compelling, so doubling down on the supposed winners seems the rational thing to do.
- In a similar fashion, the recent public market turmoil might well contribute to a trend that we have seen over the last years, *i.e.*, start-ups stay private longer. So, investors may be inclined to write large checks to delay an exit in the current environment.

However, mega rounds might also experience some headwind because:

- Valuations will likely come down and that might hold particularly true for some of the recently hyped unicorns as investors say no to bankrolling huge losses in the name of growth.
- The IPO market will likely be closed for some time leaving few(er) exit options for these late stage start-ups, especially given that corporate and PE investors' appetite for large acquisitions will be dampened for quite some time.



## 2.3 Wie werden sich CVC-Investoren verhalten?

Nach dem Platzen der Dot.com-Blase in den Jahren 2000/2001 kamen Corporate Venture Capital (CVC) Investitionen schlagartig zum Erliegen. Während auch VC-Investitionen nachließen und dem gesamtwirtschaftlichen Abwärtstrend folgten, erwiesen sich die Ausschläge bei den CVC-Investitionen immer wieder als besonders dramatisch. Dies brachte CVC auch den Spitznamen "Tourist Capital" ein. Dieses inkonsistente Verhalten hat sicherlich zu der relativ geringen Wertschätzung beigetragen, die viele VC-Investoren ihren CVC-Kollegen in der Vergangenheit entgegengebracht haben. Die wilden Schwankungen waren in ihren Augen nur ein weiterer Beweis dafür, dass es großen Unternehmen (mit wenigen Ausnahmen) an Mut, Agilität und klaren langfristigen Anreizen fehlt, um Investitionen in einem riskanten und schnelllebigen Umfeld zu tätigen. Sie seien unzuverlässige Partner, die vielen Start-ups dringend benötigte Folgefinanzierungen vorenthielten.

Die Zeiten haben sich jedoch geändert. Unternehmen mussten in den letzten Jahren eine steile Lernkurve hinter sich bringen und haben Einiges investiert, um sich als bescheidene und kooperative Partner ihrer Portfoliounternehmen zu positionieren. In den letzten Jahren haben immer mehr Start-ups eine immer größere finanzielle Unterstützung von CVC-Investoren erhalten. Dieses Muster zeigt sich nicht nur weltweit, sondern auch in Europa und speziell in Deutschland.

Vielleicht sehen wir gerade ein neues Excel-Zeitalter anbrechen, das vorerst die Zeiten des PowerPoint Pitch Deck ablöst.

Mit Blick auf die Investment-Landschaft im Silicon Valley stellt Orrick-Partner *Greg Heibel* hier einen Paradigmenwechsel bei Investoren fest: "In der Vergangenheit wurde manchmal der Begriff 'Dumb Money' verwendet, um CVC-Investoren und ihre Portfoliounternehmen herabzuwürdigen. Heutzutage sieht man in den späteren Phasen CVC-Investoren in vielen, wenn nicht sogar in der Mehrzahl der Technologieunternehmen. Diese Unternehmen haben mindestens einen CVC-Investor in ihrem Cap Table, und die Frage, ob das Start-up einen der erstklassigen CVC-Investoren gewinnen kann, ist quasi eine Art Lackmustest geworden. CVC-Investoren sind mittlerweile nicht mehr 'Dumb Money', sondern 'Smart Money'."

Robuste Venture-Capital-Märkte, steigende Bewertungen für Start-ups, eine Anzahl an Unicorns, die das einst seltene Fabelwesen zu einem verbreiteten Herdentier werden lassen (um genau zu sein, umfasste die Herde nach Daten von *CB Insights* Ende 2019 bereits mehr als 430 Mitglieder) und ein generell starkes M&A-Umfeld: In den letzten Jahren stand der Wind für CVC-Investments zweifelsohne recht günstig. Es bleibt jedoch die Frage: Wie geht es jetzt weiter?

Es ist zu erwarten, dass CVC-Investoren zunächst auf breiter Front die Investitionstätigkeit kurzfristig zurückfahren, jedenfalls solange die Phase extremer Unsicherheit noch anhält. Eine Unsicherheit, die ja nicht nur das Stammhaus des CVC-Investors, sondern die gesamte Industrie und Kundenbasis erlebt.

Man sollte ja immer skeptisch sein, wenn jemand behauptet, dass dieses Mal alles anders sei (Spoiler-Alarm: üblicherweise ist es gar nicht anders...), zumal diese modernen Wirtschaftspropheten ja auch eigene Interessen verfolgen (Anwälte verdienen mit CVC-Deals Geld...). Allerdings gibt es in der Tat einige Gründe, die den CVC-Markt stützen dürften, auch wenn sich dieser natürlich dem allgemeinen Wirtschaftszyklus nicht vollständig entziehen kann.

- **Steigender Innovationsdruck:** In einem Geschäftsumfeld, in dem Innovation über Gedeih und Verderb eines Unternehmens entscheidet, in dem Innovationszyklen kürzer und dynamischer denn je sind und in dem herkömmliche F&E-Aktivitäten oft nicht die gewünschten Erfolge zeigen, werden Venture-Investitionen ein wichtiges Instrument im Innovationsportfolio bleiben. In diesem Zusammenhang markierte 2009 vielleicht einen Wendepunkt, als die CVC-Investitionen zum ersten Mal (wieder) stiegen, während die Gesamtwirtschaft rückläufig war – möglicherweise ein Zeichen für die gestiegene strategische Bedeutung von CVC.

## 2.3 What will the CVC-Investors do?

Corporate Venture Capital (CVC) came to a crashing halt after the burst of the dot-com bubble in 2000/2001. While private VC investments also ebbed and flowed with the overall economic changes, the shift in CVC investments in the past frequently proved to be particularly dramatic, earning CVC the nickname "tourist capital." Such inconsistent behavior has certainly contributed to the relatively low regard in which many VC investors viewed their CVC peers in the past. In their eyes, the wild swings — making them a non-reliable co-investor and leaving many start-ups short of follow-on capital — were only further evidence that, with a few rare exceptions, big companies have neither the stomach nor the agility and clear long-run incentives to make investments in high-risk, fast-paced environments.

However, times have changed. Corporates have had to deal with a steep learning curve over the past few years, and they have made a gallant effort to position themselves as humble and supportive partners of their portfolio companies. Over the last several years, an increasing number of start-ups have accepted ever-larger financial support from CVC investors, and that pattern holds not only on a global level but also in Europe and Germany.

The era of the PowerPoint pitch deck is coming to a close and we might see the dawn of a (new) Excel era.

When looking at the investment landscape in Silicon Valley, Orrick partner *Greg Heibel* identified a shift in investors' perspective: "In the past, people sometimes used the term 'dumb money' to belittle CVC investors and their portfolio companies. These days, you see CVC investors in many, if not a majority of, late-stage technology companies. These companies have at least one CVC investor in their cap table, and it becomes almost like a litmus test for the start-up whether or not it can attract one of the top-notch CVC investors." Heibel observes, "They've gone from dumb money to actually being the smart money."

Given strong VC markets, soaring valuations for start-ups with a number of unicorns today — which makes that once rare fairy-tale creature an increasingly common species (to be precise, the herd comprised more than 430 members as of end of 2019 according to data from CB Insights) — as well as a generally strong M&A environment, the wind has been at the back of CVC investments over the last couple of years. The question is: what lies ahead?

It is safe to predict that across the board CVC investors will retreat at least for the time being given the enormous uncertainty that not only their parent organization, but their entire industry and customer base feels at the moment.

While one should always be cautious when people (usually with vested interests such as lawyers advising on CVC deals ...) claim that "this time it's different" (spoiler alert: usually it's not), there are a couple of reasons to believe that CVC is actually here to stay, though it will certainly not fully escape the general economic boom-and-bust cycle.

- **Increasing Innovation Pressure:** In a business environment where innovation spells the difference between success and failure, where innovation cycles are shorter and more dynamic than ever, and where conventional R&D efforts often fail to yield desired returns, venture investing will continue to be an important tool in the innovation portfolio. In this context, maybe 2009 marked a turning point when, for the first time, CVC investments were rising (again) while the overall economy was in a decline, arguably signaling the increased strategic importance of CVC.



- **Reife:**

Corporate Venturing und insbesondere CVC, sind in den letzten Jahren erwachsen geworden. Sie sind in vielen Branchen fest verwurzelt und sicherlich keine Randerscheinungen mehr. Vielmehr sind sie auf Augenhöhe mit F&E, M&A und Joint Ventures und damit im Mainstream des Innovationsmanagements und der Unternehmensentwicklung angekommen. Interessanterweise zeigen Studien, dass selbst in der Finanzkrise 2008 und 2009 das Investitionsverhalten im Bereich F&E in vielen Branchen weitgehend unverändert blieb.

Vor dem Hintergrund des hohen Innovationsdrucks und der gestiegenen strategischen Bedeutung von CVC als Ergänzung der internen F&E gibt es Grund zur Annahme, dass engagierte Unternehmen auch in einem konjunkturellen Abschwung den Kurs beibehalten werden.

- **Professionellere und etabliertere Strukturen:**

Viele Unternehmen haben sich als langfristig orientierte CVC-Investoren am Markt positioniert, indem sie qualifizierte Teams aufgebaut und separate Unternehmensstrukturen geschaffen haben. Vor

diesem Hintergrund ist zu erwarten, dass Unternehmen aufgrund des Phänomens der unternehmerischen Trägheit und der sog. "Sunk Cost Fallacy" ihre CVC-Aktivitäten nicht ohne weiteres aufgeben werden und letztlich hoffentlich mehr Durchhaltevermögen beweisen als in früheren Phasen.



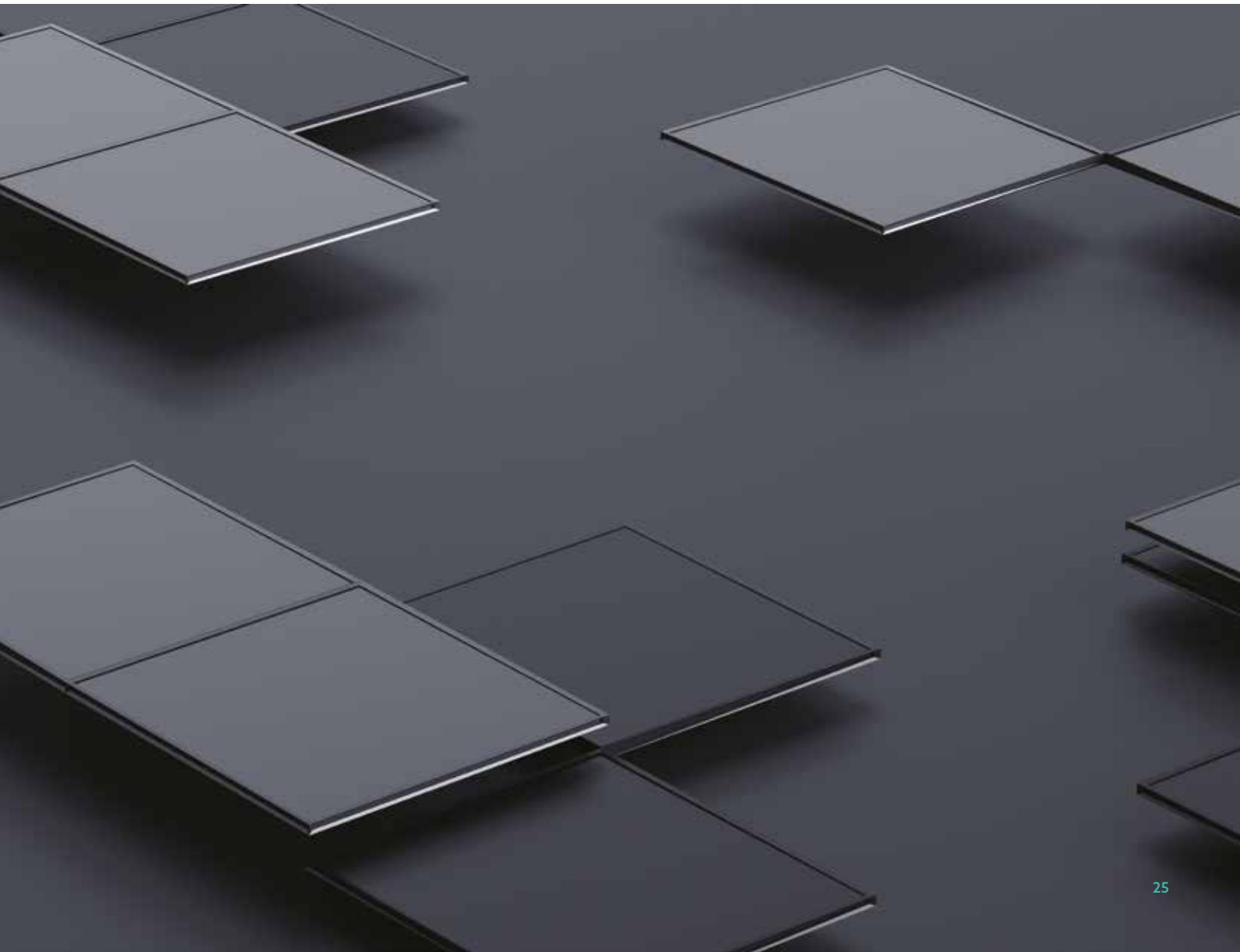
- **Maturity:**

Corporate Venturing, and CVC in particular, have come of age and matured significantly in the last years. They have taken root across many industries and are certainly no longer fringe activities but are closer to mainstream innovation and corporate-development activities on par with R&D, M&A and joint ventures. Interestingly, research shows that even in the financial crisis of 2008 and 2009, R&D spending patterns across many industries were largely unchanged. Against the background of the innovation impetus and the increased strategic importance of CVC as an augmentation of internal R&D,

there is reason to believe that dedicated corporates will stay the course even in an economic downturn.

- **Sophistication and More Established Structures:**

Many corporates have established a significant presence in the Corporate Venturing field, building skilled teams and separate legal organizations. Against this background, we can expect that, due to corporate inertia and the sunk cost fallacy, corporates will not easily abandon their CVC activities and may ultimately show more staying power than in earlier waves.



## II. Auswirkungen auf die Vertragsbedingungen

### 1. EINFÜHRUNG

Auch wenn die wissenschaftliche Aufarbeitung hier noch nicht abgeschlossen ist, lehrt die praktische Erfahrung praktizierender Transaktionsanwälte und anderer Akteure im M&A-Markt, dass in typischen Verhandlungskonstellation eines Geschäftsabschlusses die Partei mit der größeren Verhandlungsmacht günstigere Bedingungen aushandeln wird; ein Befund der gleichermaßen für die ökonomischen als auch die sonstigen Bedingungen der Transaktion gilt. Dementsprechend wird die Partei mit der größeren Verhandlungsmacht versuchen, nicht nur dadurch Wert für sich zu erzielen, indem sie einen "guten Preis" verhandelt, sondern auch über die "nichtpreislichen" Bedingungen. Fragt sich also, inwieweit sich die VC-Vertragskonditionen bei Finanzierungen nach dem Schwarzen Schwanz von 2020 ändern werden.

Es liegt auf der Hand, dass — insbesondere, wenn die derzeitige Unsicherheit noch länger anhalten sollte — Unternehmensbewertungen sinken werden und sich damit ein Trend beschleunigen wird, den wir — zumindest bei spätphasigen Finanzierungen — bereits Ende 2019 sehen konnten, als im Durchschnitt die Bewertung dieser Start-ups zu sinken begann.

While it's safe to say entrepreneurs have had negotiating leverage with the "down draft" in the market, the VC community will start exercising their leverage.

(Douglas Leone, Sequoia Capital in einer Email an die CEOs seiner Portfoliogesellschaften vom 17. April 2000)

Aber neben den offenkundigen Veränderungen bei der Pre-money Bewertung von Start-ups sehen wir auch bereits erste Veränderungen bei den Vertragsbedingungen. Während wir uns in den letzten Jahren in einem sehr gründerfreundlichen Markt bewegt haben, werden sich die Zeiten wahrscheinlich sehr rasch ändern — auch wenn wir noch nicht wissen, wie weit das Pendel nun in die andere Richtung ausschlagen wird. Klar ist, dass einige neue und einige nicht ganz so neue Gestaltungsformen wieder Einzug in Term Sheets und die eigentliche Finanzierungsdokumentation finden werden, die alle darauf abzielen, die Renditen und das Maß an Kontrolle, das nervöse Investoren nun einfordern werden, zu verbessern.

Einer der überstrapazierten Aphorismen, der Mark Twain zugeschrieben wird, lautet: "history doesn't repeat itself, it often rhymes". Schauen wir uns also die Regeln an, bei denen wir davon ausgehen, dass sich Marktstandards bald ändern dürften und werfen dabei auch einen Blick auf die letzten beiden Crashes und was sich daraus ableiten lässt.

