

Verantwortung und Haftungsrisiken von *Directors & Officers* einer US Inc. / Responsibility of Directors & Officers of a US Inc.

Wichtiger Hinweis: Die in dieser Erläuterung dargestellten (rechtlichen) Aspekte dienen nur der allgemeinen Information, sind nicht abschließend und können eine umfassende rechtliche, steuerrechtliche oder sonstige Beratung im Einzelfall nicht ersetzen.

Important Notice: The (legal) concepts and aspects outlined in this memorandum are provided for general information purposes only; they are not exhaustive, and cannot substitute comprehensive legal, tax and other advice in the individual case.

1. Unterschiede der Board-Konzepte einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung und einer *Corporation*

1. Differences between Board Concepts in a GmbH and a Corporation

1.1 "Boards" in Deutschland und den USA

1.1 "Boards" in Germany and the US

Einer der wesentlichen Unterschiede zwischen dem deutschen und amerikanischen Gesellschaftsrecht ist, dass amerikanische Gesellschaften ein einstufiges, deutsche Unternehmen hingegen ein zweistufiges Board-System haben. Das darf man nicht aus den Augen verlieren, wenn man von einem "Board" redet, was im deutschen Gesellschaftsrecht verschiedene Bedeutungen haben kann. Eine deutsche Gesellschaft mit beschränkter Haftung hat zunächst einen oder mehrere Geschäftsführer¹, die die Gesellschaft vertreten und das Tagesgeschäft abwickeln. Zudem kann ein Beirat als weiteres Gesellschaftsorgan gegründet werden, um die Geschäftsführer zu überwachen, zu kontrollieren und zu beraten.

When looking at the corporate governance of a German company from an American perspective, one of the most fundamental differences is that US corporate law follows the one-tier approach while German corporate law follows the two-tier approach. This difference needs to be kept in mind when talking about the "board," which has a different meaning under German corporate law. A German GmbH must have a management board (*Geschäftsführung*), which is responsible for representing the company and running its day-to-day operations. In addition, a separate corporate body called an advisory board (*Beirat*) may be established to supervise, monitor, and advise the management board.

In größeren Gesellschaften mit beschränkter Haftung ist weiterhin ein Aufsichtsrat zwingend vorgesehen. In solchen Unternehmen gibt es normalerweise keinen freiwilligen Beirat neben dem Aufsichtsrat.

In larger GmbHs, the establishment of a so-called supervisory board (*Aufsichtsrat*) as controlling body instead is mandatory. In such companies, one would normally not find a voluntary advisory board in addition to the supervisory board.

Dies ist eine doppelstöckige Struktur: Im deutschen Gesellschaftsrecht werden das Management und die Überwachung von zwei

This is the two-tier structure: In Germany, the management and the supervision are separated into two distinct corporate bodies of which the

¹ Wir verwenden aus Gründen der besseren Lesbarkeit einheitlich die Maskuline Form, welche aber ausdrücklich alle Geschlechter einbeziehen soll.

unterschiedlichen Gesellschaftsorganen wahrgenommen, wobei der Beirat fakultativ ist (obwohl er in VC-finanzierten deutschen Start-ups häufig vorkommt), während der Aufsichtsrat obligatorisch wäre (obwohl Aufsichtsräte in deutschen Start-ups eher die seltene Ausnahme sind).

1.2 Die Rolle des Boards in einer Delaware Inc.

Bei einer *Delaware Corporation* ist es erforderlich, dass die Geschäfte und Angelegenheiten der Corporation vom oder unter der Leitung des Board of Directors geführt werden. Boards einer Delaware Corporation verfügen über einen weiten Ermessensspielraum darüber, wie diese Verantwortung wahrgenommen werden soll, einschließlich der Frage, welche Aufgaben an das Management delegiert werden sollen. Wichtig ist, dass die Rolle des Boards einer Delaware Corporation auch durch Aspekte des US-Wertpapierrechts (Bundesebene) und der Börsenzulassungsanforderungen geprägt wird und man dies im Blick behalten muss. Zu den Hauptaufgaben vieler Boards gehören:

- kritische Diskussion und Genehmigung der Jahresbudgets, der zentralen Unternehmensstrategie sowie der Pläne und Ziele des Unternehmens, einschließlich Geschäftsplänen, Investitionsausgaben und R&D-Budgets;
- Beratung und Steuerung des Managements, insbesondere des *Chief Executive Officers*, in wichtigen Unternehmensfragen;
- bei börsennotierten Unternehmen und privaten Unternehmen in einer späteren Entwicklungsphase: die Einrichtung und Beaufsichtigung wirksamer Kontrollsysteme, so dass das Board of Directors angemessen über die finanzielle Lage des Unternehmens informiert wird (einschließlich der Auswahl

advisory board ist optional (though frequent in VC-backed German start-ups) while the supervisory board would be mandatory (though in German start-ups supervisory boards tend to be the rare exception).

