

## AKTUELLE THEMEN BEI FINANZIERUNGSRUNDEN

# Diverse Faktoren im Markt beeinflussen das Geschehen

*Aktuell wirken sich einige wirtschaftliche Faktoren auf den Venture Capital-Markt beziehungsweise generell auf Finanzierungsrunden aus. Wegen global politischer Risiken, gestiegener Inflation und der Anwendung von finanzpolitischen Gegeninstrumenten bestehen zweifelsohne Unsicherheiten im Markt. Die Folgen für Investments seitens der Investoren fallen hierzu aktuell recht unterschiedlich aus.*

**D**ie Konsequenzen reichen von genereller Zurückhaltung bei Neuinvestitionen und Investitionsstopp bis zu der Einschätzung, dass aktuell (noch) keine veränderte Strategie erfolgt. Es häufen sich Einschätzungen, nach denen die eigene Einwerbung von Kapital durch Wagnisfonds aktuell anspruchsvoller ist. Aus Sicht von Gründern ist mit einem erschwerten Prozess bei der Vorbereitung der Finanzierungsrunde und bei der Verhandlung über die Terms zu rechnen. Zudem ist ein genereller Trend von ansteigenden Insolvenzen erkennbar beziehungsweise mit einer Abnahme der finanziellen Leistungsfähigkeit zu rechnen, etwa ausgelöst durch ansteigende Rohstoffpreise und/oder Schwierigkeiten bei der Kapitalbeschaffung. Vor diesem Hintergrund rücken bestimmte Themen in Finanzierungsrunden aktuell stärker in den Fokus. Daneben werden aufgrund gesetzlicher Entwicklungen – hier des Fondsstandortgesetzes – gewisse Punkte in Finanzierungsrunden aktuell besonders häufig diskutiert.

### FORMULIERUNG DER MILESTONES

Relevanz in diesem Kontext haben zunächst Milestone-Regelungen. Durch Aufteilung der Zuzahlung in die Kapitalrücklage in mehrere Tranchen und Vereinbarung des Eintritts bestimmter weiterer Bedingungen für die Investorenleistungen kann ein Investor das finanzielle Risiko an die weitere Entwicklung des Start-ups anpassen und so minimieren. Aus Sicht von Gründern ist in diesen Fällen der Eintritt der Bedingungen für die Finanzplanung elementar, und die Formulierung der Milestones sollte im Hinblick auf ihre Erreichbarkeit im Detail reflektiert werden. Kommt der Investor seiner Zahlungsverpflichtung nicht nach, sollten die weiteren Gesellschafter durch eine, üblicherweise vereinbarte, Investor Default-Klausel geschützt sein. Die Folge ist regelmäßig die (antizipierte) Rückübertragung der übernommenen Anteile.

### VERWÄSSERUNGSSCHUTZKLAUSELN

Als Bewertungskorrektiv sind ferner aktuell Verwässerungsschutzklauseln relevant. Diese räumen den Investoren das Recht ein, neu zu schaffende Geschäftsanteile oder Geschäftsanteile der Bestandsgesellschafter zum Nominalwert zu übernehmen, wenn in einer späteren Finanzierungsrunde Anteile an der Gesellschaft zu einem geringeren als dem vom betreffenden Investor gezahlten Anteilspreis ausgegeben werden (sogenannte Downround). Gängig ist hier aktuell weiterhin die

sogenannte Weighted Average-Betrachtung, bei welcher der gewichtete Durchschnittspreis aus dem Anteilspreis der Downround und dem vom jeweiligen Investor gezahlten Anteilspreis gebildet wird. Dieser Durchschnittspreis wird dann bei der Ermittlung der Anzahl der Anteile, die der betreffende Investor zum Nominalwert nachzeichnen darf, zugrunde gelegt. Dass an dieser Stelle von Investoren künftig investorenfreundlichere Ausgestaltungen verlangt werden (etwa eine sogenannte Full Ratchet-Betrachtung, bei welcher der Investor letztlich gestellt wird wie der Investor der Downround), ist durchaus denkbar.

### MATERIAL ADVERSE CHANGE

Demgegenüber haben in Beteiligungsverträgen sogenannte Material Adverse Change (MAC)-Klauseln beziehungsweise Walk-away Provisions weiterhin keine Relevanz. Durch solche Gestaltungen, die in Exit-beziehungsweise generell M&A-Transaktionen gebräuchlich sind, würde dem Investor ein Lösungsrecht vom Vertrag zustehen, soweit sich die Rahmenbedingungen (unternehmensspezifische und kapitalmarktbezogene Anknüpfungspunkte oder sonstige Ereignisse wie Naturkatastrophen, Pandemien oder auch Kriege) nachteilig ändern. Diese Klauseln dürften bei Finanzierungsrunden insbesondere Altgesellschaftern und Gründern auch in der aktuellen wirtschaftlichen Lage weiterhin schwer vermittelbar sein, da sie zu erheblichen Unsicherheiten bezüglich der eingeworbenen und gegebenenfalls benötigten Finanzierungsmittel führen.