## II. Changes in Deal Terms

### 1. INTRODUCTION

The academic literature on the effect of bargaining power on contract design remains unsettled. However, according to the views and experiences of practicing transactional attorneys and businesspeople, in the common conception of a business deal, the party with greater bargaining power will receive more favorable terms, holding true for both price terms and non-price terms. Accordingly, the party with greater bargaining power will try to extract value from the counterparty not only by achieving a “good price” but also via non-price terms. This brings us to the question of whether the financing in the wake of the COVID-19 black swan of 2020 has changed the respective bargaining power of the parties negotiating the terms of a deal and, thus, finally the deal terms itself.

Obviously, if the current uncertainty persists, valuations are poised to take a hit, accelerating a trend that we already saw — at least in the late-stage sector of the market in late 2019 when the median valuation for such start-ups started to decline.

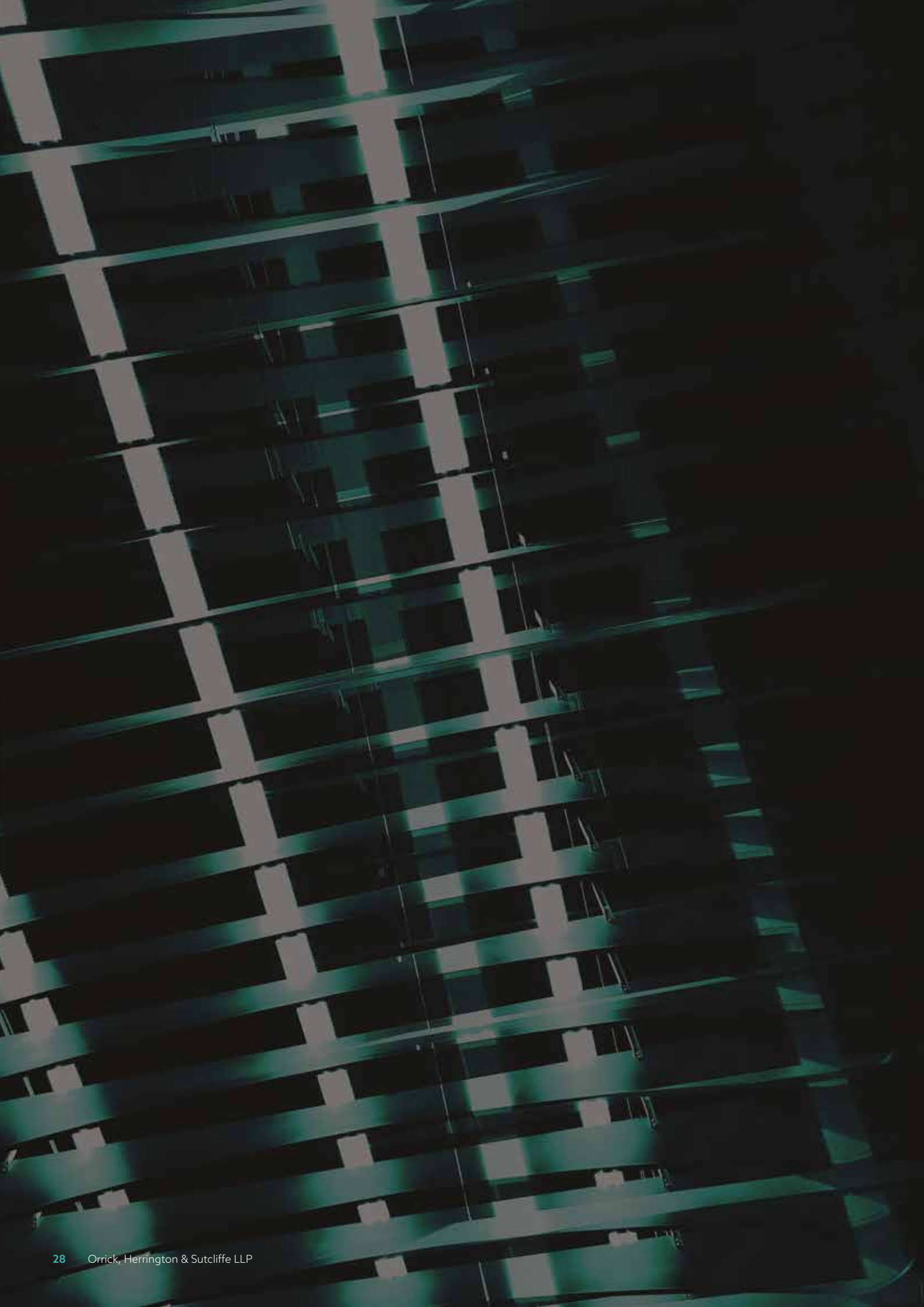
But besides the obvious changes in pre-money valuation, we are already starting to see changes in deal terms. While recent years have been a very founder-friendly era, the times will likely soon be changing — though we don’t know yet to what extent — with some new and some not-so-new wrinkles finding their way into term sheets and deal documents, all of which are designed to enhance returns and the quantum of control enjoyed by nervous investors.

One of Mark Twain’s over-used aphorisms is that “if history doesn’t repeat itself, it often rhymes”. So, while presenting those provisions of VC financings where we would expect near-term changes in what one would consider market standard, we also want to take a little trip down memory lane and look at lessons from the last two tech crashes.

While it’s safe to say entrepreneurs have had negotiating leverage with the “down draft” in the market, the VC community will start exercising their leverage.

*(Douglas Leone, Sequoia Capital in an email to his portfolio company CEOs dated 17 April 2000)*







# THE RETURN OF THE "FRANKENSTEIN" TERM SHEET ?

	CLAUSES	MARKET STANDARDS PRIOR COVID-19	CHANGES IN AN DOWNTURN MARKET	POTENTIAL COMPROMISES
CONTROL	<b>Veto Rights</b>	While there was a trend to more founder-friendly terms, overall German market approval catalogues were still pretty extensive	Even tighter restrictions can be expected	
	<b>Forced Exit</b>	Majority-initiated exit options were common	Minority-initiated investor exit options might get added	<ul style="list-style-type: none"> <li>Minority-initiated investor exit options made subject to certain conditions (e.g. majority shareholder(s) do not initiate exit within certain time period)</li> <li>Put option for minority shareholders at certain percentage of FMV in case majority shareholder(s) do not initiate exit within certain time period</li> <li>Appointment of corporate financial advisor</li> </ul>
ECONOMIC TERMS	<b>Tranched Investment Rounds</b>	Rather uncommon	Instalment payments in accordance with achievement of certain milestones added	<ul style="list-style-type: none"> <li>Particular importance should be given to a clear definition of the relevant milestones triggering the additional payments</li> <li>Majority of investors should have the right to waive milestones for all investors</li> </ul>
	<b>Liquidation Preference</b>	1 x non-participating preference plus minimum yield expectations secured by providing for certain interest return on preferential amount	> 1 x and/or participating liquidation preference	<ul style="list-style-type: none"> <li>Capped participating liquidation preference</li> <li>Multiple liquidation preference with a "catch up"</li> </ul>
	<b>Anti-Dilution Protection</b>	Move to broad-based weighted average clauses	Move (return) to narrow-based or even full-ratchet clauses	<ul style="list-style-type: none"> <li>Time limit for full ratchet, then weighted average (narrow-based)</li> <li>Pay-to-play mechanism</li> <li>Management top-ups</li> <li>"Narrow-based" clauses instead of Full-ratchet – (balanced approach)</li> <li>"Half ratchet" – half of the conversion price</li> </ul>
	<b>Pay-to-Play Provisions</b>	Rather uncommon	Added	
	<b>Redemption Rights</b>	Very rare in Europe, more common in the US	Due to legal restrictions on buy-backs / redemptions as well as uncertainties around accounting treatment, we do not anticipate these provisions to spread in Germany	

---

## 2. KONTROLLE

### 2.1 Zustimmungsvorbehalte

#### 2.1.1 Gestaltungsmöglichkeiten

Investoren verlangen üblicherweise, dass das Unternehmen bestimmte Maßnahmen nicht durchführen kann und dass bestimmte Änderungen in der Gesellschafterstruktur nicht ohne die Zustimmung der Investoren umgesetzt werden können, unabhängig davon, ob solche Entscheidungen auf der Ebene der Gesellschafterversammlung oder – in der Regel vorzugsweise, da flexibler – auf der Ebene eines Beirats getroffen werden. Hintergrund dieser Vetorechte ist, dass Investoren zwar in der Regel weniger als 50% des Unternehmens halten und somit keine Stimmrechtskontrolle ausüben können, aber dennoch ein Mitspracherecht bei wichtigen Entscheidungen und die Möglichkeit haben wollen, den Wert ihres Investments zu schützen. Wir gehen davon aus, dass Investoren hier die Zügel zukünftig wieder anziehen werden, gilt es doch, mit den vorhandenen Liquiditätsreserven möglichst lange hauszuhalten.

#### 2.1.2 Was man beachten sollte und mögliche Kompromisslinien

Man hört bisweilen von Gründern, die Vetorechte als Zeichen des Misstrauens betrachten. Doch ist das so? Klar definierte Vetorechte tragen dazu bei, Unklarheiten darüber zu beseitigen, wer die wesentlicheren Entscheidungen eines Unternehmens (mit-) treffen darf, und helfen dabei, die Beteiligungsregeln für eine langfristige Partnerschaft festzulegen. Uns ist bewusst, dass Zustimmungserfordernisse bestimmte Entscheidungen verlangsamen und die Agilität eines Unternehmens zu einem gewissen Grad beschränken. Auch sind in den letzten Jahren die Zustimmungskataloge ja in vielen Start-ups deutlich kürzer geworden. Gründer sollten jedoch auch verstehen, dass die Investoren insbesondere im gegenwärtigen Umfeld einen starken Drang verspüren werden, eine gewisse Kontrolle darüber auszuüben, wie "ihr" Geld ausgegeben wird. Und es gilt: wenn eine Maßnahme sinnvoll ist, werden vernünftige Investoren eine solche auch unterstützen. Wenn die Maßnahmen aber risikoreich sind und Ausgaben erfordern, sollten die Gründer

bedenken, dass sie letztlich (vor allem) über das Geld ihrer Investoren verfügen. Daher ist es legitim, dass Investoren um ein Mitspracherecht bei diesen Entscheidungen bitten. Aber Vetorechte sollten nach wie vor den "großen Themen" vorbehalten bleiben. Sie sollten dagegen nicht die Agilität des Unternehmens in Alltagsangelegenheiten übermäßig einschränken. Start-ups müssen schnell handeln, und Investoren sollten nur auf solche Gründer setzen, von denen sie der Meinung sind, dass diese die Produkte, Dienstleistungen und Marktchancen des Unternehmens am besten verstehen und realisieren können.

### 2.2 Mitveräußerungspflichten

Alle guten Dinge haben ein Ende. Gründer und Investoren arbeiten für eine begrenzte Zeit zusammen, aber irgendwann müssen sich ihre Wege wieder trennen. Institutionelle VC-Investoren streben in der Regel einen Exit ihres Investments innerhalb von vier bis sechs Jahren an.

#### 2.2.1 Gestaltungsmöglichkeiten

Eine Mitveräußerungspflicht (auch Mitnahmerecht) ist eine vertragliche Vereinbarung, die einem oder mehreren Gesellschaftern, die entweder allein oder zusammen einen bestimmten Prozentsatz des gesamten Kapitals des Unternehmens halten (normalerweise mehr als 50%) und die ihre Geschäftsanteile oder einen Teil davon an einen Dritten verkaufen möchten, das Recht einräumt, alle anderen Gesellschafter zu zwingen, einen entsprechenden Anteil an diesen Dritten zu verkaufen. Manchmal, insbesondere in den frühen Finanzierungsrunden, können solche Mitnahmerechte nur mit der Zustimmung einer bestimmten Investorenmehrheit durchgesetzt werden. Die Mitveräußerungspflicht ist für Erwerber attraktiv, da es einen 100%igen Ausstieg ermöglicht und keine Minderheitsgesellschafter zurückbleiben. Käufer wollen oft 100 % an einem Unternehmen erwerben, um mehr Flexibilität und Freiheit zu gewinnen, das Unternehmen nach eigenem Ermessen zu führen, ohne auf Minderheitsgesellschafter mit bestimmten unveräußerlichen Minderheitenschutzrechten Rücksicht nehmen zu müssen. Insoweit ist auch zu beachten, dass das deutsche Recht für eine deutsche

## 2. DEAL TERMS AROUND CONTROL

### 2.1 Veto Powers

#### 2.1.1 Concepts

Investors usually require that the company cannot engage in certain actions and that certain changes in the shareholder structure cannot be implemented without the consent of the investors, irrespective of whether such decisions will be made at the level of the shareholders' meeting or, usually more flexible and thus preferable, at a board level. The rationale for these veto rights is that while individual investors usually hold less than 50% of the company, they still want some say about important decisions and the ability to protect the value of their investment. We expect that investors will tighten these consent requirements soon; not least to make sure that the company's liquidity reserves will last as long as possible.

#### 2.1.2 Considerations and Compromises

We sometimes hear of founders who consider veto rights a sign of mistrust, but we would ask them to reconsider. Clearly defined veto rights help eliminate ambiguities in who gets to make bigger decisions of the company and help define the rules of engagement for a longer-term partnership. Yes, we know that consent requirements might slow down certain decisions and stifle agility to some extent. However, founders should also understand that in the current environment in particular, investors will feel a strong urge to exercise some control over how "their" money is spent. And, if a transaction makes sense, reasonable investors will vote in favor of such actions. If the decisions are risky and require spending, founders should keep in mind that they are ultimately spending their investors' money, so it is legitimate for them to request to have a say in these decisions. But veto rights should be reserved for big ticket items. They should not unduly stifle the company's agility in operational matters. Start-ups need to act quickly, and investors should only place bets on founders who they believe best understand the company's products, services and the market opportunities.

### 2.2 Forced Sale (Drag-Along Rights)

All good things must come to an end. Founders and their investors may collaborate for a meaningful period of time, but eventually they will part ways. Institutional VCs will generally seek to exit their investments within a period of four to six years after the initial investment.

#### 2.2.1 Concepts

A drag-along (also called bring-along) is a contractual arrangement that gives one or more shareholders, who hold either alone or together a certain percentage of the entire share capital of the company (usually more than 50%) and who wish(es) to sell her (their) shares or a portion thereof to a third party, the right to request all other shareholders to pre-agree to vote in favor of such sale and sell their shares to such third party. Sometimes, especially in early rounds, drag-along rights can only be enforced with the consent of an investor majority. The drag-along is appealing to acquirers as it allows a 100% exit, leaving behind no minority shareholders. Buyers will often want to acquire 100% in a company in order to gain more flexibility and freedom to run the company as they see fit without having to pay attention to minority shareholders with certain unalienable minority protection rights. Please also keep in mind that German law does not provide for a squeeze-out option for a German GmbH (for a German joint stock corporation, a squeeze-out option exists for a shareholder holding at least 95% of the stock corporation).

While relatively rare in the US until recently, majority-initiated drag-along rights are a standard feature of German market VC financings. However, in a downturn when investors must assume that exit markets may be subdued for some time to come making exit prospects potentially less appealing for common shareholders (as we will see they are sitting at the bottom of an increasing pile of liquidation preferences), we wouldn't be surprised to see also provisions that allow an investor-led minority to drag the rest of the cap table into an exit.

Gesellschaft mit beschränkter Haftung keine Squeeze-Out-Möglichkeiten vorsieht (für eine deutsche Aktiengesellschaft besteht eine Squeeze-Out-Möglichkeit für einen Aktionär, der einen Anteil in Höhe von mindestens 95% der Aktiengesellschaft hält).

Während solche Klauseln in US Finanzierungsrunden eher selten gesehen werden, stellen durch Mehrheitsverlangen ausübbarere Mitveräußerungspflichten ein übliches Instrumentarium in VC-Finanzierungsrunden im deutschen Markt dar. Jedoch wäre es für uns nicht überraschend, wenn im Fall eines wirtschaftlichen Abschwungs, in dem die Investoren davon ausgehen müssen, dass die Exit-Möglichkeiten für einige Zeit eingetrübt bleiben werden, was wiederum einen Exit für die Inhaber von Stammanteilen weniger attraktiv machen dürfte (wie wir sehen werden, stehen diese Gesellschafter am Ende einer sich verlängernden Kette von Liquidationspräferenzen), auch Regelungen zu sehen sind, nach denen eine Investorenminderheit einen Exit aller Gesellschafter erzwingen kann.