1.2 The Role of the Board in a Delaware Inc.

In a Delaware corporation, Delaware requires that the business and affairs of the corporation be managed by or under the direction of the board of directors. Delaware boards have broad discretion to exercise their business judgment to determine how they will discharge this responsibility, including what responsibilities should be delegated to management. Importantly, the role of the board of a Delaware corporation also is regulated by aspects of the U.S. federal securities laws and securities exchange listing requirements. The principal functions of many boards include:

- reviewing and approving annual budgets, major strategies, plans, and objectives of the company, including business plans, capital expenditures, and R&D budgets;
- advising and instructing the company's management, especially its chief executive officer, on significant issues affecting the company;
- with respect to publicly traded companies and late stage private companies, establishing and overseeing effective auditing procedures so that the board of directors will be adequately informed of the company's financial status (including selecting independent auditors and establishing audit committees when appropriate);

unabhängiger Prüfer und ggf. der Einrichtung von Prüfungsausschüssen);

- | | |
|---|--|
| • Überwachung der Arbeit des Managements, Bewertung der Leistungen des Managements sowie Auswahl und Abberufung der <i>Corporate Officers</i> ; | • monitoring the performance of management, evaluating the accomplishments of management, and selecting and removing corporate officers; |
| • Festlegung der Vergütung von Führungskräften; | • setting executive compensation; |
| • Änderung der Charta oder der Satzung des Unternehmens; | • amending the company's charter or bylaws; |
| • Genehmigung von Kapitalbeschaffungsmaßnahmen; | • approving capital raising activities; |
| • Genehmigung von wesentlichen Verträgen; | • approving material contracts; |
| • Genehmigung der Fremdkapitalfinanzierung des Unternehmens (z. B. Begebung einer Wandelanleihe oder Aufnahme von Krediten); | • approving the company incurring indebtedness (such as a convertible note financing or a credit facility); |
| • Genehmigung von M&A-Projekten oder anderen außergewöhnlichen Aktivitäten; | • approving acquisitions, mergers or other extraordinary activities; |
| • Genehmigung von Eigenkapitalinstrumenten; und | • approving all grants of equity; and |
| • Nominierung von Directors. | • nominating directors. |

Das Board of Directors delegiert die Befugnis zur Führung des Tagesgeschäfts an das Management und die Officer des Unternehmens. Das Board of Directors ist für die *Corporate Governance* verantwortlich. Primär bei börsennotierten Unternehmen und privaten Unternehmen in einer späteren Entwicklungsphase müssen die Directors sicherstellen, dass das Unternehmen angemessene Vorkehrungen für die Einhaltung der Gesetze trifft (insbesondere durch die Etablierung entsprechender Unternehmensrichtlinien).

Das Board of Directors ist ein kollektives Entscheidungsgremium. Einzelne Board-Mitglieder können nicht im Namen des Unternehmens handeln. Handlungen oder Genehmigungen müssen bei einer Sitzung (telefonisch, per Videokonferenz oder persönlich) oder durch einstimmige schriftliche Zustimmung vorgenommen werden.

The board of directors delegates the authority for managing the day-to-day operations to the company's management and officers. The board of directors is responsible for corporate governance. With respect to publicly traded companies and late stage private companies, the directors must make sure the company has adequate policies to comply with law (especially by establishing appropriate corporate guidelines).

The board of directors is a collective decision-making body. Individual board members cannot take actions on behalf of the company. Actions or approvals must be taken at a meeting (telephonic, video conference or in person) or by unanimous written consent. Proper notice must be given and a quorum must be present (usually

Eine ordnungsgemäße Ankündigung muss erfolgen und das Board muss beschlussfähig sein, um in einer Versammlung zu handeln (was in der Regel die Anwesenheit / Teilnahme der Mehrheit der Directors voraussetzt). Der *Corporate Secretary* führt in der Regel das Protokoll der Sitzung des Boards, in dem die vom Board getroffenen Maßnahmen festgehalten werden.

2. Unterschiedliche Maßstäbe für Haftung und Haftungsfreistellung

In diesem Kapitel geben wir zunächst einen allgemeinen Überblick über die Pflichten, die Directors und Officers und bis zu einem gewissen Grad auch die Mehrheitsgesellschafter einer Delaware Inc. in den USA beachten müssen, bevor wir uns einigen Start-up-spezifischen Fragen widmen. Abschließend wollen wir die Möglichkeiten erörtern, wie man einige Haftungsrisiken mindern kann, die für das Start-up-Ökosystem der USA typisch sind.

2.1 Aufgaben und Pflichten von Directors und Officers in einer Corporation – ein Überblick

Das Recht des Staates Delaware legt Directors, Officers und in bestimmten Fällen Mehrheitsgesellschaftern einer Delaware Inc. Sorgfalts- und Treuepflichten (die sog. *Fiduciary Duties of Care and Loyalty*) gegenüber ihrer Gesellschaft und deren Gesellschaftern auf.

- **Sorgfaltspflicht:** Directors und Officers einer Delaware Corporation sind verpflichtet, mit der Sorgfalt zu handeln, die eine in normalem Umfang vorsichtige und umsichtige Person an den Tag legen würde. Grobe Fahrlässigkeit ist der Maßstab, an dem die Gerichte in Delaware die Erfüllung der Sorgfaltspflicht messen, d. h. eine rücksichtslose Gleichgültigkeit gegenüber der Gesamtheit der Gesellschafter oder eine vorsätzliche Missachtung derselben oder evident unvernünftige Handlungen. Daher ist es die Pflicht der Directors, sich vor einer

a majority of the then-serving directors) for the board to act at a meeting. The corporate secretary typically prepares minutes of board meetings, which minutes will reflect actions taken by the board at its meetings.

