

Aktuelle Besonderheiten bei Venture-Capital-Investments

Das aktuelle Krisenumfeld ist herausfordernd



Dr. Markus Söhnchen
Rechtsanwalt und Partner
bei GSK Stockmann

Das Umfeld für Venture-Capital-Finanzierung hat sich in den vergangenen zehn Monaten, insbesondere seit dem Beginn der Ukraine-Krise und dem deutlichen Zinsanstieg im Jahr 2022, in Deutschland und Europa deutlich eingetrübt. Exit-Transaktionen von VC-finanzierten Start-ups sind deutlich zurückgegangen, sogar in einem stärkeren Ausmaß als während der Covid-19-Pandemie.

Dabei war das Jahr 2021 noch ein Rekordjahr für VC-Investments in Deutschland. Im Jahr 2021 erhielten deutsche Start-ups Investments von insgesamt 19,6 Mrd. Euro, was einem Plus von mehr als 158% gegenüber dem Covid-Jahr 2020 entsprach. Grund für dieses Rekordjahr waren insbesondere VC-Investitionen in deutsche Unternehmen aus den Bereichen künstliche Intelligenz, Fintech und Delivery. Aber auch Geschäftsmodelle im Bereich Agtech, Proptech und ESG (Environment, Social, Governance) standen im Jahr 2021 in Deutschland ganz oben auf der Liste der VC-Investoren. Dieses Niveau hat sich im Jahr 2022 deutlich verändert.

Venture-Capital-Investoren sind im erneuten Krisenjahr bei Folgefinanzierungen nunmehr deutlich zurückhaltender geworden, was

bedauerlicherweise für einige vielversprechende Start-ups und ihre Mitarbeitenden bereits das Aus bedeutet hat. Auch die Reduzierung von Personal und Kosten ist bei der erfolgsverwöhnten Start-up-Szene kein Tabu mehr.

Gründer von jungen Unternehmen machen derzeit teilweise dieselben Erfahrungen wie ihre zeitlichen Vorgänger nach dem Einbruch des Neuen Marktes im Jahr 2000 oder in der Finanzmarktkrise in den Jahren 2008 und 2009. In solchen Krisenzeiten lässt die Investmentbereitschaft der Investoren nach, die Finanzierungsmittel der Investoren verknappen sich. Auch die Investoren selbst nehmen dabei das aktuelle Fundraising-Umfeld als schwieriger wahr als während der Covid-19-Krise. Der Hype um Trendthemen wie Initial Coin Offerings (ICOs) ist in der Krise erst einmal verfliegen. Ebenso Exit-Möglichkeiten durch Börsengänge (IPOs), auch über Spacs (Special Purpose Acquisition Companies), die als leere Börsenmäntel attraktive Start-ups erwerben und über diesen Weg an die Börse bringen, werden in den nächsten Monaten nicht unbedingt leichter werden.

Auch auf der rechtlichen Seite haben diese aktuell leider wenig posi-

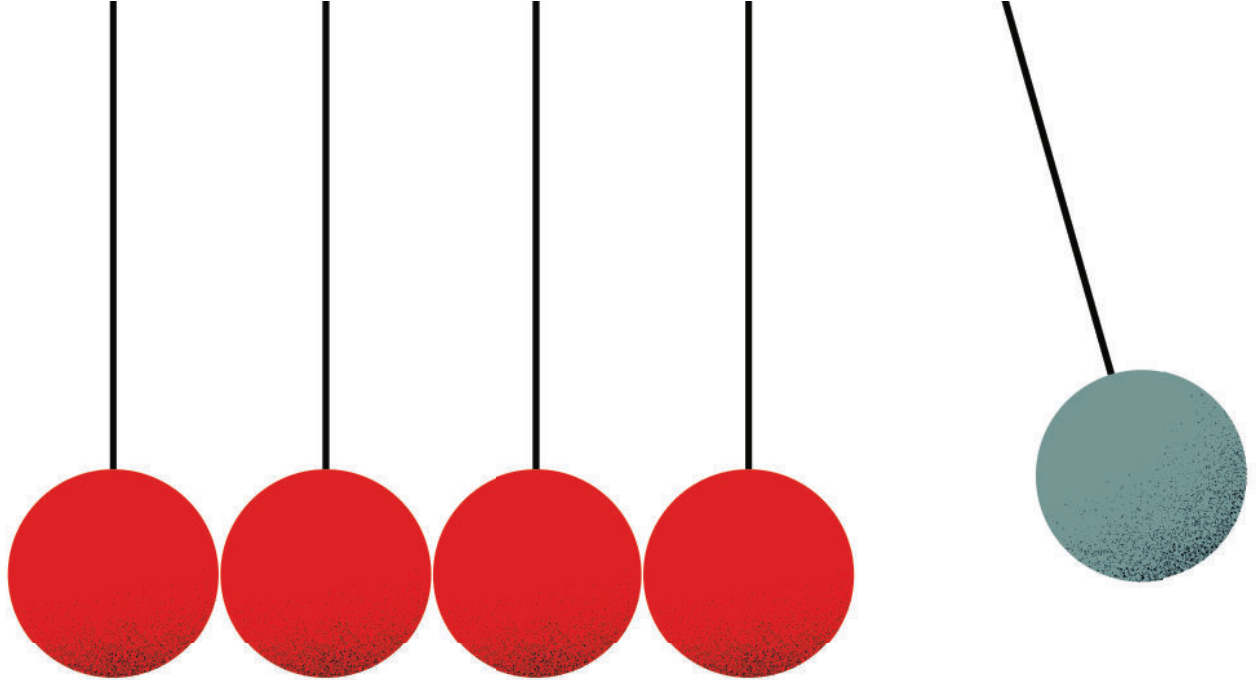
Venture-Capital-Investoren sind deutlich zurückhaltender geworden

tiven Marktentwicklungen zu einer veränderten Bewertung der vertraglichen Situation der beteiligten Parteien, d.h. der Gründer und Investoren, geführt.