### 2.2.2 Was man beachten sollte und mögliche Kompromisslinien

Während von Minderheiten initiierte Exits wie der sprichwörtliche Schwanz, der mit dem Hund wedelt, erscheinen, gibt es Gestaltungsvarianten, bei denen die Interessen der Parteien ausgeglichen werden können. So könnte beispielsweise überlegt werden, ob solche von Investorenminderheiten initiierten Exit-Möglichkeiten erst dann gewährt werden, wenn die Mehrheitsgesellschafter innerhalb eines bestimmten Zeitraums keinen Exit-Prozess eingeleitet haben. Alternativ könnte Minderheitsgesellschaftern auch das Recht eingeräumt werden, einen Corporate Finance Berater zu beauftragen (mit Kostendeckung durch das Unternehmen), um Ausstiegsmöglichkeiten zu evaluieren und letztlich möglicherweise endgültig umzusetzen.

Im Rahmen einer einfachen Mitnahmeklausel sind die mitveräußerungspflichtigen Gesellschafter verpflichtet, die gleichen (rechtlichen und wirtschaftlichen) Regelungen und Bedingungen zu akzeptieren, die der die Mitveräußerung verlangende Gesellschafter zu akzeptieren bereit ist. Jedoch können Gesellschafter aus Vorsichtsgründen bei den Verhandlungen über die Investition und die Gesellschaftervereinbarung einige Bedingungen für das Mitveräußerungsrecht in Betracht ziehen.

- Investoren können argumentieren, dass sie nur verpflichtet sein sollten, Zusicherungen, Garantien, Entschädigungen oder andere Ansprüche in Bezug auf die Eigentumsrechte an ihren Anteilen und die Rechte Dritter, ihre jeweilige Fähigkeit, die jeweilige Transaktion einzugehen, abzugeben oder sämtliche betrieblichen Zusicherungen und Garantien nur in Abhängigkeit von ihrer jeweiligen positiven Kenntnis zu machen, da sie nicht in das Tagesgeschäft des Unternehmens involviert waren. Es stellt sich dann die Frage, ob die mitveräußerungspflichtigen Gründer in diesem Fall verpflichtet sind, zusätzliche Zusicherungen und Garantien abzugeben.
- Die Gründer profitieren in der Regel nur auf der untersten Ebene des Wasserfalls einer Liquidationspräferenz, wenn es um die Verteilung der Liquidationserlöse geht. Sie sollten sich daher bewusst sein, dass viele Übernahmevereinbarungen ein zwei- bis dreijähriges Wettbewerbsverbot für die Verkäufer enthalten, welches in vielen Fällen jedoch ausdrücklich nicht die institutionellen VCs umfasst. Wenn die Gründer dann nur einen relativ geringen Preis für ihre Anteile erhalten und weiterhin für ihren Lebensunterhalt in der gleichen Branche arbeiten müssen, kann es sinnvoll sein, sie auch aus dem allgemeinen Wettbewerbsverbot auszuklammern oder das allgemeine Wettbewerbsverbot zumindest angemessen zu begrenzen.

### 2.2.2 Considerations and Compromises

While minority-initiated exits may come across as the proverbial tail wagging the dog, there are compromises that might balance the parties' interest. For example, it could be discussed whether such minority-initiated investor exit options are granted conditional upon the expiration of a certain time period during which the majority shareholders control the initiation of the exit process. Alternatively, minority shareholders might also be granted the right to appoint a corporate finance advisor (with cost coverage by the company) to evaluate and potentially finally implement exit opportunities.

Under a simple drag-along provision, the dragged shareholders are obliged to accept the same terms and conditions (both legal and economic) that the dragging shareholder is willing to accept. However, as a matter of precaution, the shareholders might also contemplate certain conditions for the drag-along right when negotiating the investment and shareholders' agreement.

- Investors may argue that since they were not involved in the day-to-day operations of the company, they should only be obliged to give representations, warranties, indemnities or other claims with respect to the title in, and third party rights regarding their shares and their respective capacity to enter into, the respective transaction or make all operational representations and warranties subject only to their actual knowledge. The question then arises whether the dragged founders are required to give additional representations and warranties.
- Founders will usually only benefit at the lowest level of the liquidation preference waterfall when it comes to the distribution of exit proceeds and should thus be aware that many acquisition agreements will contain a two- to three-year non-compete undertaking for the sellers, in many cases carving out the institutional VCs. If the founders will receive only a relatively small price for their shares and will still need to continue working in the same industry for a living, it may be appropriate to carve them out from general non-compete undertakings as well or at least limit them appropriately.





## 3. ÖKONOMISCHE TEILHABE

### 3.1 Finanzierungen in Tranchen

#### 3.1.1 Gestaltungsmöglichkeiten

In unsicheren Zeiten ist ein Investor eventuell nicht gewillt, seine gesamte Investition in einer einzigen Zahlung bei Vollzug der Finanzierungsrunde zu leisten. Vielmehr wird der Investor verlangen, in Tranchen investieren zu dürfen, deren Zahlung von der Erreichung bestimmter Meilensteine (Milestones) abhängig ist. Meilensteine sind in der Regel technische und/oder kommerzielle Zielvorgaben (z.B. die Fertigstellung eines Prototyps oder eines sog. "Minimal Viable Product (MVP)" nach bestimmten Spezifikationen, der "Proof of Concept or Market" oder bestimmte Umsatzziele oder das Erreichen einer bestimmten Kundenanzahl), die das Unternehmen erfüllen muss. Wenn diese Meilensteine erreicht werden, ist der Investor verpflichtet, die weitere(n) Tranche(n) zu zahlen. Wenn nicht, liegt es in der Regel beim Investor, ob er auf die Erfüllung der Meilensteine verzichtet und die Investition unabhängig vom Nichterreichen der Meilensteine durch das Unternehmen trotzdem tätigt.

Es gibt grundsätzlich zwei Möglichkeiten ein solches meilensteinbasiertes Investment zu strukturieren:

- Der Investor kann bereits bei Vollzug der Finanzierungsrunde die Anzahl an Geschäftsanteilen erhalten, die der Zahlung seines vollständigen Investments entspricht. Dies stellt den investorfrendlichen Ansatz dar. In diesem Fall ist es ratsam, in der Beteiligungsvereinbarung zu regeln, welche Folgen die Nichterreichung des/der Meilensteine(s) und schließlich der Nichtzahlung der weiteren Tranche(n) haben soll. Aus Sicht der Gründer wäre beispielsweise eine automatische (Rück-)Übertragung eines Teils der gezeichneten Geschäftsanteile des Investors an die Gründer gegen Zahlung ihres Nennwerts angemessen.
- Andererseits kann die Beteiligungsvereinbarung auch weitere Kapitalerhöhungen zu vordefinierten kommerziellen Bedingungen vorsehen, mittels derer der Investor im Gegenzug für die Zahlung der weiteren Tranchen schrittweise seine Beteiligung an der Gesellschaft ausbaut. Auf diese Weise wird der Investor nach und nach seinen Anteilsbesitz an der Gesellschaft erhöhen und weitere (Vorzugs-) Rechte

erhalten, wie sie in der Gesellschaftervereinbarung festgelegt sind.

#### 3.1.2 Was man beachten sollte und mögliche Kompromisslinien

Der Vorteil einer meilensteinbasierten Finanzierung für einen Investor ist ziemlich offensichtlich. Der Investor kann sein Risiko begrenzen, da nachfolgende Tranchen erst dann ausgezahlt werden müssen, wenn und sofern sich bestimmte Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Geschäftsentwicklung des Unternehmens oder seiner angebotenen Produkte erfüllen. Es gibt aber auch Vorteile für das Unternehmen, da das Unternehmen die über die Zeit zugeführten Kapitalmittel besser verwalten (einsetzen) kann und hierdurch das Risiko entfällt, dass das Unternehmen seine Mittel verschwendet, wenn es zu Beginn zu viel Geld hat und nicht genau weiß, wofür die Kapitalmittel eingesetzt werden sollen. Auf der anderen Seite können Meilensteine das Unternehmen auch falsch incentivieren, wenn die Gründer zu sehr auf das Erreichen eines (manchmal willkürlichen oder nicht mehr relevanten) Ziels fokussiert sind und dabei größere Geschäftschancen verpassen oder sich nicht mit voller Kraft den wachsenden Herausforderungen stellen. Wenn sich Gründer und Investoren für eine meilensteinbasierte Finanzierung entscheiden, sollten sie sich auf realistische Meilensteine einigen und die Meilensteine in der Investitionsvereinbarung so klar wie möglich festlegen. Ein guter Lackmustest ist es, wenn man nachfolgende Frage bejahen kann: "Wurde der Meilenstein so definiert, dass ein außenstehender Dritter selbstständig entscheiden könnte, ob der betreffende Meilenstein erfüllt wurde oder nicht, ohne etwas über die Verhandlungshistorie zwischen Gründern und Investor zu wissen?" Es schadet auch nicht, eine gewisse Flexibilität vorzusehen und einen Mechanismus in der Beteiligungsvereinbarung zu implementieren, der es einer Mehrheit der neuen Investoren erlaubt, auf die vereinbarten Meilensteine zu verzichten oder sie zwischendurch anzupassen, wenn sowohl die Investoren als auch die Gründer dies für wünschenswert halten. *Mahendra Ramsinghani* fasst die besten Eigenschaften von Meilensteinen in *The Business of Venture Capital* zusammen: "Wie bei den meisten Vereinbarungen sind Flexibilität, Schnelligkeit und Einfachheit die Schlüssel zu einem erfolgreichen Start."

## 3. DEAL TERMS AROUND ECONOMICS

### 3.1 Staged Financings

#### 3.1.1 Concepts

In uncertain times, the investor might not want to make its entire investment in one lump sum upon closing of the financing round but rather invest in tranches, subject to the achievement of certain milestones. Milestones are usually technical and/or commercial targets (e.g., completion of a prototype or minimal viable product according to certain specifications, proof of concept or market, or certain revenue or customer acquisition goals) that the company has to meet. If the milestones are met, then the investor is obliged to invest in the next tranche. If not, it is usually up to the investor to decide whether or not to waive the fulfilment of the milestones and make the investment irrespective of the company's failure to achieve the milestone(s).

There are two options to structure a milestone-based investment:

- The investor can immediately receive as many shares as is applicable when it has made all tranche investments. This is the investor-friendly approach. It is advisable to have the investment agreement illustrate what the consequences of the nonachievement of the milestone(s) and the subsequent non-payment of the further tranche(s) shall be. From the founders' perspective, an automatic (re-)transfer of a certain portion of the investor's shares to the founders against payment of their nominal value may be appropriate.
- Alternatively, the investment agreement can provide for a number of capital infusions with predefined commercial terms pursuant to which the investor will gradually subscribe for new shares in the company alongside the payment of the various tranches. Under this approach, the investor will gradually build up its shareholding and receive more and more (preference) rights as set forth in the shareholders' agreement.

#### 3.1.2 Considerations and Compromises

Der Vorteil einer meilensteinbasierten Finanzierung  
The advantage of a milestone-staged financing for an investor is pretty straightforward. The investor can limit its risk, as subsequent tranches will only need to be paid out once certain expectations regarding the future development of the company or its offerings are met. There are benefits to the company as well, as the company gets more manageable infusions of capital over time, which eliminates the risk that the company could waste its funds by having too much money at the start and not enough direction as to where the funds should be allocated. On the flip side, milestones can also set the company on the wrong path when the founders are too focused on achieving a (sometimes arbitrary or no longer relevant) goal while missing out on greater opportunities or not confronting mounting challenges head on. If founders and investors opt for a milestone-based financing, they should agree on realistic milestones and have the milestones set forth in the investment agreement as clearly as possible. A good litmus test is to be able to answer this question in the affirmative: "Has the milestone been defined in a way that an outsider could decide herself whether or not the milestone has been achieved without knowing anything about the negotiation history between founders and investor?" It also does not hurt to build in some flexibility and have a mechanism in the investment agreement allowing a majority of the incoming investors to waive their milestones, or to adjust them mid-course if both investors and founders deem this desirable. *Mahendra Ramsinghani* summarizes the best attributes of milestones in *The Business of Venture Capital*: "As with most terms, flexibility, speed, and simplicity are the keys to a successful start."

## 3.2 Liquidationspräferenzen und Erlösvorzüge

Wie auch in vergangenen Krisen beobachtet werden konnte, versuchen Investoren, wenn sich das Marktumfeld verschlechtert, ihr Investitionsrisiko möglichst abzusichern. Eines der wesentlichen hierfür zur Verfügung stehenden Instrumente ist die Liquidationspräferenz (bisweilen auch Erlösvorzug genannt). Insbesondere in Zeiten anhaltender Unsicherheiten mit sich verschlechternden Exit-Aussichten (aufgrund geschlossener IPO-Fenster und einer sinkenden Anzahl an strategischen Investoren, die Interesse an Start-up M&A haben) neigen Investoren dazu, diesen Klauseln mehr Aufmerksamkeit zu schenken.

### 3.2.1 Gestaltungsmöglichkeiten

#### Überblick:

Liquidationspräferenzen als solches sind bei VC-Investitionen üblich. Zwar gibt es sie in zahlreichen Varianten – von den wir im Folgenden einige erläutern wollen – allgemein formuliert, legen sie aber lediglich die Regeln fest, nach denen die Erlöse aus einer Veräußerung des Start-ups (oder seiner Vermögenswerte) unter den Gesellschaftern aufgeteilt werden. Dabei berechtigen sie den Investor insbesondere dazu, einen gewissen Betrag des Liquidationserlöses vor den Inhabern von Stammanteilen zu beanspruchen. Dieser Vorzugsbetrag kann dem Betrag der Investition der vorzugsberechtigten Gesellschafter entsprechen oder ein Vielfaches hiervon sein. Alle Liquidationspräferenzen haben gemein, die Investition des Investors im Falle niedrigerer Liquidations-/Exit-Bewertungen abzusichern. Je nachdem, wie die Liquidationspräferenz strukturiert ist, kann sie auch die Rendite des Investors beim Exit erhöhen.

Die Autoren *Brad Feld* und *Jason Mendelson* bezeichnen in ihrem aufschlussreichen Buch *“Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist”* Liquidationspräferenzen als *“eine dunkle Kunst”*, in Anspielung auf die Auswirkungen, die diese Regelungen auf das *“tatsächliche”* wirtschaftliche Eigentum an einem Unternehmen haben können. Sowohl für Gründer als auch für Investoren ist es sehr wichtig, die wirtschaftliche Bedeutung von Liquidationspräferenzen (zumal, wenn mehrere

Liquidationspräferenzen übereinandergelegt werden) und ihre Folgen für die Motivation der Gründer zu verstehen.

Wie noch zu zeigen sein wird, kommt Liquidationspräferenzen eine besondere Bedeutung zu, wenn Liquidationsereignisse weniger als das investierte Kapital der Investoren einspielen, und ein geringerer Einfluss, wenn Liquidationsereignisse mehr als das investierte Kapital erbringen. Liquidationspräferenzen lassen sich anhand folgender drei Kriterien unterscheiden und bewerten:

- Wann findet die Liquidationspräferenz Anwendung?
- Wie hoch ist der Vorzug für den Investor?
- Ist die Liquidationspräferenz ein echter ökonomischer Vorzug oder stehen z.B. den Inhabern von Stammanteilen sog. *“Catch-up”* Rechte zu?

In dieser Publikation werden wir uns auf die beiden letztgenannten Aspekte konzentrieren, da sie in den vor uns liegenden Monaten wahrscheinlich an Bedeutung gewinnen werden (für weitere Details und eine nähere Darstellung der Liquidationspräferenz und anderer wesentlicher Konditionen von VC-Finanzierungen in Deutschland sehen Sie bitte unsere Publikation *“Orrick’s Guide to Venture Capital Deals in Germany”*, die auf unserer Website zum Download zur Verfügung steht<sup>5</sup>).

Unabhängig davon, ob die Liquidationspräferenz als (voll- oder beschränkt) nicht-anrechenbare oder als anrechenbare Liquidationspräferenz strukturiert ist (siehe dazu unten), werden Liquiditätsereignisse, die weniger als das investierte Kapital einbringen, die Inhaber von Stammanteilen (d.h. in den meisten Fällen die Gründer) von jeglichen Erlösen ausschließen. Dieser Betrag, der an die Investoren zurückgegeben werden muss, um alle Liquidationspräferenzen zu erfüllen, wird manchmal auch als Liquidationsüberhang (*Liquidation Preference Overhang*) bezeichnet.

5. <https://www.orrick.com/en/Insights/2018/02/Orrick-Guide-to-Venture-Capital-Deals-in-Germany>.

## 3.2 Liquidation Preference

As we have seen in prior crises, when times get worse, investors seek to hedge their downside risk, and one key feature is the liquidation preference. Especially in times of prolonged uncertainty with deteriorating exit prospects (due to closed IPO windows and less corporates having less appetite for start-up M&A) investors tend to pay more attention to these clauses.