2. Different Standards of Liability and Indemnification

In the following, we present first a general overview of duties that directors and officers and to some extent controlling stockholders need to observe in the US before turning to some start-up specific questions and discussing ways to mitigate the ensuing liability risks that are common in the US start-up ecosystem.

2.1 Duties and Obligations of Directors and Officers in a Corporation – an Overview

Delaware common law maintains that directors, officers and, in certain instances, controlling stockholders owe fiduciary duties of care and loyalty to the corporation they serve and its stockholders.

- **Duty of Care:** Directors and officers of a Delaware corporation have a duty to act with the "amount of care which ordinarily careful and prudent men would use in similar circumstances." Gross negligence is the standard of by which the Delaware courts measure satisfaction of the duty of care; *i.e.*, a reckless indifference to or a deliberate disregard of the whole body of stockholders or actions which are without the bounds of reason. Therefore, prior to making a business decision, it is the directors' obligation to inform themselves of all material information reasonably available

unternehmerischen Entscheidung alle wesentlichen Informationen, die ihnen vernünftigerweise zur Verfügung stehen, zu verschaffen, sich (nach ihrem unternehmerischen Ermessen) ausreichend Zeit zu nehmen, um die relevanten Fragen zu verstehen und zu bewerten, und, falls erforderlich, im Rahmen ihres unternehmerischen Ermessens den Rat von Experten (wie Rechts- oder Finanzberatern) und der Officers der Gesellschaft einzuholen.

Wie nach dem Recht des Bundesstaates Delaware zulässig, enthalten die Gründungs-urkunden von Delaware Corporations in der Regel eine Bestimmung, die die persönliche Haftung eines Directors für Geldschäden aufgrund einer Verletzung der Sorgfalts-pflicht ausschließt. Eine solche Exculpations-vorschrift führt regelmäßig zur Abweisung der meisten Klagen wegen angeblicher Verletzung der Treuepflicht durch das Board of Directors.

- **Treuepflicht:** Die Treuepflicht verlangt, dass die Directors im besten Interesse des Unternehmens ehrlich und integer sowie ohne Verfolgung von Eigeninteressen, betrügerischen Absichten oder widerstreitenden Eigeninteressen handeln. Die Treuepflicht verlangt von den Directors, dass sie alle Interessen oder Beziehungen zu den Profiteuren von Geschäften, über die das Board of Directors befinden soll, vollständig offenlegen. Die Treuepflicht zielt darauf ab, das Unternehmen davor zu schützen, dass ein Director oder Officer das in ihn gesetzte Vertrauen zu seinem persönlichen Vorteil nutzt.
- **Treu und Glauben:** In den vergangenen mehr als zehn Jahren haben Gerichte in Delaware darüber diskutiert, ob die Pflicht, nach Treu und Glauben zu handeln, eine unabhängige Pflicht oder "nur" eine Ausprägung der allgemeinen Sorgfalts- und Treuepflicht ist. Die jüngste Rechtsprechung

to them, take sufficient time (in their business judgment) to understand and consider relevant issues, and if necessary in their business judgment, obtain advice from experts (such as counsel and financial advisors) and officers.

As permitted by Delaware law, the certificates of incorporation of Delaware corporations typically include a provision eliminating a director's personal liability for monetary damages due to a breach of the duty of care. An exculpation provision of this kind regularly leads to the dismissal of a most lawsuits alleging a breach of fiduciary duty by a board of directors.

- **Duty of Loyalty:** The duty of loyalty requires that directors act in the best interests of the company with honesty and integrity and lack of self-dealing, fraud or conflicting personal interest. The duty of loyalty requires directors to fully disclose any interest in, or relationship with, the proponent of any transaction considered by the board of directors. The duty of loyalty is intended to protect the company from a director or officer "us[ing] their position of trust and confidence to further their private interests."
- **Duty of "Good Faith":** For the past decade or more, Delaware courts have debated whether the duty to act in good faith is an independent fiduciary duty or "only" a component of the duties of care and loyalty. The most recent jurisprudence on the matter distinguished the "concept of good faith from the

unterschied das Konzept von Treu und Glauben von der Sorgfalts- und von der Treuepflicht und ordnete Treu und Glauben als ein Element der Treuepflicht ein. Der oberste Gerichtshof von Delaware hat dabei nicht positiv definiert, was Handeln in Treu und Glauben ist, sondern stattdessen als Negativbeispiele zwei Kategorien von bösgläubigem Verhalten herausgearbeitet. Die erste Kategorie umfasst Verhalten, das durch die konkrete Absicht motiviert ist, Schaden anzurichten. Unter der zweiten Kategorie wird Bösgläubigkeit dann angenommen, wenn der Treuhänder vorsätzlich zu einem anderen Zweck als dem der Förderung der besten Interessen der Gesellschaft handelt, wenn der Treuhänder in der Absicht handelt, geltendes positives Recht zu verletzen, oder wenn der Treuhänder in Kenntnis einer bekannten Handlungspflicht nicht aktiv wird und seine Pflichten damit bewusst missachtet. Die letztgenannte Kategorie kann in Fällen vorliegen, in denen die Handlungen eines Directors einen höheren Verschuldensgrad als grobe Fahrlässigkeit vorweisen, ohne dass ein klassischer Eigeninteressenkonflikt vorliegt.