Zunächst ist ein klarer Trend dahingehend festzustellen, dass sich die Bewertungen reduziert haben und aktuell weiter reduzieren. Die wesentlichen Faktoren für eine Reduzierung der Unternehmensbewertungen sind das allgemeine, rezessive makroökonomische Umfeld, das deutlich gestiegene Zinsniveau und die gesunkenen Ertrags- und Renditeaussichten der Portfoliounternehmen.

In diesem Umfeld machen die Gründer nun die Erfahrung, dass bei Vertragsverhandlungen von Convertible Loan Agreements (CLA) und Investment and Shareholders Agreements (ISHA) im Rahmen von Neu- oder Folgefinanzierungsrunden das Pendel der Verhandlungsmacht wieder klar in Richtung der Investoren zurückschlägt.

Konnten Gründer noch im Jahr 2021 in Vertragsverhandlungen viele Punkte zu ihren Gunsten in den Finanzierungsrunden zugrunde liegenden Investment und Shareholders Agreements durchsetzen, ist dies nun häufig nicht mehr der Fall.



Insbesondere im Bereich von Liquidationspräferenzen verlangen Investoren nunmehr eine deutlich höhere Beteiligung am Exit-Erlös als dies im boomenden und gründerfreundlichen VC-Markt der vergangenen Jahre der Fall war. Im gründerfreundlichen Marktumfeld der vergangenen Jahre wurde häufig eine Anrechnung der Liquidationspräferenz auf den Vorzug bei der Verteilung des Exit-Erlöses vereinbart, als sogenannte anrechenbare Liquidationspräferenz. In der jetzigen Krisenzeit verlangen Investoren, ähnlich wie

im VC-Boom zu Beginn der 2000er Jahre, regelmäßig

Risikoaufschläge in Form einer rechnerischen Verzinsung der Liquidationspräferenz. Häufig wird nunmehr auch anstelle der anrechenbaren Liquidationspräferenz eine nicht anrechenbare Liquidationspräferenz als echter Erlösvorzug im Exit-Fall verlangt.

Zu beobachten ist auch, dass der Wettbewerb unter den Investoren bei neuen Investments spürbar abgenommen hat. Konnten Gründerteams in der Vergangenheit zwischen besten Investoren und den besten Bewertungen auswählen, so sind viele Start-ups im aktuellen Markt-

umfeld froh, wenn sich generell Investoren für neue Finanzierungsrunden finden.

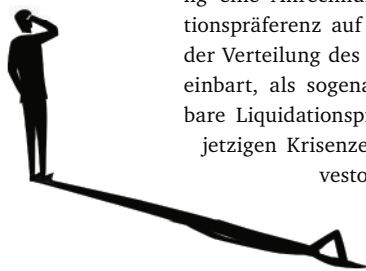
Um aktuelle Markt- und Bewertungsunsicherheiten besser abzufedern, werden viele Finanzierungen derzeit über CLAs, also Wandelanleihen, als Zwischenfinanzierung durchgeführt. Damit wird der kurzfristige Finanzierungsbedarf gedeckt und auf die Pre-Money-Bewertung der Gesellschaft im Wandlungsfall, also erst auf die Bewertung der nachfolgenden Equity-Finanzierungsrunde, abgestellt.

Im Bereich von Equity-Finanzierungsrunden kommt in unsicheren wirtschaftlichen Zeiten Milestone-Investments wieder eine größere Bedeutung zu. Hier wird ein Teil des zugesagten Eigenkapitals an das Erreichen bestimmter Meilensteine geknüpft. Durch die Vereinbarung solcher Meilensteine können die Investoren Bewertungsrisiken abfedern und auf den Entwicklungsprozess und den Businessplan einen stärkeren finanziellen Einfluss nehmen. Gründer und Investoren können sich über Milestone-Vereinbarungen rechtzeitig über eine etwaige Anpassung des Businessplans und in dessen Folge auch des Meilensteinplans verständigen. In Krisenzeiten ist es generell wichtig,

dass Gründer und Investoren sich über die Entwicklung des Unternehmens noch enger austauschen als dies in der Vergangenheit der Fall war.

Generell bleibt abzuwarten, wie lange die derzeitigen Unsicherheiten im Venture-Capital-Markt andauern. Wichtig ist, dass sich alle beteiligten Parteien einschließlich der beteiligten rechtlichen und steuerlichen Berater in diesen schwierigen Zeiten durch eine gute und konstruktive Zusammenarbeit stärken, damit Gründer und Investoren gemeinsam mit ihren Mitarbeitenden und ihren Unternehmen bestmöglich durch diese schwierigen Zeiten kommen.

Start-ups können die aktuelle Phase auch als Chance nutzen, um ihre Marktposition weiter auszubauen und neue Stärken zu definieren. Die Erfahrung der Covid-19-Krise hat gezeigt, dass durch die sehr positiven Entwicklungen in den vergangenen sieben Jahre der deutsche VC-Markt robust ist und die Marktteilnehmer sehr gute Chancen haben, gemeinsam die aktuelle Krise zu meistern. Die Auswirkungen dieser Krise können dabei durch eine konstruktive und den Interessen gerechte Vertragsgestaltung ebenfalls gut abgedeckt werden.



Das Pendel der Verhandlungsmacht schlägt wieder klar in Richtung der Investoren zurück