### 3.2.1 Concepts

#### Overview:

A common feature of VC investments is a liquidation preference. Though they come in many forms — and we will discuss some variations below — liquidation preferences impact how proceeds are shared among the shareholders in a liquidity event, as they entitle the investor to receive a certain amount of the liquidation proceeds “off the top” and before holders of common shares. This preference amount may be equal to the amount of the preferred shareholders’ investment or a multiple of it. All liquidation preferences have the goal of protecting the investor’s investment in case of lower liquidation/exit values. Depending on how it’s structured, it may also increase the investor’s return at exit.

*Brad Feld and Jason Mendelson*, in their insightful book ‘*Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist*,’ call liquidation preferences “a dark art,” alluding to the impact they may have on the “real” economic ownership of a company. For founders and investors alike, it is very important to understand the economics of multiple layers of liquidation preferences and their consequences for founders’ incentives.

As we will see, liquidation preferences have a big impact when liquidity events yield less than the invested capital and a smaller impact when liquidity events yield more than the invested capital. There are three key features that make up a liquidation preference:

- When does it apply?
- What is the amount of the preference?
- Is the liquidation preference a “real” economic preference or do the holders of common shares benefit from catch-up rights?

In this publication we will focus on the latter two aspects as they will likely become more relevant in the months and quarters ahead (for a more detailed discussion of the liquidation preference and other key terms of VC financings in Germany, please see our publication “*Orrick’s Guide to Venture Capital Deals in Germany*” that is available for download on our website<sup>6</sup>).

Irrespective of whether the liquidation preference is structured as a fully or capped participating or non-participating preference (see below), liquidity events that yield less than the invested capital will shut out the holders of common shares (that is, in most cases, the founders) from any proceeds. The amount that needs to be returned to investors to satisfy all liquidation preferences is sometimes referred to as liquidation preference overhang.

6. <https://www.orrick.com/en/Insights/2018/02/Orrick-Guide-to-Venture-Capital-Deals-in-Germany>.

## Höhe des Vorzugs:

Die Höhe des Vorzugs wird in aller Regel als Multiple des Investitionsbetrages des betreffenden Investors (häufig ausgedrückt über den für einen Vorzugsanteil vom Investor gezahlten Preis) definiert. Der Multiple ist dabei ein Indikator für die aktuelle Marktlage oder besondere Sekordynamik im Zeitpunkt des Investments. Bis vor kurzem galt im VC-Markt in Deutschland eine 1-fache Liquidationspräferenz als absoluter Standard und Vorzüge von mehr als dem 1-fachen des investierten Betrages waren die seltene Ausnahme. Als Kompromiss zu Gunsten des Investors wurde neben einer 1-fachen Liquidationspräferenz allenfalls in wenigen Fällen eine kalkulatorische jährliche Verzinsung sprich Erhöhung des Vorzugsbetrags vereinbart, in der Praxis oft 6% oder 8% *p.a.*

Demgegenüber stehen die dreifachen und höheren Liquidationspräferenzen, die nach dem Platzen der Internetblase Anfang der 2000er Jahre oder – in geringerem Ausmaß – nach dem Ausbruch der globalen Finanzkrise 2007/2008 beobachtet werden konnten. Die Liquidationspräferenzen stiegen an, als das verfügbare Wagniskapital knapper wurde und die VCs mehr Verhandlungsmacht hatten.

## Nicht-anrechenbar vs. anrechenbar:

Nachdem der Investor seinen Vorzug erhalten hat, stellt sich die Frage, wie der ggf. verbleibende Erlös unter den Gesellschaftern verteilt werden soll. Insoweit ist eine wesentliche Unterscheidung zwischen anrechenbaren und (voll- oder beschränkt) nicht-anrechenbaren Liquidationspräferenzen erforderlich (im deutschen Markt sehen wir manchmal auch die Terminologie "Catch-up" und "Double-dipping" für die beiden unten näher vorgestellten Ansätze).

Die gründerfreundlichste Ausgestaltung einer Liquidationspräferenz ist der anrechenbare Liquidationsvorzug (sog. non-participating liquidation preference).

- In seiner einfachsten Ausgestaltungsvariante erhalten die Vorzugsgesellschafter ihre Liquidationspräferenz auf Ebene 1 und der verbleibende Liquidationserlös wird dann *pro ratarisch* nur unter den Stammgesellschaftern auf Ebene 2 verteilt. Die Vorzugsgesellschafter nehmen an der Verteilung auf Ebene 2 nicht teil, erhalten aber das Recht, ihre Vorzugsanteile vor der Ausschüttung der Liquidationserlöse auf Ebene 1 in Stammanteile zu wandeln. Dies sichert die Vorzugsgesellschafter für den Fall ab, dass ihre entsprechend der Beteiligung am Stammkapital der Gesellschaft berechnete Beteiligung am (gesamten) Liquidationserlös den Betrag des Liquidationsvorzugs auf Ebene 1 übersteigt.
- Bei einer alternativen Gestaltungsvariante erhalten die Inhaber von Stammanteilen nach Auszahlung der Vorzüge eine Catch-up Zahlung in Höhe des Betrags, der den Gesellschaftern zugeflossen ist, denen ein Anspruch auf den Liquidationsvorzug zusteht. Nach dieser Zahlung wird der verbleibende Liquidationserlös anteilmäßig unter allen Gesellschaftern verteilt.

Mit anderen Worten: Wenn das Liquiditätsereignis mehr als den Betrag des Liquidationsvorzugs aller Vorzugsgesellschafter (*Liquidation Overhang*) erbringt, hat ein anrechenbarer Liquidationsvorzug keinen ökonomischen Einfluss auf die Verteilung der Erlöse.

Investorenfreundlicher ist hingegen die nicht-anrechenbare Liquidationspräferenz (oder wie einige Gründer sie nennen, der "Double Dip"). Nach Auszahlung der Vorzugsbeträge wird der verbleibende Erlös anteilig, entsprechend ihrer prozentualen Beteiligung, unter den Inhabern von Vorzugs- und Stammanteilen aufgeteilt, d.h. ohne "Catch-up" der Inhaber von Stammanteilen. US-Investoren bezeichnen diese Art der Beteiligung als "as-converted" Basis, was bedeutet, dass die Vorzugsanteile bei der Verteilung des Liquidationserlöses wie Stammanteile auf der Grundlage eines Umtauschverhältnisses von zunächst in der Regel 1:1 behandelt werden.



### **Amount of the Preference:**

The amount of the preference is usually defined as a multiple of the amount invested (liquidation multiple). The multiple is an indicator of market and sector dynamics. Until most recently, in the VC market in Germany, a 1x liquidation preference was considered the absolute standard and amounts of more than 1x were the rare exception. As a compromise, we sometimes saw a 1x liquidation preference with computational interest, often 6% or 8% *p.a.*

Contrast this with the 3x and higher liquidation preferences we saw after the burst of the internet bubble in the early 2000s or – to a lesser extent – after the onset of the Global Financial Crisis in 2007/2008. The liquidation preferences went up when VC became increasingly scarce and VCs had more leverage.

### **Participating vs. Non-Participating:**

After the investor has received its liquidation preference, the question arises how the remaining proceeds (if any) shall be distributed. A crucial distinction needs to be made between non-participating and (fully or capped) participating liquidation preferences (in the German market, we sometimes also see the terminology catch-up and double-dipping for the two approaches set forth below).

The most founder-friendly option is the non-participating liquidation preference (*anrechenbarer Liquidationsvortrag*).

- In its simplest form, the holders of preferred get their liquidation preference on level 1 and then all remaining proceeds are distributed amongst the holders of common shares on a level 2 while the holders of preferred shares have the right to convert their preferred shares to common shares prior to any distribution.
- An alternative structure is that after payment of the liquidation preference amount, the holders of common shares may catch up by receiving an amount equal to the amount credited to the shareholders entitled to the liquidation preference. After that payment, the remaining proceeds will be shared on a *pro rata* basis among all shareholders.

In other words, if the liquidity event yields more than liquidation overhang, a non-participating liquidation preference has no economic impact on the distribution of exit proceeds.

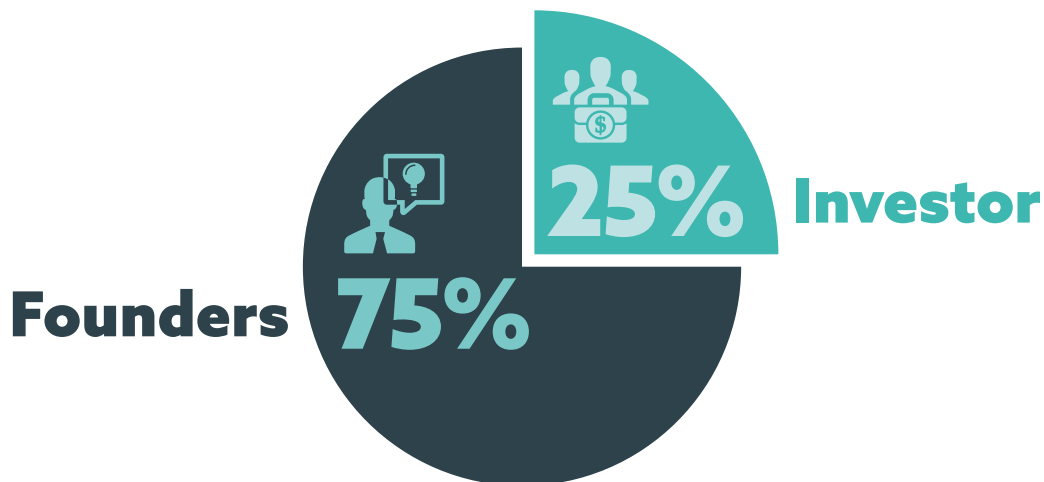
A more investor friendly construct is the participating liquidation preference (or as some founders call it, the double dip). After payment of the preference amounts, the remaining proceeds are shared *pro rata*, according to their percentage shareholding, among the preferred and common shareholders, *i.e.*, without a catch-up. US investors call this participation on an "as-converted" basis, which means that with respect to the distribution of liquidation proceeds, the preferred shares are treated as common shares as if the preferred had converted to common based on the applicable conversion ratio (initially 1:1).

## SAMPLE CALCULATION (NON-PARTICIPATING LIQUIDATION PREFERENCE)

### Investment Round Facts:

<b>Investment:</b>	<b>10.0m EUR</b>
<b>Pre-money valuation:</b>	<b>30.0m EUR</b>
<b>Post-money valuation:</b>	<b>40.0m EUR</b>

### Post-closing Cap Table:





### 3.2.2 Was man beachten sollte und mögliche Kompromisslinien

Liquidationspräferenzen können zu einer unvorhergesehenen Dynamik unter den Investoren führen. Investoren in späteren Finanzierungsrunden sehen sich einem dann möglicherweise bereits erheblichen Liquidationsüberhang gegenüber, der eine erhebliche Steigerung der Unternehmensbewertung erfordern würde, was die Attraktivität des eigenen Investments herabsetzt. Um sich vor diesem Ergebnis zu schützen, könnten einige neue Investoren zunehmend auf gestufte Liquidationspräferenzen bestehen (sprich, die Investoren der letzten Runde kriegen zunächst die Liquidationspräferenz und die anderen Vorzugsanteile folgen auf den nachgelagerten Stufen). Gestufte Liquidationspräferenzen wiederum können zu Zerwürfnissen zwischen Investoren und den Inhabern



von Stammanteilen führen, wenn ein Erwerber ein relativ niedriges Gebot für das Unternehmen abgibt, das nur für die jüngsten Investoren eine hinreichend attraktive Rendite einspielen würde.

Bei der Verhandlung von Liquidationspräferenzen sollten Investoren auch bedenken, dass diese die Gründer als Inhaber von Stammanteilen und auch andere Mitarbeiter erheblich demotivieren können. In Deutschland werden den Mitarbeitern im Rahmen eines Mitarbeiterbeteiligungsprogramms in der Regel keine "echten" Anteilsoptionen gewährt, sondern sie erhalten vielmehr virtuelle Anteile (siehe dazu auch unter Kapital A.III.2). Diese virtuellen Anteile sind oft so konzipiert, dass sie das wirtschaftliche Ergebnis eines Inhabers von Stammanteilen im Falle eines Liquidationsereignisses / Exit widerspiegeln. Kann der Inhaber eines Stammanteils nicht mit nennenswerten Liquidationserlösen rechnen, fällt auch der unter

**EXAMPLE: 1.5x NON-PARTICIPATING LIQUIDATION PREFERENCE, *i.e.*, IN CASE OF AN EXIT, THE INVESTOR WILL RECEIVE THE HIGHER OF (i) 1.5x OF ITS INVESTMENT AMOUNT OR (ii) ITS PRO RATA SHARE**

EXIT PROCEEDS		10.0m EUR	20.0m EUR	60.0m EUR	90.0m EUR
Investor 	1.5x Non-participating Liquidation Preference	10.0m EUR <input checked="" type="checkbox"/>	15.0m EUR <input checked="" type="checkbox"/>	15.0m EUR <input checked="" type="checkbox"/>	15.0m EUR <input type="checkbox"/>
	<i>Pro rata</i>	2.5m EUR <input type="checkbox"/>	5.0m EUR <input type="checkbox"/>	15.0m EUR <input checked="" type="checkbox"/>	22.5m EUR <input checked="" type="checkbox"/>
Founders 		0	5.0m EUR	45.0m EUR	67.5m EUR

**EXAMPLE: 1.5x PARTICIPATING LIQUIDATION PREFERENCE, *i.e.*, IN CASE OF AN EXIT, THE INVESTOR WILL IN ANY CASE RECEIVE 1.5x OF ITS INVESTMENT AMOUNT AND ADDITIONALLY PRO RATA SHARE OF THE REMAINING PROCEEDS**

EXIT PROCEEDS		10.0m EUR	20.0m EUR	60.0m EUR	90.0m EUR
Investor 	1.5x Participating Liquidation Preference	10.0m EUR	15.0m EUR	15.0m EUR	15.0m EUR
	<i>Pro rata</i> of remaining proceeds	0	1.25m EUR	11.25m EUR	18.75m EUR
	<b>Total proceeds received by Investor</b>	<b>10.0m EUR</b>	<b>16.25m EUR</b>	<b>26.25m EUR</b>	<b>33.75m EUR</b>
Founders 		0	3.75m EUR	33.75m EUR	56.25m EUR

### 3.2.2 Considerations and Compromises

Liquidation preferences can result in unanticipated dynamics amongst investors. Later stage investors encounter aggregate liquidation preferences requiring major increases in the company's valuation before they can anticipate realizing their appreciated investment. To protect against this outcome, some new investors might increasingly seek to obtain a senior preference above and beyond that of the existing holders of preferred shares. Stacked liquidation preferences in turn can lead to frictions amongst investors and holders of common shares when a third-party acquirer makes a relatively low bid for the company that would yield reasonably attractive returns only for the latest investors.

When negotiating liquidation preferences, investors should also keep in mind that they might demotivate the founders, as holders of common shares, and also

other employees. In the German market, employees will usually not be granted "real" options under an equity-based employee participation program but will rather get virtual shares. These virtual shares are often designed to mirror the economic outcome of a holder of common shares in a liquidation event. Because of this possibility, investors are well advised to seek a balance between juicing up the value of their investment and maximizing the motivation of the founders and the employees of their company.

dem Mitarbeiterbeteiligungsprogramm berechnete Mitarbeiter hinten über. Aufgrund dieser Tatsache sind Investoren gut beraten, den Blick auf die für Gründer und Mitarbeiter wirkenden Anreize nicht zu vergessen, wenn sie versuchen, ihre eigene Position zu optimieren.

Ein möglicher Kompromiss sind insoweit summenmäßig beschränkte nicht-anrechenbare Liquidationspräferenzen. Diese gewähren zwar an sich einen nicht-anrechenbaren Erlösvorzug, aber nur bis zu einer bestimmten Obergrenze, üblicherweise einem bestimmten Multiple auf die Investition, zum Beispiel einem 3er Multiple. Danach wandeln sie sich in eine übliche anrechenbare Liquidationspräferenz.

Bei der Festlegung von Liquidationspräferenzen werden sich erfahrene Investoren auch mit Situationen auseinandersetzen, bei denen die Gründer und das Management der Gesellschaft vermutlich keine Liquidationserlöse erhalten würden. In solchen Situationen werden Investoren häufig alternative Anreizsysteme implementieren, z.B. einen sog. "Management Carve-out Plan", bei dem ein Teil der Liquidationserlöse für Gründer und Manager reserviert wird, um ihre Interessen mit Blick auf einen möglichen Exit mit denen der Investoren in Einklang zu bringen (siehe auch Kapitel A.III.2).

### 3.3 Verwässerungsschutz

Verwässerungsschutzrechte sind ein Standardelement der meisten VC-Finanzierungen, aber es gibt sie in verschiedenen Gestaltungsvarianten, die im Falle einer sog. Down Round – also der Ausgabe neuer Anteile zu einem Preis unterhalb des Preises einer früheren Finanzierungsrunde – ganz unterschiedliche Auswirkungen haben.