- **Überwachungspflicht:** Als Teil der Sorgfaltspflicht haben die Directors die Pflicht, sorgfältig zu überwachen, dass das Management die ihm übertragenen Aufgaben ordnungsgemäß wahrnimmt. Diese Überwachungspflicht wird von den Gerichten in Delaware nicht als eigenständige Treuepflicht anerkannt. Der oberste Gerichtshof von Delaware hat entschieden, dass ein Director z. B. dann gegen seine Überwachungspflicht verstößt, wenn er es gänzlich versäumt hat, ein Berichts- oder Informationssystem oder Kontrollen in seinem Unternehmen einzuführen oder ein solches System oder solche Kontrollen zwar eingeführt, es aber bewusst versäumt hat, das Unternehmen dann auch entsprechend zu

duty of care and duty of loyalty" and established good faith as an element of the duty of loyalty. The Supreme Court of Delaware has not explicitly defined good faith and instead chosen to outline two categories of behavior constituting bad faith. The first category includes "fiduciary conduct motivated by an actual intent to do harm." Under the second category, bad faith is established when "the fiduciary intentionally acts with a purpose other than that of advancing the best interests of the corporation, where the fiduciary acts with the intent to violate applicable positive law, or where the fiduciary fails to act in the face of a known duty to act, demonstrating a conscious disregard for her duties." The latter category may be applicable in circumstances where a director's actions are more culpable than gross negligence without a traditional self-interest conflict.

- **Duty of Oversight:** As a component of the duty of care, directors have a duty to exercise care in overseeing that management is properly executing their assigned tasks. This duty of oversight is not recognized by Delaware courts as a fiduciary duty on its own. The Delaware Supreme Court has held that a director breaches her duty of oversight when she has "utterly failed to implement any reporting or information system or controls [or] ... having implemented such a system or controls, consciously failed to monitor or oversee its operations thus disabling themselves from being informed of risks or problems requiring their attention."

überwachen und zu beaufsichtigen, wodurch er sich selbst daran hindert, über Risiken oder Probleme informiert zu werden, die seine Aufmerksamkeit erfordern.

- **Offenlegungspflicht:** Wie die Überwachungspflicht ist auch die Offenlegungspflicht keine eigenständige Treuepflicht, sondern eine Unterkategorie der allgemeinen Sorgfalts- und Treuepflicht. Nach dem Recht des US-Staates Delaware haben Directors die Pflicht, den Gesellschaftern alle wesentlichen Informationen im Zusammenhang mit einer angestrebten Gesellschafterklage offenzulegen.
- **Duty of Disclosure:** Like the duty of oversight, the duty of disclosure is not an independent fiduciary duty but a subset of the duties of care and loyalty. Under Delaware common law, directors have a fiduciary duty to "disclose all material information to stockholders when seeking stockholder action" (e.g., such as in proxy solicitations or self-tender offers).

2.2 Haftungsrisiken und Möglichkeiten der Reduktion von Haftungsrisiken von US-Board-Mitgliedern

2.2.1 Die *Business Judgment Rule* und die *Entire Fairness Doctrine*

Eine Verletzung der Treuepflichten eines Directors oder eines Officers würde es den Gesellschaftern der Gesellschaft (oder einem von ihnen) ermöglichen, einen Anspruch gegen einen Director oder einen Officer persönlich geltend zu machen. Angesichts des breiten Spektrums dieser Pflichten (die von den Gerichten Delawares zudem noch fortlaufend weiterentwickelt und verfeinert werden) hat die Delaware-Rechtsprechung die Business Judgment Rule als einen "sicheren Hafen" für Director und Officer entwickelt. Dadurch soll verhindert werden, dass aus Angst vor Haftungsrisiken die Entscheider eines Unternehmens vor Angst erstarren und keine mutigen unternehmerischen Entscheidungen mehr treffen. Nach der Business Judgment Rule wird die Handlung eines Directors (oder eines Officers) als zulässig erachtet, wenn der Director auf der Grundlage von angemessenen Informationen, in gutem Glauben und in der tatsächlichen Überzeugung gehandelt hat, dass seine Handlung im besten Interesse des Unternehmens lag und wenn er dabei nicht gegen seine Treuepflicht verstoßen hat. Das Gesellschaftsrecht des US-