### LIQUIDATIONSPRÄFERENZ

Ausgerichtet im Wesentlichen auf ein künftiges Exit-Szenario ist die Regelung zur Liquidationspräferenz. Danach erhalten die Investoren im Rahmen eines Erlösereignisses vorrangig vor den übrigen Gesellschaftern (insbesondere den Gründern) ein x-Faches ihrer Investitionssumme. Marktüblich ist hier derzeit ein Vorzug in Höhe des Einfachen des getätigten Investments. Nach Befriedigung des Erlösvorzugs verbleibende Erlöse werden anteilig auf alle Gesellschafter verteilt, wobei sich die Investoren regelmäßig das anrechnen lassen müssen, was sie im Rahmen des Erlösvorzugs erhalten haben (sogenannte Non-Participating Liquidation Preference). Teilweise äußern Investoren bereits, dass künftig mit investorenfreundlicheren Regelungen, etwa einem höheren Multiple bei der Liquidationspräferenz, zu rechnen ist. Dies wäre eine Entwicklung, wie sie sich in früheren schwierigen Märkten (etwa während der Finanzkrise 2007 bis 2009) schon gezeigt hat.

**BEITRITT VON CO-FOUNDERN**

Neben diesen aus der allgemeinen wirtschaftlichen Lage resultierenden Themen spielt auch der Beitritt von Co-Foundern in Finanzierungsrunden aktuell häufig eine bedeutende Rolle. Das wesentliche Problem besteht darin, dass die nachträglich – insbesondere im Zuge einer Finanzierungsrunde – hinzutretenden Co-Founder möglichst wenig Cash (etwa den Nominalbetrag der Anteile) für die zu übernehmenden Anteile zahlen sollen. Eine solche Gewährung von Anteilen löst nach deutschem Steuerrecht grundsätzlich Einkommensteuer aus. Je nach konkreter Situation dürfte etwa der beitretende Co-Founder, der für die Einräumung lediglich den Nominalbetrag leistet, im Hinblick auf den Differenzbetrag bis zum Verkehrswert der eingeräumten Anteile einkommensteuerpflichtig sein, es erfolgt mithin eine Besteuerung auf Grundlage des Werts der Anteile, obgleich dem Co-Founder kein Cash-Betrag zufließt (sogenanntes Dry Income). Der im Rahmen des Fondsstandortgesetzes (2021) neu gefasste § 19a Einkommensteuergesetz (EStG) hilft an dieser Stelle nur bedingt. Nach § 19a Abs. 1 EStG unterliegen die Anteile bei Einräumung zunächst nicht der Einkommenbesteuerung, sondern gemäß § 19 Abs. 4 Nr. 1 EStG erst bei der späteren Übertragung im Exit-Fall. Allerdings wird die Einkommensteuer nach den weiteren Varianten des § 19 Abs. 4 EStG auch dann fällig, wenn seit der Übertragung der Vermögensbeteiligung zwölf Jahre vergangen sind oder das Dienstverhältnis des Gründers beendet wird. Nach § 19a Abs. 5 EStG hat das Betriebsstättenfinanzamt den nicht besteuerten Vorteil im Rahmen einer Anrufungsauskunft gemäß § 42e EStG bei Einräumung der Anteile zu bestätigen. Im Falle des späteren Exits wird dann für die Bewertung des zu steuernden geldwerten Vorteils auf diese Feststellungen Bezug genommen. Aus Sicht des beitretenden Co-Founders besteht damit

auch bei Anwendung des § 19a EStG weiterhin die Gefahr, dass sich das Steuerrisiko zu einem Zeitpunkt realisiert, in dem der Co-Founder aus seinem Beitritt noch keine Erlöse erzielt hat. Auch die Steuerlast wird abhängig von der Wertentwicklung der eingeräumten Anteile nicht reduziert, sondern lediglich auf einen späteren Zeitpunkt verlagert.

**HURDLE SHARES**

Das Thema wird im Rahmen einer Finanzierungsrunde aktuell anderweitig über die Gewährung von sogenannten Hurdle Shares gelöst. Hierbei handelt es sich um Anteile, deren Wert im Ergebnis im Zeitpunkt der Übertragung bei einer späteren Erlösverteilung als negativer Rechnungsposten zum Abzug gebracht wird. Im Zeitpunkt der Einräumung wird so der Wert der Anteile und damit der zu steuernde geldwerte Vorteil neutralisiert.



**ALEXANDER WEBER, LL.M.**  
(Victoria University of Wellington), ist Partner am Münchner Standort der Kanzlei Heuking Kühn Lüer Wojtek. Er berät Investoren und Start-ups laufend im Bereich Venture Capital.



**boost your start-up idea**

Nutze unsere vollausgestatteten Labore, Coworking Space und Prototyping Area auf 3.300 m<sup>2</sup> inkl. Service & Programmatik



**Reach Out**

Das Team der Life Science Factory freut sich über eure Anfragen!

**Tatjana Kasper**  
Community Manager  
tatjana@lifescience-factory.com  
+49 160 7014221



**our services**



**Lab Space**

Vollausgestattete Labore inkl. state-of-the-art Equipment, Start innerhalb von 48h möglich



**Coworking**

Austausch innerhalb der Life Science Community



**Maker's Factory**

Prototypen erstellen & testen in einer isolierten & vollständig ausgestatteten Umgebung



**Mentoring & Networking**

Lernen von erfolgreichen Gründern & internationalen Experten, Kontakt zu Unternehmern & Spitzenforschern