#### 3.3.1 Gestaltungsmöglichkeiten

##### Hintergrund:

Die Verwässerung der Beteiligung des Investors am Unternehmen ist bei Wachstumsunternehmen ein natürliches Phänomen, wenn sich die Investoren nicht an jeder Finanzierungsrunde beteiligen (um eine solche Verwässerung zu vermeiden, verlangen Investoren üblicherweise Pro-Rata Bezugsrechte). VC-typische Verwässerungsschutzklauseln hingegen schützen den Investor davor, dass der Wert seiner Beteiligung am Unternehmen durch eine preisbedingte Verwässerung entwertet wird. Wenn

neue Anteile zu einem niedrigeren Preis ausgegeben werden, als der Investor ursprünglich für seine Anteile bezahlt hat, d.h. eine Finanzierungsrunde zu einer niedrigeren Pre-Money Bewertung erfolgt (eine sog. Down Round), greifen diese Verwässerungsschutzklauseln ein. Dieser Schutz funktioniert in der Regel durch die Anwendung einer mathematischen Formel zur Berechnung einer Anzahl zusätzlicher Geschäftsanteile, auf die der Investor Anspruch hat, um die Verwässerung wirtschaftlich auszugleichen. Verwässerungsschutzklauseln kommen in einer Reihe von Gestaltungsvarianten vor. Die am häufigsten vorkommenden werden im Folgenden beschrieben.

##### Implementierung:

Es gibt in Deutschland grundsätzlich zwei Wege, einen Verwässerungsschutz umzusetzen:

- Die Gesellschaftervereinbarung kann eine Verpflichtung der Gründer vorsehen, eine bestimmte Anzahl von Geschäftsanteilen an den Investor, der Anspruch auf Verwässerungsschutz hat, gegen eine Barzahlung ihres Nennwerts oder ohne Gegenleistung, zu übertragen. Diese Variante trifft man heute eher selten an, da sie einen notariellen Anteilskauf und -übertragungsvertrag zwischen den (oft widerwilligen) Gründern und dem Investor erfordert. Hinzu kommen andere praktische Probleme, insbesondere in Fällen, in denen Gründer das Unternehmen bereits teilweise verlassen haben und nun die verbliebenen Gründer ggf. die gesamte Last der Verwässerungsschutzklauseln tragen müssen.
- In den meisten Fällen erhält der Investor heute zusätzliche "Verwässerungsschutz"-Anteile, die durch eine weitere Kapitalerhöhung neu geschaffen werden und die mit den gleichen Rechten ausgestattet sind wie diejenigen Anteile, die der Investor in der ursprünglichen Finanzierungsrunde gezeichnet hat... Für die neuen Anteile zahlt der Investor nur den Nominalbetrag.

##### Umfang des Verwässerungsschutzes – Weighted-Average vs. Full-Ratchet:

Es gibt mehrere Ausgestaltungsformen der Verwässerungsschutzformel. Diese unterscheiden sich in der Anzahl der zusätzlichen Geschäftsanteile, die dem Investor gewährt werden. Jede dieser Varianten bietet dem Investor ein unterschiedliches

One potential compromise are capped participations. These indicate that the preferred stocks will receive the liquidation preference and then participate in the distribution of the remaining liquidation proceeds on an as converted basis but only up to a certain cap, usually a certain multiple return on their investment, for example a 3x.

When agreeing on a liquidation preference, investors will also need to consider situations where it is unlikely that the founders and management will receive any liquidation proceeds. In these situations, many investors will agree to put in place alternative incentive structures, in particular a so-called "Management Carve-Out Plan" that sets a fixed amount of deal proceeds aside to be divided amongst top management in order to incentivize them to effectuate an exit (see below under Chapter A.III.2).

### 3.3 Antidilution Protection

Antidilution protection rights are a standard feature of most VC financings but they come in different varieties that have significantly different impacts in case of a down round.

#### 3.3.1 Concepts

##### Background:

Dilution of the investor's ownership percentage in the company is a natural occurrence in growing companies if investors do not participate in each financing round (to avoid dilution, investors seek preemption rights to continue to maintain their ownership percentages by participating in future issuances of the company's stock). What VC-typical antidilution clauses attempt to protect the investor against is, however, devaluation of the investor's ownership through price-based dilution. If new shares are issued at a lower subscription price than the existing investor had originally paid for its shares — *i.e.*, a financing round at a lower pre-money valuation than the previous one, or a so called down round —, antidilution clauses protect the value of the investor's stake in the company. This protection usually works by applying a mathematical formula to calculate a number of additional shares that the investors are entitled to in order to economically compensate the dilution. Antidilution clauses come in a variety of forms. The most common ones are described below.

##### Implementation:

In Germany, there are two ways to implement an antidilution protection:

- The shareholders' agreement can contain an obligation of the founders to transfer a certain number of shares to the investor entitled to the antidilution protection against a cash payment of their nominal value or no consideration at all. This approach is rarely implemented anymore as it requires a notarial share and transfer deed between the (often begrudging) founders and the investor. It also triggers other practical problems in cases where founders have left the company, causing the remaining founders have to shoulder the entire burden of the antidilution clauses.
- In most cases today, the investor receives additional antidilution shares (that bear the same rights as the shares that the investor has subscribed for in the original financing round) that are created by means of a share capital increase against cash payment of the nominal value of the new shares, *i.e.*, only their par value but without additional payments into the capital reserves of the company.

##### Scope of the Antidilution Protection — Weighted Average and Full Ratchet:

There are several variations of the antidilution formula to calculate the number of additional shares the investor is entitled to in case of a down round, differing by the magnitude of the number of additional shares to be given to the investor. Each provides a different amount of protection for the investor. We will start with the weighted average method first as this has been the most common one in recent times and then move on to the *full ratchet* method that often comes back into fashion in times of crisis.



Schutzniveau. Wir werden zunächst die Weighted-Average-Berechnungsmethode darstellen, da diese – jedenfalls bis vor Kurzem – die am häufigsten anzutreffende Regelung war. Anschließend gehen wir zur Full-Ratchet-Berechnungsmethode über, die in vergangenen Krisen immer wieder Comebacks erlebte.

### **Weighted Average:**

Als Weighted-Average fasst man eine Gruppe von ausgewogeneren Ansätzen zum Verwässerungsschutz zusammen, die dem Investor zwar einen gewissen Ausgleich für seine Verwässerung bieten, aber – im Gegensatz zu dem unten beschriebenen Full-Ratchet-Ansatz – dazu führen, dass sich trotz des Verwässerungsschutzes die Beteiligungsquote des Investors bei einer Down Round verringern kann. Dabei herrschte in den vergangenen Jahren die sog. Broad-Based-Weighted-Average-Methode vor (dazu unten).

Die Weighted-Average-Berechnungsmethode berücksichtigt bei der Berechnung der Anteile, zu denen der Investor berechtigt ist, sowohl den Ausgabepreis als auch die Anzahl der Anteile der ursprünglichen Finanzierungsrunde und der Down Round. Es gibt verschiedene Möglichkeiten, die Berechnungsformel darzustellen, aber alle laufen auf den gleichen zentralen Gedanken hinaus: Der Zeichnungspreis der Investoren wird auf einen geringeren Betrag reduziert als in der Finanzierungsrunde vor der Down Round, berücksichtigt aber auch, wie viele Geschäftsanteile (oder Rechte hieran) im Rahmen der Down Round ausgegeben werden. Sofern in der Down Round nur wenige Geschäftsanteile ausgegeben werden, erfolgt nur eine geringfügige Anpassung des ursprünglichen Zeichnungspreises. Werden dagegen viele Geschäftsanteile ausgegeben – d.h. es gibt also tatsächlich eine echte Verwässerung –, dann bewegt sich der Zeichnungspreis entsprechend stärker.

Weighted-Average-Verwässerungsschutzklauseln gibt es – vereinfacht gesprochen – wiederum in zwei Varianten (Untergruppen des Weighted-Average-Ansatzes):

- Die sog. Broad-Based-Methode ist die gründerfreundlichste Form und basiert auf dem gewichteten Durchschnitt aller Geschäftsanteile (Stamm- und Vorzugsanteile) und zusätzlich aller

ausstehenden Optionsrechte, Optionsscheine (*Warrants*) und (jedenfalls sieht man das immer wieder) virtuellen Geschäftsanteile unter Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen. Der Zweck dieser weiten Definition besteht darin, alle bereits ausgegebenen Geschäftsanteilen und deren (wirtschaftliche) Äquivalente einzubeziehen und damit den Umfang der Anpassung aufgrund der Verwässerung im Interesse der Gründer und Bestandsinvestoren zu reduzieren.

- Der sog. Narrow-Based-Ansatz liegt zwischen der Broad-Based-Weighted-Average-Berechnungsmethode und der Full-Ratchet-Berechnungsmethode und lässt üblicherweise die ausstehenden Optionen, Optionsscheine und virtuellen Geschäftsanteile (und manchmal auch andere Klassen von Vorzugsanteilen) außer Betracht. Er kommt damit im Ergebnis zu einem mehr oder minder stärkeren Verwässerungsschutz im Interesse des Investors.

Auch hier gibt es wieder eine Vielzahl an möglichen Variationen dieser Ansätze. Eine davon ist die Broad-Swing-Based, bei der der Zeichnungspreis auf der Grundlage der Broad-Based-Weighted-Average-Berechnungsmethode angepasst wird, aber auch die Ausgabe neuer Geschäftsanteile in nachfolgenden Finanzierungsrunden, die sowohl eine Up Round als auch Down Round sein können, berücksichtigt wird. Investoren wehren sich häufig gegen diesen Ansatz, da dieser einen Teil des gewährten Verwässerungsschutzes des Investors im Fall einer Down Round aufgrund einer anschließenden Up Round wieder entzieht.

### **Full-Ratchet:**

Bei der Full-Ratchet-Methode bewahren die Investoren ihr volles prozentuales Beteiligungsniveau oder, im Fall einer Down Round, ihr Bewertungsniveau. Der Investor wird – mit anderen Worten – so gestellt, als wenn er seine gesamte Investition zu der Bewertung der Down Round getätigt hätte, d.h. die Full-Ratchet-Methode rechnet den Preis aller zuvor gezeichneten Anteile des Investors auf den Preis der aktuellen Down Round um. In der Terminologie von US-VC-Deals wird der Wandlungspreis, zu dem Vorzugsanteile durch den Investor in Stammanteile umgewandelt werden können, nach unten geratscht (*"is ratcheted down"*).

### **Weighted Average:**

“Weighted average antidilution” is a more balanced approach to antidilution that provides some compensation for the dilution but — unlike the full ratchet described below — allows the ownership percentage of the investor to decrease somewhat. One of these is the broad-based weighted average formula, which we saw most often in recent years.

The weighted average formula adjusts the number of shares of an investor protected by the antidilution provision based on both (a) the issuance price and (b) the number of equivalent shares issued by the company after the issuance of shares entitled to the antidilution protection. There are various ways of expressing the formula, but it comes down to the same central idea: the investors’ subscription price is reduced to a lower number than it was in the financing round preceding the down round, but it also takes into account how many shares (or rights) are issued in the dilutive financing. If only a few shares are issued in the down round, then the subscription price does not move much; if many shares are issued — that is, there is in fact real dilution — then the price moves accordingly.

Weighted average antidilution clauses again come — roughly speaking — in two forms:

- The broad-based is the most founder friendly and based on the weighted average of all shares (common and preferred) plus outstanding options and warrants and (as we have seen on various occasions) virtual shares. The purpose behind this definition is to include all shares that are already subject to issuance thereby reducing the magnitude of the antidilution adjustment.
- The narrow-based approach lies between the broad-based weighted average and the full ratchet and usually disregards the outstanding options, warrants and virtual shares (and sometimes other classes of preferred shares).

There are again numerous variations of these approaches. Among them is the broad swing-based, which adjusts the subscription price on the basis of the broad-based weighted average but also takes into account issuances of new shares in subsequent financing rounds that are both up and down rounds. Investors often resist this approach as it takes away some of the antidilution protection the investor received in a down round in a subsequent up round.

### **Full-Ratchet:**

Under the full ratchet protection, investors will maintain the full percentage ownership at the same level or at the same value in down rounds. In other words, the investor is put in the same position the investor would be in if it had made its entire investment on the valuation of the down round, *i.e.*, the full ratchet converts the price of all the previously subscribed shares of the investor to the price of the current (down) round. In the terminology of US VC deals, the conversion price for which preferred shares can be converted by the investor into common shares is ratcheted down.

## SAMPLE CALCULATION (ANTI-DILUTION PROTECTION)

---

### SCENARIO: THE SERIES A FINANCING ROUND HAS BEEN COMPLETED BASED ON THE FOLLOWING PARAMETERS

Series A pre-money valuation	EUR 35,000,000
Outstanding Share Capital prior to Series A	EUR 25,000.00
Series A share price	EUR 1,400.00
Investment by Series A Investor	EUR 10,000,000
Number of Series A shares issued to Series A Investor	7,143 (equal to 22.22%)
Series A post-money valuation	EUR 45,000,000
Outstanding Share Capital after Series A	EUR 32,143.00

---

### AFTER COMPLETION OF THE SERIES A FINANCING ROUND, A DOWN ROUND OCCURS WITH THE FOLLOWING PARAMETERS

Down round pre-money valuation	EUR 20,000,000
Down round share price	EUR 622.22
Investment by down round Investor	EUR 5,000,000
Number of down round shares issued to down round Investor	8,036

## NUMBER OF SHARES TO BE ISSUED TO SERIES A INVESTOR UNDER ANTI-DILUTION PROTECTION, IN CASE OF...

	WEIGHTED AVERAGE DILUTION PROTECTION	FULL RATCHET DILUTION PROTECTION																
<b>FORMULA</b>	$S = \left( \frac{(K1n \times P1)}{WAP} \right) - K1n$ <p>Whereas</p> $WAP = \left( \frac{(K1n \times P1) + (K2n \times P2)}{(K1n + K2n)} \right)$	$S = \left( \frac{(K1n \times P1)}{P2} \right) - K1n$																
<b>CAPTION</b>	<table border="1"> <tr> <td><b>K1n =</b></td> <td>Number of shares issued to Series A investor</td> </tr> <tr> <td><b>P1 =</b></td> <td>Series A share price</td> </tr> <tr> <td><b>K2n =</b></td> <td>Number of shares issued to Down Round Investor in down round</td> </tr> <tr> <td><b>P2 =</b></td> <td>Down round share price</td> </tr> </table>	<b>K1n =</b>	Number of shares issued to Series A investor	<b>P1 =</b>	Series A share price	<b>K2n =</b>	Number of shares issued to Down Round Investor in down round	<b>P2 =</b>	Down round share price	<table border="1"> <tr> <td><b>K1n =</b></td> <td>Number of shares issued to Series A investor</td> </tr> <tr> <td><b>P1 =</b></td> <td>Series A share price</td> </tr> <tr> <td><b>P2 =</b></td> <td>Down round share price</td> </tr> <tr> <td></td> <td></td> </tr> </table>	<b>K1n =</b>	Number of shares issued to Series A investor	<b>P1 =</b>	Series A share price	<b>P2 =</b>	Down round share price		
<b>K1n =</b>	Number of shares issued to Series A investor																	
<b>P1 =</b>	Series A share price																	
<b>K2n =</b>	Number of shares issued to Down Round Investor in down round																	
<b>P2 =</b>	Down round share price																	
<b>K1n =</b>	Number of shares issued to Series A investor																	
<b>P1 =</b>	Series A share price																	
<b>P2 =</b>	Down round share price																	
	<b>WAP = 988.23</b>	<b>P2 = 622.22</b>																
Number of shares to be issued to Series A investor under anti-dilution protection	<b>2,976</b>	<b>8,929</b>																

### 3.3.2 Was man beachten sollte und mögliche Kompromisslinien

Die Full-Ratchet Berechnungsmethode ist die investorenfreundlichste Variante. Investoren werden vermehrt argumentieren, dass sie in den vorherrschenden unsicheren Zeiten angemessen ist, da sie einer falschen Preisgestaltung auf einem sich möglicherweise verschlechternden Markt oder auf einem Markt, bei dem es schwer vorhersehbar ist, wohin sich die Dinge entwickeln werden, vorbeugt. Jedoch sollten sich die Parteien bewusst sein, dass die Full-Ratchet-Berechnungsmethode unter Umständen eine ganz erhebliche Auswirkung auf die Inhaber von Stammanteilen hat. Das Hauptargument gegen diesen Ansatz ist, dass es für die Gründer unangemessen hart sein kann, wenn das Unternehmen nur eine relativ kleine Down Round einsammelt, d.h. die preisbedingte Verwässerung eher gering ist. Im Fall der Full-Ratchet-Berechnungsmethode ist es unerheblich, ob das Unternehmen in einer Down Round insgesamt EUR 500.000 oder EUR 50.000.000 aufnimmt, da der Zeichnungspreis des Investors aus der früheren Finanzierungsrunde in jedem Fall insgesamt auf den Preis der Down Round angepasst wird. Darüber hinaus ist die Full-Ratchet-Berechnungsmethode auch nicht immer im Interesse der Investoren. Dies gilt insbesondere dann, wenn es nicht einen einzelnen Investor gibt, sondern einen sog. Club-Deal, bei dem eine Gruppe von Investoren mit einem Lead-Investor in das Unternehmen investiert. Wenn diese Investorengruppe durch eine Full-Ratchet-Klausel geschützt ist und es keine Pay-to-Play-Regelung (dazu unten) gibt, gibt es für die kleineren Investoren wenig Anreiz, im Rahmen einer Down Round weiter zu investieren, da ihre Investitionen vor einer preisbedingten Verwässerung vollständig geschützt sind. Dies kann dazu führen, dass der Lead-Investor (der ja das meiste Geld im Feuer hat) letztlich de facto die gesamte Finanzierungslast tragen muss. Darüber hinaus wird sich jeder neue Investor kritisch mit den möglichen Auswirkungen einer weitgehenden Verwässerung der Gründer durch eine Full-Ratchet-Klausel auseinandersetzen müssen, droht deren Motivation doch unter die Räder zu geraten. Das alles kann die Probleme einer ansonsten bereits schwierigen Finanzierung noch weiter verschärfen.