2.2 Liability Risks and Means to Mitigate Liability Risks for US Board Members

2.2.1 Business Judgment Rule and Entire Fairness Doctrine

A breach of any of the directors' or officers' fiduciary duties would enable the stockholders of the corporation (or any of them) to bring a claim against the director or officer personally. Against the wide scope of these duties (that keep being developed and fine-tuned by the Delaware courts), Delaware case law has established the business judgment rule as a safe harbor for directors to prevent inertia for fear of liability risks. Under this rule, a director's action is deemed valid if the director has acted on a basis of information, in good faith, and in the true belief that her action was in the company's best interest and has not taken that action breach of her fiduciary duty. Delaware corporate law further stipulates that directors can rely in good faith on information, opinions, reports or statements from officers, employees, board committees' members or any other person (also outside the company's organization) regarding matters the director reasonably believes are within that person's professional or expert competence, provided that the

Staates Delaware sieht ferner vor, dass sich die Directors in gutem Glauben auf Informationen, Einschätzungen, Berichte oder Aussagen von Directors, Mitarbeitern, Mitgliedern der Board-Ausschüsse oder jeder anderen Person (auch außerhalb der Unternehmensorganisation) in Bezug auf Angelegenheiten verlassen können, von denen der Director begründeterweise annimmt, dass sie innerhalb der beruflichen oder fachlichen Kompetenz dieser Person liegen. Voraussetzung ist aber, dass die Person mit angemessener Sorgfalt von oder im Namen des Unternehmens ausgewählt wurde.

Nach dem Recht Delawares dürfen die Gerichte, aufgrund der Business Judgment Rule, die Angemessenheit der getroffenen unternehmerischen Entscheidung des Board of Directors nicht hinterfragen, solange die klagende Partei nicht beweisen kann (und hierfür bedarf es jedenfalls überwiegender Wahrscheinlichkeit), dass die Entscheidung eine Treuepflicht verletzt hat. In bestimmten Ausnahmefällen kann die Entscheidung des Directors jedoch gerichtlich weitergehend überprüft werden. Für diese strengere Gerichtsprüfung gibt es zwei praxisrelevante Fälle: (i) die sogenannte Entire Fairness Doctrine und (ii) den (sonstigen) erhöhten Prüfungsmaßstab (*Enhanced Scrutiny Standard*).

- Da Entscheidungen von Officers nicht durch die Business Judgment Rule geschützt waren und Officers für jegliche Verletzung ihrer Sorgfaltspflicht haftbar gemacht werden konnten, hat Delaware Ende 2022 seine Unternehmensgesetze geändert. Die geänderte DGCL ermöglicht es nun Unternehmen, die persönliche Haftung bestimmter leitender Officers für Geldschäden aufgrund von Verletzungen ihrer treuhänderischen Sorgfaltspflicht zu beschränken. Vor dieser Änderung erlaubte Delaware nur solche "Freistellungsklauseln" - welche im Gründungszertifikat festgelegt sein müssen - für Directors. Diese Ungleichheit führte zu einer erhöhten

person has been selected with reasonable care by or on behalf of the company.

Under Delaware law, due to the business judgment rule, courts may not second guess the merits of a board of directors' business decision unless an adverse party proves, by a preponderance of the evidence, that the decision involved a breach of fiduciary duty. It is important to note that in limited circumstances, judicial review of directors' decisions is heightened under (i) the so-called entire fairness doctrine or (ii) an enhanced scrutiny standard.

- As decisions of officers were not protected by the business judgment rule and officers could be held liable for any breach of the duty of care that they committed, in late 2022, Delaware amended its corporate laws. The amended DGCL now allows corporations to limit the personal liability of certain senior corporate officers for money damages for breaches of their fiduciary duty of care. Prior to this amendment, Delaware only allowed for such "exculpation clauses"—which must be set forth in the certificate of incorporation—for corporate directors. This disparity resulted in increased litigation against officers for alleged breaches of duties of care

Prozessführung gegen Officers wegen angeblicher Verstöße gegen die Sorgfaltspflicht, wenn solche Ansprüche gegen Direktoren nicht geltend gemacht werden konnten (Aus politischen Gründen erlaubt das Delaware-Gesetz nach wie vor keine Freistellung von Ansprüchen gegen Directors oder Officers wegen Verletzungen der Treuepflicht).

- Kann die Klägerin die Vermutung der Business Judgment Rule erfolgreich widerlegen, müssen die Directors die "vollständige Fairness" ihres Handelns beweisen. Das Gericht wendet den Entire Fairness-Maßstab zudem immer dann an, wenn ein Mehrheits- oder beherrschender Gesellschafter auf beiden Seiten einer Transaktion steht oder wenn die Mehrheit der Directors ein persönliches Interesse oder einen Konflikt hinsichtlich der Transaktion hat. In diese Kategorie fallen einige für VC-finanzierte Start-ups durchaus relevante Fallgestaltungen, auf die wir noch zurückkommen werden.

Nach dem Recht Delawares müssen die Directors gem. der sog. *Entire Fairness Doctrine* in bestimmten Fällen nachweisen, dass die betreffende Transaktion fair war und ein fairer Preis gezahlt wurde. Die Überprüfung des fairen Preises erfordert vor allem, dass unter den gegebenen Umständen kein höherer Preis erzielt werden konnte. Bei der Prüfung des fairen Verfahrens werden die Verfahrensaspekte der Transaktion unter die Lupe genommen, die dem Schutz von Minderheits- und von der Unternehmensleitung ausgeschlossenen Gesellschaftern dienen, z. B. die Befassung mit der Angelegenheit im Board, der Zeitplan, die Struktur, die Art der Zustimmung der Gesellschafter, der Umfang der Offenlegung und generell wie die Transaktion durchgeführt wurde. Die Gerichte in Delaware haben herausgearbeitet, dass es zunächst der Gesellschaft obliegt, die

when such claims against directors were not available (As a matter of policy, Delaware law still does not permit exculpation of claims against directors or officers for breaches of the duty of loyalty.)

- If the adverse party successfully overcomes the business judgment rule presumption, the directors must prove the "entire fairness" of their actions. The court also applies the entire fairness standard of review when a controlling or dominating stockholder stands on both sides of a transaction or when a majority of directors are personally interested or conflicted in a transaction. We will discuss a few cases concerning the entire fairness doctrine below that are particularly relevant to VC-backed start-ups.

Under Delaware law, when proving entire fairness, directors must establish that the transaction in question involved fair dealing and payment of a fair price. The fair price aspect essentially means that under the circumstances no higher price could be obtained. The fair dealing analysis considers the transaction's procedural aspects which are protective of disinterested or minority stockholders, such as the board process, timing, structure, type of stockholder approval, extent of disclosure and manner of execution of a transaction. Delaware courts have placed the burden to demonstrate the entire fairness of a transaction on the company, but the burden shifts to the challenger if the board of directors either (a) had established an independent committee of directors with broad powers (including the power to unilaterally reject a transaction) to negotiate and evaluate the

vollständige Fairness einer Transaktion darzulegen. Die Beweislast verlagert sich allerdings auf den Kläger, wenn das Board of Directors entweder (a) einen unabhängigen Ausschuss von Directors mit weitreichenden Befugnissen (einschließlich der Befugnis, eine Transaktion einseitig abzulehnen) zur Verhandlung und Bewertung der Transaktion eingesetzt hatte, unabhängige Finanz- und Rechtsberater beigezogen hat und letztlich die Bedingungen der Transaktion zu marktüblichen Bedingungen aushandelte oder (b) wenn die Transaktion einer Mehrheit der Minderheitsgesellschafter zur Genehmigung vorgelegt wird. In den letzten Jahren haben die Gerichte in Delaware auch eine Doktrin (bekannt als "MFW") entwickelt, die den Schutz der Business Judgment Rule für eine vom Board genehmigte Transaktion gewährt, für die sonst der Entire Fairness Test gelten würde, wenn bestimmte verfahrenstechnische Anforderungen erfüllt sind und zusätzlich sowohl ein unabhängiger Ausschuss eingesetzt wurde als auch eine Unterstützung durch die Mehrheit der Minderheitsgesellschafter vorlag.

- Der erhöhte Prüfungsmaßstab ist ein Zwischenmaß, das zwischen der Business Judgment Rule und der Entire Fairness Doctrine liegt. Der erhöhte Prüfungsmaßstab wird von US-Gerichten u.a. in Fällen herangezogen, bei denen eine Mehrheitsbeteiligung am Unternehmen veräußert wird.

2.2.2 Freistellungsvereinbarungen

Unter bestimmten Umständen können die Directors ihre Haftung für Verstöße gegen ihre Treuepflichten ausschließen oder zumindest beschränken. Namentlich können sowohl Directors als auch Officers Freistellungsvereinbarungen (*Indemnification Agreements*) mit der Gesellschaft abschließen, in deren Rahmen die Gesellschaft auf ihre Kosten die betreffenden Directors und

transaction, retain independent financial and legal advisors and which ultimately engages in arms-length bargaining over the terms of the transaction or (b) submits the transaction for approval by a majority of the minority stockholders. In the last few years, the Delaware courts also have developed a doctrine (known as "MFW") that would enable a board to obtain business judgment rule protection for a transaction that the board approved that otherwise would require establishing entire fairness where certain procedural requirements are satisfied in addition to both employment of such an independent committee and obtaining such a majority of the minority vote.

- The enhanced scrutiny standard of review is an intermediate standard that lies between the business judgment rule and the entire fairness doctrine and applies in the context of sale of control transactions or defensive conduct by directors.

2.2.2 Indemnification Agreements

Under certain circumstances, directors can minimize / limit their liability for breaches of fiduciary duties, and directors and officers can both enter into indemnification agreements with the corporation, pursuant to which the corporation will defend, at the cost of the company, relevant directors and officers against incoming claims.

Officers gegen deren Inanspruchnahme durch Dritte verteidigen wird.

Derartige Freistellungsvereinbarungen führen dazu, dass das Unternehmen den Directors oder Officers die Kosten für Klagen erstattet, die sich aus ihren Handlungen im Rahmen ihrer Tätigkeit für das Unternehmen ergeben, z. B. Anwaltskosten. Dies ist wichtig, damit der Einzelne ermutigt wird, vernünftige, wirtschaftlich risikoreiche unternehmerische Entscheidungen zu treffen, selbst wenn diese Entscheidungen uninformiert, leichtsinnig oder offenkundig falsch sind. Wenn ein Director sämtliche Kosten selbst tragen müsste, wäre dieser wahrscheinlich zurückhaltender, die notwendigen unternehmerischen Entscheidungen zu treffen, unterstellt man würde überhaupt entsprechend qualifizierte und motivierte Menschen finden, die bereit wären, im klagefreudigen Amerika derartige Leitungsfunktionen zu übernehmen.