Die Parteien könnten sich aus diesen Gründen auf eine (ggf. modifizierte) Narrow-Based-Weighted-Average-Berechnungsmethode als Kompromiss einigen. Doch selbst wenn der Investor auf eine Full-Ratchet-Klausel besteht, gibt es mehrere Möglichkeiten, deren Auswirkungen abzumildern. Ob diese es in die Finanzierungsdokumentation schaffen oder nicht, ist eine Frage der Verhandlungsmacht und der Risikobereitschaft der beteiligten Parteien.

- **Pay-to-Play:**

Wie wir sehen werden, kann die Finanzierungsdokumentation die Bestandsinvestoren zwingen, im Rahmen einer Down Round zu investieren (*pay*), um weiterhin vom Verwässerungsschutz (und anderen Vorzugsrechten) profitieren zu können (*keep playing*).

- **Ereignis- oder zeitbasierte Befristung:**

In jüngeren gründerfreundlichen Finanzierungsrunden haben wir manchmal Regelungen gesehen, wonach der Verwässerungsschutz automatisch nach der nächsten Finanzierungsrunde endet, sofern es sich bei dieser nicht um eine Down Round handelt. Die Begründung hierfür ist, dass die Verwässerungsschutzregelung nur gegen gewisse (asymmetrische) Informationsrisiken schützen soll. Der Verwässerungsschutz trägt ja der Situation Rechnung, dass die Parteien zum Zeitpunkt der Investition zu optimistisch waren und – aufgrund fehlender Informationen über die zukünftige Entwicklung des Unternehmens und der Märkte zu diesem Zeitpunkt – einen zu hohen Preis / eine zu hohe Unternehmensbewertung vereinbart haben. Sobald diese Bewertung jedoch in einer weiteren Finanzierungsrunde bestätigt worden ist, scheint die weitere Schutzbedürftigkeit des Investors fraglich. Eine Verwässerungsschutzklausel soll ja an sich nicht dazu dienen, das Risiko einer zukünftigen (negativen) Unternehmensentwicklung dauerhaft den Gründern zuzuweisen.

Mit den gleichen Argumenten kann die Anwendbarkeit des Verwässerungsschutzes auch zeitlich befristet werden und z.B. zwei Jahre nach der Finanzierungsrunde, in der die verwässerungsschutzberechtigten Geschäftsanteile ausgegeben wurden, auslaufen (unabhängig davon, ob und wie viele Finanzierungsrunden in diesem Zeitraum stattfinden).



### 3.3.2 Considerations and Compromises

The full ratchet is the most investor-friendly option and investors might argue that it is appropriate in uncertain times as it addresses mispricing in what could be a deteriorating market or one where it is hard to know where things will go. However, parties should be aware that full ratchet has a real impact on the holders of common shares and founders and management will likely consider it draconian. The main argument against this approach is that it can be very harsh on the founders if the company raises only a relatively small down round, *i.e.*, the price-based dilution is rather small. For the full ratchet, it is irrelevant whether the company raises EUR 500,000 or EUR 50,000,000 in a down round, as the investor's subscription price from the earlier round is reduced all the way to the price of the down round in either case. In addition, a full ratchet may not always be in the investors' best interest. This holds true if there is not a single investor but a club deal in which a group of investors with one lead investor invests in the company. If this group of investors is protected under a full ratchet provision, and if there is no pay-to-play condition, there will be little incentive for the smaller investors to participate in a down round as their investments will be fully protected against any price-based devaluation. This might leave the lead investor (who has the most money on the line) with the burden of continuing to finance the company. In addition, any incoming investor will be wary of the detrimental effects of a full ratchet on the founders, which might exacerbate an already difficult financing situation.

Against this background, the parties might compromise on the narrow-based weighted average as middle ground. However, even if the investor insists on a full ratchet clause, there are several ways to soften the impact of these provisions. Whether or not they make it into the financing documentation is a question of the bargaining strengths and risk appetite of the parties involved.

- **Pay-to-Play:**

As we will see below, the investment documentation can require an existing investor to participate in the down round (pay) in order to benefit from the antidilution protection (keep playing).

- **Event- or Time-Based Expiration:**

In recent founder-friendly financing rounds, we sometimes saw clauses according to which the antidilution protection automatically expires after the next financing round, provided that such next financing round is not a down round. The rationale behind this mechanism is that the antidilution clause should only provide a downside protection through the next funding event. This assumes that the parties were too optimistic at the time of the investment and – due to a lack of information about the future development of the company and the markets at that point in time – agreed on a valuation above what the market would support with the benefit of hindsight. If the prior price is validated in the next round, then there is no need for further protection for that round as the antidilution clause is not intended to permanently reallocate the risk of any future development of the company to the founders.

Based on similar arguments, the antidilution protection can also lapse after a certain period of time, *e.g.*, two years following the financing round (irrespective of whether or not, and how many, financing rounds might occur during that period of time).

- **Compromise in a Downturn:**

Assuming that in the quarters to come bargaining power will shift more to the investor side, a potential compromise could be to give the investor a full ratchet antidilution protection for the first 12 months after the financing round and have the antidilution protection that automatically switch to a (narrow-based) weighted average concept.

In addition, we would advise the parties to also include a right of the majority of the class of preferred shareholders who are entitled to the antidilution protection to waive the antidilution protection for the entire class. This is helpful when the majority of the investors of such class is willing to further invest in the company.

- **Vermittelnde Position im Abschwung:**

Unter der Annahme, dass sich in den kommenden Monaten die Verhandlungsmacht stärker auf die Investorensseite verlagern wird, könnte ein möglicher Kompromiss darin bestehen, dem Investor für die ersten 12 Monate nach der Finanzierungsrunde einen Full-Ratchet-Verwässerungsschutz zu gewähren, und anschließend automatisch auf ein (Narrow-Based-) Weighted-Average-Konzept zu wechseln.

Darüber hinaus würden wir den Parteien empfehlen, auch ein Recht der Mehrheit der Vorzugsgesellschafter, die von einem Verwässerungsschutz profitieren, vorzusehen, das es ermöglicht, auf den Verwässerungsschutz für die gesamte Gruppe zu verzichten. Dies ist gerade dann hilfreich, wenn die Mehrheit der Investoren dieser Gruppe bereit ist, weiter in die Gesellschaft zu investieren.

### 3.4 Pay-to-Play

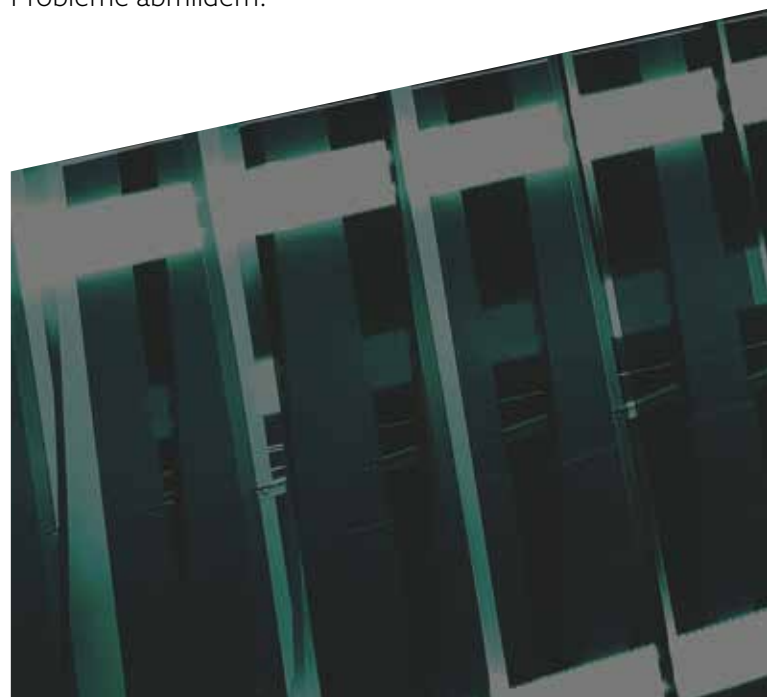
Ein weiteres Instrument, das sich vielleicht zukünftig wieder größerer Beliebtheit erfreuen wird, sind Pay-to-Play-Regelungen, die Gründer und Bestandsinvestoren von neuen Investoren im Gegenzug für die Gewährung weitergehender Vorzugsrechte, wie oben beschrieben, verlangen könnten.

#### 3.4.1 Gestaltungsmöglichkeiten

Pay-to-Play-Regelungen zwingen Bestandsinvestoren zur Teilnahme an nachfolgenden Finanzierungsrunden (*pay*), um bestimmte Rechte nicht zu verlieren (*keep playing*). Zu solchen Rechten zählen z.B. Verwässerungsschutzrechte, Zustimmungsvorbehalte für bestimmte Geschäfte und Handlungen der Gesellschaft oder das Recht, Mitglieder des Beirats zu ernennen. Pay-to-Play-Regelungen kommen in unterschiedlicher Intensität vor, z.B. sehen weniger harte Varianten nicht vor, dass ein Investor (i) alle seine Vorzugsrechte oder (ii) alle seine Vorzugsrechte für immer verliert, sondern diese lediglich solange ruhen, bis der Investor in einer der nächsten Finanzierungsrunden neue Geschäftsanteile entsprechend seiner *pro rata* Beteiligung an der Gesellschaft zeichnet. Auch wenn letztere Variante aus der Sicht des jeweiligen Investors vorzugswürdig erscheinen mag, kann diese zukünftige Finanzierungsrunden komplexer machen, wenn es eine große Anzahl an wiederauflebenden Altregelungen gibt, die es dann zu berücksichtigen gilt.

#### 3.4.2 Was man beachten sollte und mögliche Kompromisslinien

Es gibt zwar ein grundsätzliches Argument für Pay-to-Play-Regelungen, da sie vom Investor verlangen, dass er sich zum Zeitpunkt der Erstinvestition bereits dazu bekennt und wirtschaftlich zusagt, das Unternehmen während seiner gesamten Entwicklungsphase zu unterstützen, aber Pay-to-Play muss mit der Dynamik der bestehenden und potenziellen zukünftigen Investoren in Einklang gebracht werden. Die Vereinbarung einer Pay-to-Play-Regelung in einer späteren Finanzierungsrunde mit neuen Investoren kann sich als schwierig herausstellen. In diesem Fall könnte eine Pay-to-Play-Regelung als Zeichen (miss-) verstanden werden, dass die Bestandsinvestoren nicht bereit sind, das Unternehmen in zukünftigen Finanzierungsrunden (weiter) zu unterstützen, und somit die Notwendigkeit einer Pay-to-Play-Regelung besteht. Andererseits können Pay-to-Play-Regelungen in sehr frühen Phasen unangemessen sein, wenn es sich bei den Frühphasen-Investoren um Angels oder Micro-VCs handelt, von denen nicht erwartet werden kann, dass sie sich an künftigen Finanzierungsrunden beteiligen. Eine Pay-to-Play-Regelung würde gerade diese allerersten Geldgeber eines Unternehmens, die das größte Risiko tragen, bestrafen. Unser grundsätzlicher Rat insoweit ist, zurückhaltend zu sein mit Vorzugsrechten für Frühphasen-Investoren und diese für ihre höheren Risiken eher durch eine angemessene Bewertung des Unternehmens als durch zu viele Vorzugsrechte zu entschädigen. Besteht der Investor aber auf einen Verwässerungsschutz nach der Full-Ratchet-Methode, kann eine Pay-to-Play-Regelung jedenfalls einen Teil der oben skizzierten Probleme abmildern.



### 3.4 Pay-to-Play

Another provision that might become more popular once more are pay-to-play provisions which founders and existing backers might request from new investors in exchange for granting them more preferential rights as described above.

#### 3.4.1 Concepts

Pay-to-play is a provision which requires an existing investor to participate in subsequent financing rounds (*pay*) to avoid forfeiting certain rights (*keep playing*), such as antidilution protection, veto rights or the right to appoint members of the board. Pay-to-play provisions come in different levels of intensity, e.g., softer versions do not require an investor to forfeit (i) all of its preferred rights or (ii) all its preferred rights forever but reinstall them if the investor subscribes for its *pro rata* portion of new shares in any of the next financing rounds. Although the latter might be preferable from the perspective of the respective investor, it can make future financing rounds a bit more complex when there are many reemerging legacy provisions to take care of.

#### 3.4.2 Considerations and Compromises

While there is a general argument for pay-to-play provisions, as they require the investor to stand up at the time of its initial investment and economically commit itself to support the company through its life cycle, pay-to-play needs to be squared with

the dynamics of the existing and potential future investors. Adding a pay-to-play provision in a later-stage financing round with new investors can be difficult to implement. In this case, adding a pay-to-play could be understood as a signal that existing investors will not be willing to support the company in future financing rounds, thus the need for a pay-to-play. On the other hand, pay-to-play provisions may be inappropriate in very early rounds when the early-stage investors are angels or micro VCs that cannot be expected to participate in future financing rounds. Requesting a pay-to-play would penalize these very first backers of a company who bear the most risks early in the company's life cycle. Our general advice is to be careful with preference rights for very early-stage investors and to compensate them for their higher risks more through an appropriate valuation of the company than through too many preference rights. If the investor insists on a full ratchet antidilution protection, a pay-to-play covenant can help to mitigate some of the problems summarized above.



### III. Strukturelle Überlegungen und Mitarbeiterbeteiligungsprogramme

#### 1. RESTRUKTURIERUNG DES CAP TABLES UND VORZUGSRECHTE

Auch bei internen Finanzierungsrunden wird es vermehrt zu Down Rounds oder sog. "Structured Financing Rounds" oder "Recapitalization Transactions" kommen. Die in der Realität vorkommenden Gestaltungsformen sind dabei so mannigfaltig, dass die folgenden Absätze nur einen kurzen Überblick geben können.

Wie bereits erwähnt, ist eine Down Round eine Finanzierungsrunde zu einem Preis pro Geschäftsanteil der unter dem Preis der letzten Finanzierungsrunde liegt (d.h., zu einer geringeren Bewertung der Gesellschaft als in der letzten Finanzierungsrunde erfolgt). Eine "Recapitalization" oder kurz "Recap" ist eine Down Round, bei der das Unternehmen "rekapitalisiert" wird, üblicherweise in einer Weise, die stark zu Lasten der Inhaber von Stammanteilen (vor allem der Gründer) und vielfach auch der sich nicht an der Rekapitalisierung beteiligenden Inhaber von Vorzugsanteilen geht. Wenn sie umgesetzt werden, können Down Rounds und Recaps in erheblicher Weise verwässernd wirken: Insbesondere bei US-Finanzierungen sehen wir, dass bestehende Vorzugsgesellschafter, die sich nicht an der Refinanzierung des Unternehmens beteiligen, in der Regel stark verwässert werden, wobei ihre Vorzugsanteile häufig auch in Stammanteile gewandelt werden. So verlieren die nichtmitziehenden Investoren häufig (ganz oder teilweise) ihre Vorzugsrechte, insbesondere Verwässerungsschutz oder Liquidationspräferenzen.

Rekapitalisierungen sehen aber darüber hinaus häufig auch weitere belastende Regelungen (über die starke Verwässerung hinaus) vor. Dazu können restriktive Vorgaben für die Führung des Geschäfts (strikte Zustimmungskataloge), Änderungen in der Unternehmensführung und Corporate Governance – insbesondere Veränderungen im Beirat des Unternehmens und häufig die Entlassung von Gründer-Geschäftsführern oder zumindest die Zuweisung neuer (reduzierter) Rollen für die Gründer sowie Verpflichtungen zur Durchführung umfassender

Kostensenkungsmaßnahmen (einschließlich Entlassungen) zur Senkung der sog. Burn Rate – gehören.

Eine solche Finanzierungsrunde macht keinem der Beteiligten Freude, insbesondere nicht, wenn es sich um eine insidiergeführte Finanzierungsrunde handelt. Wir gehen aber davon aus, dass sich solche Runden bis Ende 2020 häufen werden. Derartige Runden sind sehr herausfordernd für alle Beteiligten. Es handelt sich um einen sehr viel aufwändigeren, komplizierteren und riskanteren Prozess; es steht viel auf dem Spiel und der Zeitdruck ist enorm. Spannungen zwischen Gründern, Management und Investoren kochen hoch. Das gilt auch für das Verhältnis einzelner Investorengruppen, die in verschiedenen Phasen investiert haben und daher unterschiedliche Interessen und unterschiedliche Möglichkeiten haben, ihre Portfoliounternehmen weiter zu finanzieren. Insidiergeführte Down Rounds können – insbesondere im Nachhinein betrachtet – als vielfach unnötig drakonisch empfunden werden (sicher, hinterher ist man immer klüger), selbst wenn die Parteien damals glaubten, dass die vereinbarten (um nicht zu sagen "durchgedrückten") Bedingungen das damals beste zu erreichende Ergebnis darstellten.

### III. Structural Considerations and ESOPs

#### 1. RESTRUCTURING THE EXISTING CAP TABLE AND PREFERENCE RIGHTS

For internal financing rounds in particular, we also expect to see what some refer to as “down rounds”, “structured financing rounds” or “recapitalization transactions.” These can come in many flavors, so the following paragraphs can only give a brief overview.

As mentioned above, a “down round” is a financing at a price per share less than the prior round price (*i.e.*, valuing the company at less than the last round). A “recapitalization” (or “recap” for short) is a down round in which the company is “recapitalized,” usually in a way that negatively impacts the holders of common shares (notably the founders) and usually non-participating preferred investors. If implemented, down rounds and recaps can be highly dilutive: in US financings in particular, we see that existing preferred shareholders who don't participate in the refinancing of the company typically are heavily diluted, with their preferred shares often being converted to common shares at a, say, 10-for-1 ratio. Thus, non-participating shareholders often lose some or all of their preference rights — for example, anti-dilution rights can be eliminated/waived, and liquidation preferences can be wiped out (or reduced) for non-fully participating investors, etc.

Recaps often also include other burdensome terms (beyond heavy dilution). These may include restrictive operating covenants, changes in the corporate management and corporate governance, in particular changes in the company's advisory board and often dismissal of founder managing directors or at least assignment of new (read diminished) roles for founders as well as obligations to implement severe cost-cuttings (including lay-offs) to reduce the burn rate.

No one wants to do such a round, particularly an insider led down round, but we will likely see many of these from now through the end of 2020. Frankly, such an insider led round is not a standard Series A / B / C financing. It is a much more involved, complicated, and potentially risky process that involves high stakes and often happens over a very compressed timeframe. Tension may run high between founders, management and investors (and even between investors who came in at different stages as they have a divergence of interests — and differences in ability to continue funding their portfolio companies). Insider led down rounds — particularly when viewed after the fact — can look unnecessarily punitive (remember: hindsight is 20-20), even if the parties believed at the time that the terms were the “best available” and that there were no other viable alternatives.



## 2. MITARBEITERBETEILIGUNGSPROGRAMME

In den USA werden Mitarbeiterbeteiligungsprogramme oder Aktienoptionsprogramme für Mitarbeiter (ESOP) häufig als "echte", d.h. auf Anteilen basierende Mitarbeiterbeteiligungsprogramme ausgestaltet. Eine Anteilsoption gibt dem Begünstigten das Recht, Anteile zu einem bestimmten Ausübungspreis (auch Strike Price genannt) zu kaufen. Der Begünstigte zahlt den Ausübungspreis und erhält dann den Anteil am Unternehmen. In Deutschland sind solche anteilsbasierten Programme eher unüblich, wenn es sich bei dem Unternehmen um ein deutsches Technologieunternehmen in der Form einer GmbH handelt. Vielmehr sind virtuelle ESOPs in Deutschland wesentlich häufiger zu sehen. Diese virtuellen Programme sind so konzipiert, dass sie ähnlich wie ein anteilsbasiertes Programm funktionieren, jedoch ohne einen Anspruch auf Lieferung von tatsächlichen Anteilen oder Optionen zu gewähren. Vielmehr erhalten die Begünstigten für den Fall eines Liquiditäts-/Exit-Ereignisses vertragliche Ansprüche (sog. virtuelle Anteile oder virtuelle Optionen) gegen das ausgebende Unternehmen auf eine Barzahlung, wenn das Ereignis und andere Umstände die Bedingungen des Plans erfüllen. Ein virtueller Anteil verkörpert lediglich das Recht des Begünstigten auf eine Zahlung (normalerweise in bar) für den Fall eines Liquiditäts-/Exit-Ereignisses. Der virtuelle Anteil wird als Bemessungsgrundlage für die Berechnung des Bruttobetrags einer solchen Zahlung verwendet. In einem typischen virtuellen Programm sieht der Plan vor, dass die virtuellen Anteile den Begünstigten zu einem Bruttobetrag berechtigen, der dem nach Abzug aller Transaktionskosten verbleibenden Liquidationserlös entspricht, auf den ein Inhaber eines Stammanteils nach Abzug aller Liquidationspräferenzen Anspruch hätte. Sofern es einen Ausübungs- oder Strike Preis pro virtuellem Anteil gibt, wird dieser Betrag von dem Auszahlungsbetrag, zu dem der Begünstigte berechtigt ist, abgezogen.

Auch würden wir erwarten, dass in neueren Term Sheets vorbeugend erhöhte ESOP-Pools des Unternehmens vorgesehen werden. Die Gründe hierfür sind in aller Regel zweierlei:

- Angesichts reduzierter Unternehmensbewertungen, sich verdunkelnder Ausstiegsmöglichkeiten und der Rückkehr der nicht-anrechenbaren Liquidationspräferenz wird das Unternehmen zusätzliche virtuelle Anteile an die existierenden Berechtigten ausgeben müssen, um die eigenen Talente weiter zu incentivieren.
- Hinzutretende Investoren werden sicherstellen wollen, dass sie durch zukünftige Erhöhungen des ESOP-Pools nicht verwässert werden, sondern dass die vorbeugende Erhöhung wirtschaftlich durch die Bestandsgesellschafter getragen wird.

### WIE HALTE ICH MEINE SCHLÜSSELMITARBEITER INCENTIVIERT?



Während wir in der Zeit vor COVID-19 wenig neuartige Management-Beteiligungsprogramme als die oben zusammenfassend dargestellten typischen ESOP-Strukturen gesehen haben, erwarten wir, dass sich das demnächst ändern könnte, um in wirtschaftlich turbulenten Zeiten die Schlüsselmitarbeiter weiterhin zu incentivieren. Neben dem "Nachladen" virtueller Anteile aus dem oben erwähnten erhöhten Pool könnten hierzu die folgenden Instrumente zählen (sie alle erfordern vor ihrer Umsetzung eine angemessene rechtliche Beratung und steuerliche Analyse):

- Die **Re-Adjustierung** existierender virtueller Anteile, d.h. die Neubestimmung/Reduzierung des in deutschen ESOPs häufig verwendeten Ausübungs- oder Strike Price, stellt sicher, dass die virtuellen Anteile des Managementteams nicht "unter Wasser" (well out-of-the-money) sind.
- Sog. **Management Carve-Out Plans**: Da übliche virtuelle Anteile im deutschen Markt in der Regel die Erlöse aus einem ESOP an den Betrag binden, den ein Inhaber eines Stammanteils im Fall eines Exits erhält, können "umfangreiche" Liquidationspräferenzen das Management faktisch von der Gewinnverteilung ausschließen, da ihre virtuellen Anteile am unteren Ende der Gruppe der Liquidationspräferenzberechtigten liegen. Eine Möglichkeit, dem Management einen ergänzenden Anreiz zu bieten, ist die Ausgliederung eines Teils des Liquidationserlöses zu Gunsten des Managements (ein sog. Management Carve-Out Plan). Bei diesen Plänen wird ein Wert "herausgelöst", der sonst an die Gesellschafter gehen würde, und bestimmten Managern und Schlüsselmitarbeitern zugewiesen. Dies geschieht dadurch, dass den Teilnehmern dieses Plans ein Zahlungsanspruch für den Fall des Unternehmensverkaufs und bedingt hierauf gewährt wird.
- **Halteboni**: In einigen Fällen können Schlüsselpersonen, die in Gefahr sind (oder sich in finanziellen Schwierigkeiten befinden), Halteboni angeboten werden, um sie in der Gesellschaft zu halten.

## 2. ESOPs

In the US, employee participation programs or employee stock option programs (ESOP) are often set up as “real”, *i.e.*, equity-based, employee stock option programs. A stock option gives a beneficiary the right to buy stock at a specified exercise price (or strike price). The beneficiary pays the exercise price and then receives the company stock. In Germany, similar equity-based programs are rather unusual for a German technology company that has been set up as a GmbH. Rather, virtual ESOPs are much more frequent in Germany. These virtual programs are designed to operate in a manner similar to an equity-based program, but without delivery of actual shares or options. Rather, the beneficiaries obtain contractual claims (so-called virtual shares or virtual options) against the issuing company for a cash payment in case of a liquidity/exit event if the event and other circumstances satisfy the terms of the plan. A virtual share solely represents the beneficiary’s right to receive a payment (usually in cash) in case of a liquidity/exit event. The virtual share is used as an assessment basis (*Bemessungsgrundlage*) to calculate the gross amount of such a payment. In a typical virtual program, the plan will provide that the virtual shares will entitle the beneficiary to a gross amount equal to the exit proceeds remaining after deduction of all transaction costs that a holder of a common share would be entitled to after deduction of all liquidation preferences. If there is a base or strike price per virtual share, the amount of the base or strike price would be deducted from the amount the beneficiary is entitled to.

We would also expect to see in new term sheets more requests for preemptive increases of the company’s ESOP pool. Reasons will usually be two-fold:

- Given reduced valuations, diminished exit prospects and the return of the participating liquidation preference, the company may need to issue additional virtual shares to the existing beneficiaries to keep talented employees incentivized.
- Participating investors will also want to make sure that they will not get diluted by future pool increases, but instead that the preemptive increase is economically borne by the existing shareholders.

### KEEPING KEY MANAGERS INCENTIVIZED



While in the pre-COVID-19 era we rarely saw novel management incentives other than the typical ESOP structures summarized above, we expect to see new approaches being deployed soon to keep the core managers incentivized. In addition to the “reloading” of virtual shares out of the increased pool mentioned above, such tools might include the following (they all require proper legal advice and tax analysis before implementing):

- **Repricing** existing virtual shares, *i.e.*, resetting/reducing the base price or strike price frequently used in German market ESOPs ensure that management team virtual shares are not “underwater” (*i.e.*, out-of-the-money).
- **Management Carve-Out Plans:** given that German market virtual shares usually tie the proceeds under an ESOP to the amount received by a holder of a common share in an exit, “heavy” liquidation preferences can give management pause because their virtual shares are at the bottom of the liquidation waterfall (also referred to as the “liq pref stack”). One way to provide management an “up stack” incentive at the top of the waterfall is via a so-called Management Carve-Out Plan. These plans sit below debt, but above equity and effectively “carve out” value that otherwise would go to shareholders and transfer that value to designated managers and key employees. This is done by providing participants in the plan a right to payments at, and contingent on, a sale of the company.
- **Retention Bonuses:** in some cases key personnel who are at risk (or financially struggling) may be offered retention bonuses to keep them inside the fold.

## IV. Ein (kurzer) Ausblick

Also, sofern Sie ein Gründer und Finanzierer eines jungen Technologieunternehmens sind, gerade auf die Welt um sich herum blicken und sich fragen, was zur Hölle gerade mit Ihrem "Baby" passiert, wollen wir Ihnen eines unserer liebsten Zitate mitgeben, auch wenn es aus einem Sport kommt, der für die Hälfte der Autoren auf immer ein Mysterium bleiben wird — Baseball (haben wir erwähnt, wie sehr uns Fußball gerade fehlt...).

"I never blame myself when I'm not hitting. I just blame the bat and if it keeps up, I change bats. After all, if I know it isn't my fault that I'm not hitting, how can I get mad at myself?"

(Yogi Berra)

Also, machen wir uns an die Arbeit. "Es ist besser, eine Kerze anzuzünden, als die Dunkelheit zu verfluchen" (chinesisches Sprichwort). Damit hätte sich der Kreis geschlossen©.

## IV. A Brief Outlook

So, if you are a founder or backer of a young technology company looking at the world and wondering what the heck has just happened to your baby, we want to leave you with one of our most favorite quotes, even though it comes from a sport that to half of the authors is really alien — baseball (did we mention how much we miss football...):

“I never blame myself when I’m not hitting. I just blame the bat and if it keeps up, I change bats. After all, if I know it isn’t my fault that I’m not hitting, how can I get mad at myself?”

*(Yogi Berra)*

So, let’s get back to work because “It is better to light a candle than to curse the darkness” (Chinese proverb). We have come full circle ☺.

# B. Our International Platform for Technology Companies



The leading German legal data base JUVE nominated us for **Private Equity and Venture Capital Law Firm of the Year** in Germany 2019 and 2017, and named our partner Sven Greulich one of the top VC lawyers in Germany (2019)



**Tech Group of the Year**

2018

Law360



**Leader in Venture Capital and Corporate Practice**

Legal 500



**Most Active VC law firm in Europe**

for 4 years in a row

PitchBook Q4 2019

## Dedicated to the needs of technology companies and their investors

**Betterment | Cisco | Getaround | Microsoft  
NVIDIA | Oracle | Revolut | SoFi | Sonos | Stripe**

Orrick counsels more than 2,700 tech companies as well as the most active funds, corporate venture investors and public tech companies worldwide. Our focus is on helping disruptive companies tap into innovative legal solutions.

We are a top 10 law firm for global M&A volume (*MergerMarket*) and the #1 most active law firm in European venture capital (*Pitchbook*).



**Honored for Connecting the German Mittelstand with Start-ups**

In its **2017 European Innovative Lawyers Report**, the *Financial Times* awarded our German Technology Team a top three position in the category of supporting start-ups and innovation. In this Europe-wide and in-depth research, the *Financial Times* labeled our corporate venture capital initiative led by Düsseldorf partner Sven Greulich as "outstanding." In its reasoning, the *Financial Times* further stated: "Connecting Germany's Mittelstand (mid-sized companies) with start-ups, the firm is tackling tax issues in stock option plans, making bridges between Silicon Valley and Germany, and showing the way for successful investments."



The 2019 State of European Tech Report prepared by *Atomico* in collaboration with *Slush* and supported by Orrick, is the latest evidence of Europe's growing influence in the global tech ecosystem.



# A TRULY GLOBAL PLATFORM.



## Coatue Management

Investment into the \$1 billion Series H for Swiggy  
*Investor's Counsel*

## Getaround

\$300 million Series D financing  
*Company Counsel*

## Revolut

\$250 million Series C financing  
*Company Counsel*

## Stripe

\$250 million Series G financing  
*Company Counsel*

### WE ADVISE TECH COMPANIES AT ALL STAGES:

**20%** of all **US\$ 1 Billion+ Unicorns**  
in the U.S. and U.K. Markets

**6** of the world's biggest **tech companies**

In 2019, advised on more than **970**  
**VC financings** valued at **over \$18.9bn**  
for companies based in **45** countries.

Operating in 25 markets worldwide, we offer holistic solutions for companies at all stages, executing strategic transactions but also protecting intellectual property, managing cybersecurity, leveraging data and resolving disputes. We are helping our clients navigate the regulatory challenges raised by new technologies such as crypto currencies, autonomous vehicles and drones. A leader in traditional finance, we work with the pioneers of marketplace lending.

We innovate not only in our legal advice but also in the way we deliver legal services, earning us the #1 spot on *Financial Times'* list of the most innovative North American law firms in 2016, 2017, 2018 and 2019 runner-up.