Üblicherweise umfassen Freistellungsvereinbarungen die folgenden Aspekte:

- **Drittverfahren:** Das Unternehmen stellt den Director oder den Officer frei mit Blick auf Kosten, Urteile, Bußgelder, Vergleichszahlungen, die jeweils aus Klagen Dritter herrühren, wie z. B. Behörden zur Durchsetzung von Kartell- oder Datenschutzbestimmungen.
- **Verfahren durch oder für das Unternehmen:** Da das Verhalten des Directors oder Officers nicht nur Schadensersatzansprüche Dritter nach sich ziehen kann, sondern auch das Unternehmen selbst geschädigt sein kann, ist es von entscheidender Bedeutung, die Haftungsfreistellung auch auf diejenigen Kosten zu erstrecken, die dem Freistellungsbegünstigten aus oder im Zusammenhang mit durch oder für das Unternehmen angestregte Verfahren entstehen. Nach dem Recht Delawares können Directors und Officers jedoch nicht freigestellt werden, wenn ein solcher Anspruch beigelegt wird

Indemnification means that the company reimburses the directors or officers for costs incurred with claims arising out of her actions when serving the company, such as attorney fees. This is important so that the individual is encouraged to take risky business decisions, even if those decisions are ill-informed, reckless or patently wrong. If a director had to bear all costs herself, she likely would be reluctant towards taking the necessary business decisions, and that assumes that qualified and motivated people could be found to assume such important roles in a company in the first place given how – at least from a Continental European perspective – litigation trigger-happy the US is.

Customarily, indemnification agreements cover the following scope:

- **Third party proceedings:** The company indemnifies the director or officer against expenses, judgments, fines and amounts paid in settlement concerning actions that were brought by third parties, such as governmental authorities enforcing antitrust or privacy laws.
- **Proceedings by or in the right of the company:** Because the directors' and officers' action might not only entitle third parties to damages, but the company might also suffer a loss, it is vital to also extend the indemnifications to costs arising from actions by the company or in its rights. However, under Delaware law, directors and officers may not be indemnified where such a claim is settled or results in liability to the director or officer.

oder zu einer Haftung für den Director oder Officer führt.

- **Obsiegen im Verfahren:** Wenn der Director in der Sache oder anderweitig bei der Verteidigung eines Verfahrens durch das Unternehmen oder eine dritte Partei erfolgreich war, sind die Kosten, die sich aus dieser Klage ergeben, ebenfalls Teil einer üblichen Freistellungsklausel (nach dem nicht kodifizierten, aber weitgehend anerkannten Rechtsgrundsatz der sog. *American Rule of Costs* trägt in einem Zivilverfahren grds. jede Partei ihre Anwaltskosten selbst).
- **Zeugenaufwendungen:** Der Director kann sich auch an einem anderen Verfahren beteiligen, z. B. als Zeuge, so dass auch die entsprechenden Kosten von der Freistellungsvereinbarung gedeckt werden sollten. Die anwendbare Entschädigungsklausel muss dies jedoch ausdrücklich vorsehen.
- **Success on merits:** If the director was successful on the merits or otherwise in a defense of a proceeding by the company or a third party, the costs arising from this suit are also part of a customary indemnity clause (keep in mind that despite the numerous fee shifting exceptions according to the American Rule of Costs it is still the default that each party of a civil law litigation is responsible for paying its own attorney's fees).
- **Witness expenses:** The director might also participate in another proceeding, e.g., as a witness, so that corresponding costs should be covered as well. However, the applicable indemnification provision must explicitly so provide.

Eine übliche Freistellungsvereinbarung – der von der US-amerikanischen *National Venture Capital Association* veröffentlichte Standard² ist bei US-Start-ups weit verbreitet – wird zudem festlegen, dass die Freistellung in dem nach geltendem Recht maximal zulässigen Umfang gewährt wird. Fällt ein Handeln des Directors nicht unter die Regelungen einer Freistellungsvereinbarung mit dem Unternehmen kann der Director dennoch ggf. unter den Schutz einer vom Unternehmen abgeschlossenen *Directors & Officers* (D&O) Versicherung fallen, vorbehaltlich der in dieser Police festgelegten Selbstbeteiligungen und Deckungsbeschränkungen.

Außerdem ist es üblich, den Directors und Officers, die in dieser Eigenschaft verklagt wurden, einen von der Gesellschaft zu tragenden Kostenvorschuss zu gewähren, sofern sich der Director oder Officer verpflichtet, der Gesellschaft die Kosten zu erstatten, falls sich herausstellt, dass der Director oder Officer keinen

A customary indemnification agreement – the standard published by the NVCA³ is widely used for US start-ups – will also stipulate that the indemnity should be granted to the fullest extent permitted by applicable law. However, if the director's actions are not covered by this definition and she is therefore liable, she can still be reimbursed by a D&O insurance policy taken out by the company, subject to deductibles and coverage limitations set forth in such policy.