## INNOVATION @ORRICK

As one of the world's most innovative and forward-thinking law firms, Orrick is constantly looking at ways to improve the delivery of legal services and deliver greater value to clients



## ORRICK LABS

Powering Innovation

Dedicated in-house team of technologists focused on creating leading-edge legal service solutions to enhance quality, security and efficiency



## Orrick Analytics

Bringing state-of-the-art technology and statistical analysis to litigation and transactional services

## Improving Project Management for FIs

Built an online project dashboard and created a "playbook" to draft and negotiate agreements for hundreds of trades

## Cutting Legal Services Costs

Worked with LendingClub to streamline compliance reviews and cut volume and cost of legal support by about 50%

## Creating First-of-a-kind-structures

Worked with Mercy Corps to develop the Community Investment Trust enabling low-income residents to invest in local commercial properties for future financial gain



## DIRECT LENDING

Powered by Orrick

Only legal portal for the corporate direct lending community utilizing technology to provide simple solutions to common issues



## LendingClub

Collaborated to streamline compliance reviews and cut client's volume and cost of legal support by about 50%

## Derivatives in Review

Helping clients understand important legal and regulatory developments in the area of derivatives

## Distressed Download

Latest news and industry trends in the distressed debt and restructuring markets



## ORRICK CARES

Communities Worldwide

We share a firm-wide commitment to making a social impact. Our European pro bono and sustainability director has helped our teams provide 5,350 hours in pro bono service in the past year

## INCLUSION & WELLNESS

Inclusiveness is a core value that shapes the way we run our firm. It's part of our daily conversation about investing in talent, staffing our teams and measuring our success

# INNOVATION INSPIRES US.

And we're committed to leading it. We're working to improve legal services delivery.

## WE INNOVATE BY:

IMPROVING WORKFLOW WITH HUMAN-CENTERED DESIGN.

APPLYING ANALYTICS TO LEGAL PROBLEMS.

BRINGING GREATER CERTAINTY TO PRICING.



**INNOVATIVE  
LAWYERS2019**  
EUROPE WINNER

Innovation in Diversity and Inclusion

For the fourth year in a row, Orrick has been recognised by the *Financial Times* in its annual **Innovative Lawyers Report Europe** for various projects focused on delivering these innovative solutions. Overall, the Report ranks Orrick among the top five US-origin law firms in Europe.



**INNOVATIVE  
LAWYERS2019**  
NORTH AMERICA WINNER

Legal Products | Streamlined Processes | Technology Adoption | Tailored Solutions

“Orrick is reimagining how to use data in the delivery of legal services.”

REENA SENGUPTA - RSG CONSULTING

# C. Die Autoren / About the Authors



## **Carsten Bernauer**

Düsseldorf

cbernauer@orrick.com

Carsten Bernauer ist Counsel im Bereich Technologietransaktionen und M&A. Carsten ist neben der Beratung "klassischer" nationaler und grenzüberschreitender Unternehmens- und Private-Equity-Transaktionen sowie Konzernumstrukturierungen (einschließlich Restrukturierungen im Rahmen von Insolvenzen) insbesondere auch auf die Beratung von Venture-Capital-Finanzierungen und Technologieunternehmen durch alle Wachstumsphasen spezialisiert.

Carsten Bernauer is a Counsel in our Tech Transaction and M&A Practice. Beside advising on "traditional" national and cross-border corporate and private equity transactions as well as corporate restructurings (including insolvency restructurings), he particularly focuses on venture capital financing and advising technology companies through all growth stages.



## **Eva Dittes**

Düsseldorf

edittes@orrick.com

Eva Dittes ist Associate im Bereich Corporate sowie M&A und Private Equity. Sie berät deutsche und internationale Mandanten in allen Fragen des Gesellschaftsrechts. Einer ihrer Tätigkeitsschwerpunkte liegt in der Beratung von grenzüberschreitenden M&A- und Venture-Capital-Transaktionen mit Bezug zu den USA und Kanada.

Eva Dittes is an associate in our M&A and Private Equity Practice Group. Eva advises German and international clients in all aspects of corporate law. Her focus lies in particular cross-border M&A and Venture Capital transactions with the U.S. and Canada.



## **Sven Greulich (Editor)**

Düsseldorf

sgreulich@orrick.com

Dr. Sven Greulich, LL.M. (Cantabur) EMBA, Partner im Bereich Technologietransaktionen und M&A, ist spezialisiert auf Venture-Capital-Finanzierungen und die Beratung wachstumsstarker Technologieunternehmen. Seine Tätigkeit für innovative Technologieunternehmen gerade an der Schnittstelle zwischen Deutschland und den USA wurde mehrfach ausgezeichnet. Das Fachmagazin JUVE zählt Sven zu den 20 führenden Venture-Capital-Beratern in Deutschland.

Dr. Sven Greulich LL.M. (Cantabur) EMBA is a partner in our Tech Transaction and M&A Practice and focuses on venture capital financing and advising high-growth technology companies. His work for technology companies in cross-border engagements has won several awards. The leading journal JUVE lists Sven as one of the Top 20 venture capital advisors in Germany.



## **Chris Grew**

London

cgrew@orrick.com

Chris Grew ist Partner im Bereich Technologietransaktionen und leitet unsere marktführende Londoner Venture-Capital-Praxis. Chris hilft Unternehmern und Investoren, technologische Innovationen in ganz Europa voranzutreiben. Mit mehr als drei Jahrzehnten Erfahrung im Bereich Wachstumsfinanzierung verfügt Chris über eine einzigartige Perspektive, um die miteinander verbundenen kommerziellen, finanziellen und rechtlichen Herausforderungen im Bereich disruptiver Hightech zu bewältigen.

Chris Grew is partner in our Technology Companies Group and heads our market leading London venture capital practice. Chris helps entrepreneurs and investors drive technological innovation throughout Europe. With more than three decades of experience delivering growth and funding, Chris is uniquely positioned to navigate high-tech's interconnected commercial, financial and legal challenges and the disruption it brings to worldwide markets.



## **Blake Ilstrup**

Seattle

bilstrup@orrick.com

Blake Ilstrup ist Partner im Bereich Technologietransaktionen. Er berät insbesondere wachstumsstarke innovative Unternehmen aus dem Technologie- und Life Science-Sektor sowie deren Gründer und Investoren. Blake hat Unternehmen bei hunderten von Venture-Capital-Finanzierungen, M&A-Transaktionen und auch einer Reihe von Börsengängen begleitet. Ein weiterer Tätigkeitsschwerpunkt ist die Dauerberatung von Unternehmensleitung und Aufsichtsgremien sowie die Strategieberatung.

Blake Ilstrup is a partner in our Technology Companies Group. His practice focuses on advising high-growth technology and life sciences companies and their founders, advisors and investors. Blake has counseled companies on hundreds of venture capital financings and M&A transactions, numerous public offerings, as well as service as a trusted advisor to management teams and Boards on both strategic and day-to-day matters.





**Pete Lamb**  
Silicon Valley  
plamb@orrick.com

Peter Lamb ist Partner in unserer M&A / Private Equity Gruppe und arbeitet in unseren Büros in der Bay Area und Nordwesten der USA. Peter berät Private-Equity Investoren, Technologieinvestoren und etablierte private und börsennotierte Unternehmen aus den Bereichen Technology und Life Sciences. Neben der Beratung bei zahlreichen und Mehrheits- und Minderheitsbeteiligungen an Technologieunternehmen hat Peter Lamb mehrere Unternehmen bei deren Börsengang und Folgeangeboten begleitet.

Peter Lamb is a partner in our M&A / Private Equity Group and is working across our Bay Area and Pacific Northwest offices. Peter advises private equity sponsors, technology investors, and well established private and public technology and life sciences companies. Besides having advised on numerous and majority and minority investments in technology companies, Peter counsel several companies on their IPO and follow-on offerings.



**Olexiy Oleshchuk**  
Munich  
ooleshchuk@orrick.com

Olexiy Oleshchuk ist Counsel im Finance-Team von Orrick und berät Mandanten zu Finanzierungsfragen, restrukturierungs- und insolvenzrechtlichen Fragestellungen sowie im aufsichtsrechtlichen Bereich.

Olexiy Oleshchuk is a counsel in Orrick's finance team. He advises clients on financing and restructuring projects and also counsels on insolvency-related matters as well as with regard to regulatory law.



**Onur Öztürk**  
Düsseldorf  
ooeztuerk@orrick.com

Onur Öztürk ist Associate im Bereich Corporate sowie M&A und Private Equity. Er berät deutsche und internationale Mandanten in allen Fragen des Gesellschaftsrechts. Sein Schwerpunkt liegt auf inländischen und grenzüberschreitenden M&A- und Venture-Capital-Transaktionen.

Onur Öztürk is an associate in our M&A and Private Equity Practice Group. Onur advises German and international clients in all aspects of corporate law. His focus lies on domestic and cross-border M&A and Venture Capital transactions.



**Johannes Rüberg**  
Düsseldorf  
jrueberg@orrick.com

Dr. Johannes Rüberg ist Senior Associate im Bereich Technologietransaktionen und M&A. Johannes ist insbesondere auf die Beratung junger Unternehmen und ihrer Investoren von der Gründung, über mehrere Finanzierungsrunden bis zu ihrem Exit spezialisiert.

Dr. Johannes Rüberg is a senior associate in the Technology Transaction and M&A Practice and focusses in particular on advising technology companies and their investors from incorporation through financings to exit transactions.



**Geoff Willard**  
Washington, D.C.  
gwillard@orrick.com

Geoff Willard ist Partner im Bereich Technologietransaktionen. Seine Tätigkeit konzentriert sich auf die Beratung von wachstumsstarken Technologie-, Konsum-, Energie- und Cleantech-Unternehmen sowie deren Gründer, Vorstände und Investoren. Geoff hat Hunderte von Risikokapital-, Wachstumskapital- und strategischen Finanzierungen und M&A-Transaktionen begleitet und wurde von Best Lawyers mehrfach als Top-M&A-Praktiker ausgezeichnet.

Geoff Willard is a partner in our Technology Companies Group. His practice focuses on advising high-growth technology, consumer, energy and cleantech companies and their founders, boards, and investors. Geoff has completed hundreds of venture capital, growth equity, and strategic financings and M&A transactions and has been recognized multiple times as a top M&A practitioner by Best Lawyers.



## PREVIOUS GUIDES IN THIS SERIES



### OLNS #1 – Venture Debt for Tech Companies May 2019

Venture Debt is a potentially attractive complement to equity financings for business start-ups that already have strong investors on board.

It is a highly flexible instrument with very little dilutive effect for founders and existing investors.

OLNS#1 focuses on Venture Debt and includes practical tips and legal considerations based on years of experience counselling high-growth companies and their investors across the globe.

Topics include:

- What is Venture Debt
- Advantages of Venture Debt Financing
- Disadvantages and Risks of Venture Debt Financing
- Customary Terms and Conditions and Drafting Tips

For emerging technology companies, gaining access to financial resources is a key challenge. Traditional bank loans are often unavailable, and the financial means of the founders are usually limited. An (equity) financing by institutional venture capital investors often represents the most expensive form of capital. Thus Venture Debt can be very attractive for emerging technology companies.



### OLNS #2 – Convertible Loans for Tech Companies August 2019

Due to their flexibility and reduced complexity compared to fully-fledged equity financings, convertible loans are an important part of a startup's financing tool box. In a nutshell: a convertible loan is generally not meant to be repaid, but to be converted into an equity participation in the startup at a later stage.

OLNS#2 is filled with practical tips for founders and investors alike and comprehensively presents all the essentials you need to know about convertible loans, including:

- Advantages and Disadvantages of a Convertible Loan Financing
- Material Terms and Conditions of a Convertible Loan Agreement and Drafting Tips
- Convertible Loans and Notarization
- Tax Considerations (Germany)
- Public Subsidy Programs for Convertible Loan Agreements
- SAFEs

Convertible loans belong to the group of mezzanine or hybrid financing instruments and are generally not tied to certain stages of the life cycle of the startup as borrower. Convertible loans must be distinguished from convertible bonds and venture debt financings, the latter of which are described comprehensively in our OLNS#1 Venture Debt for Tech Companies.

#### ACCESS THEM HERE:

[https://https://www.orrick.com/en/Practices/Orrick-Legal-Ninja-Series-OLNS](https://www.orrick.com/en/Practices/Orrick-Legal-Ninja-Series-OLNS)



### OLNS #3 – Employment Law for Tech Companies December 2019

Young technology companies are focused on developing their products and bringing VC investors on board. Every euro in the budget counts, personnel is often limited, and legal advice can be expensive. For these reasons, legal issues are not always top of mind. But trial and error with employment law can quickly become expensive for founders and young companies.

OLNS#3 contains employment law must-haves for young technology companies in Germany and key issues for start-ups to watch out for in the U.S. OLNS#3 covers:

- Different staffing options – employees, fixed-term contracts, independent contractors, trainees, working students
- Properly classifying your team members as employees or independent contractors – in Germany and the U.S.
- How to draft your first employment contract (and what to watch out for if you take templates from the Internet)
- The many pitfalls of the oh-so-popular fixed-term contracts
- When you can use DocuSign (and when not)
- How to use the probationary period wisely (and to properly prepare dismissals if things don't work out)
- How to use non-competes and retention payments to protect the company's know-how

We have many years of experience helping German and international technology companies at every stage of the life cycle – from hiring their first employees, through several financing rounds, to IPO.



### OLNS #4 – Corporate Venture Capital March 2020

Corporates are under massive pressure to innovate to compete with new disruptive technologies and a successful CVC program offers more than capital – access to company resources and commercial opportunities are key features that justify CVC's prominence. This guide serves to share best practices for corporates and start-ups participating in the CVC ecosystem and also to ask important questions that will shape future direction.

OLNS#4 is filled with practical tips for corporates and founders alike and comprehensively presents CVC motives, success factors, incentive schemes and tips for agreements, including:

- Forms of corporate venturing and its dual focus – learning vs. earning
- Current landscape and trends
- Benefits and downsides of CVC from both the corporate's and the start-up's perspective
- How to organize CVC activities, main challenges and common mistakes
- What to look for when hiring external VC and CVC talent
- Incentive schemes
- Cooperating with the corporate's other business units
- Sourcing and making deals
- The in-house legal team's role and the investment playbook
- Special deal terms for CVC investments and compliance considerations

## OTHER ORRICK GUIDES THAT MAY INTEREST YOU



Our comprehensive new **Venture Capital Deals in Germany Guide** discusses many of the most contested issues in venture financings, presenting both the investor's and the founder's perspective and introduces venture deal structures in the German market.

- Tax-optimized holding structures and common mistakes in early financing rounds
- The investment agreement and the various kind of investment structures
- The shareholders' agreement with a special emphasis on the most relevant provisions around economics and control
- Sample term sheet

We also point out differences between the U.S. and the UK so that this Guide may also serve as a useful tool for investors from these jurisdictions considering investments in young German technology companies.



To help German founders understand and navigate the U.S. market, Orrick has launched its **Go West Guide** and just published its updated and expanded 2nd edition.

Over close to 100 pages, it provides practical tips and legal considerations based on years of experience counseling high-growth companies in the U.S., Germany and worldwide:

- When and how to look for U.S. investors
- Key differences of funding rounds in Germany / the U.S.
- How to "flip" a German GmbH into a U.S. company — and the pros and cons
- Key operational considerations
- Unique U.S. market risks, *inter alia* trade secrets and litigation.

## **Danksagungen / Acknowledgements**

Die Autoren danken Lars Wöhning und Justine Koston aus dem Know-how-Team von Orrick für ihre wertvollen Beiträge zu dieser Publikation. Sie sind weiterhin Andreas Gerhards und Jenny Bühlhoff vom Business-Development-Team, James Keeley vom Marketing-Team, Dean Skibinski und Nuno Teixeira aus Orricks Design-Team sowie dem wissenschaftlichen Mitarbeiter Yannick Witt für die wertvolle Hilfestellung und Unterstützung bei der Erstellung, graphischen Umsetzung und Produktion der neuesten Ausgabe der Orrick Legal Ninja Series dankbar.

The authors wish to acknowledge the valuable contribution of Lars Wöhning and Justine Koston from Orrick's research team. They are also thankful to Andreas Gerhards and Jenny Bühlhoff from Orrick's business development team, James Keeley from the marketing team, Dean Skibinski and Nuno Teixeira from Orrick's creative team as well as research assistant Yannick Witt for their contributions to the writing, editing, design and production of this latest edition of the Orrick Legal Ninja Series.

---

## IHR ANSPRECHPARTNER YOUR CONTACT

Dr. Sven Greulich, LL.M. (Cantabur) EMBA

T +49 211 3678 7261

sgreulich@orrick.com

---

## DÜSSELDORF

Orrick-Haus  
Heinrich-Heine-Allee 12  
40213 Düsseldorf  
T +49 211 3678 70

---

## MÜNCHEN

Rosental 4  
80331 München  
T +49 89 383 9800

[orrick.de](https://www.orrick.de)

**AMERICAS | EUROPE | ASIA**

Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP | 51 West 52nd Street | New York, NY 10019-6142 | United States | tel +1 212 506 5000  
Attorney advertising. As required by New York law, we hereby advise you that prior results do not guarantee a similar outcome.

©2020 Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP. All rights reserved.