Additionally, it is customary to grant the directors and officers who have been sued in such capacity an advance of expenses, to be borne by the company, so long as the director or officer provides an undertaking to reimburse the company if the director or officer is found not to be entitled to be indemnified for such expenses. Under

² Siehe das aktualisierte Musterdokument unter: <https://nvca.org/model-legal-documents/>.

³ See the updated template agreement that is available at: <https://nvca.org/model-legal-documents/>.

Anspruch auf Entschädigung für diese Kosten hat. Nach dem Recht von Delaware besteht ohne gesonderte Regelung gerade kein Anspruch auf einen solchen Vorschuss. Jedoch ist es vor dem Hintergrund, dass ein Director oder Officer oft nicht finanziell in der Lage sein wird, die Kosten eines Verfahrens selbst zu tragen, ratsam und weithin akzeptierte Praxis in den USA, eine entsprechende Klausel, die einen solchen Vorschuss vorsieht, in einer Freistellungsvereinbarung oder in den Statuten des Unternehmens aufzunehmen. Diese Bestimmung sollte festlegen, dass das Unternehmen verpflichtet ist, den Vorschuss in einem bestimmten Zeitraum (z. B. nicht später als 30 Tage) nach der Benachrichtigung über die Klage zu zahlen. Um Unsicherheiten und Streitigkeiten zwischen der Gesellschaft und dem Director oder Officer zu vermeiden, empfehlen wir auch, dass der Vorschuss unabhängig davon gewährt wird, ob der jeweilige Director die Kosten zurückzahlen könnte oder nicht.

2.3 Pflichten des Boards – einige Besonderheiten bei Start-ups

Gerichte in Delaware haben mehrere bemerkenswerte Fälle entschieden, in denen es um die Treuepflichten von Boards ging, die *Inside Rounds*, *Down Rounds* und den Verkauf eines Unternehmens für einen Kaufpreis unterhalb der Summe der Liquidationspräferenzen der Vorzugsgesellschafter zur Genehmigung vorgelegt bekamen. Diese Entscheidungen sind illustrativ für das allgemeine Anforderungsprofil, das an Board-Mitglieder angelegt wird.

2.3.1 Der Verkauf des Start-ups für weniger als die Liquiditätspräferenz der Vorzugsgesellschafter

Die berühmte Trados-Entscheidung⁴ von 2013 betraf die Übernahme der TRADOS Inc. ("Trados") durch die SDL plc ("SDL") für einen Kaufpreis von USD 60 Millionen in bar und in

Delaware law, there is no right to such an advance. But against the background that a director or officer will often not be in the financial position to bear the costs of a proceeding herself, it is advisable and widely accepted practice in the US to include a respective clause in an indemnification agreement or the charter or bylaws of the company mandating such an advance. This provision should stipulate that the company is obliged to pay the advance in a specific period of time (e.g., not later than 30 days) after being notified about the action. To avoid uncertainty and disputes between the company and the director or officer, we also recommend that the advance is granted irrespective of whether the individual director would be able to repay the costs or not.

2.3 Board Duties – Some Start-up Specifics

Delaware courts have decided several notable cases concerning the fiduciary duties of boards that approve inside rounds, down rounds and the sale of a company for less than the preferred stockholders' liquidation preferences. Such case law helps paint a picture of what start-up board members need to observe to avoid liability risks in these extreme circumstances.

2.3.1 The Sale of the Start-up for Less than the Preferred Liquidation Preferences

The famous 2013 Trados decision⁵ involved the acquisition of TRADOS Inc. ("Trados") by SDL plc ("SDL") for USD 60 million in cash and stock. Trados' preferred stockholders received

⁴ *In re Trados Inc. S'holder Litig.*, 73 A.3d 17 (Del. Ch. 2013).

⁵ *In re Trados Inc. S'holder Litig.*, 73 A.3d 17 (Del. Ch. 2013).

Anteilen. Die Vorzugsgesellschafter von Trados erhielten USD 52,2 Millionen als Teilzahlung auf ihre durch die Transaktion ausgelöste Liquidationspräferenz, und das Trados-Management erhielt USD 7,8 Millionen über einen sog. *Management Incentive Plan* ("MIP"). Die Stammgesellschafter hingegen erhielten keine Gegenleistung aus der Transaktion, obwohl sie aus dieser an sich USD 2,1 Millionen erhalten hätten, wenn dem Trados-Management keine Zahlungen aus dem MIP zugesagt worden wären. Als das Board of Directors von Trados die Transaktionen genehmigte, waren fünf der sieben Trados Directors Vertreter der Inhaber von Vorzugsanteilen und die beiden anderen Directors gehörten zum Trados-Management und profitierten sowohl vom MIP als auch von Anstellungsverhältnissen mit dem Käufer nach Vollzug der Veräußerung der Trados.

Einer der Stammgesellschafter griff die Entscheidung des Board of Directors mit dem Argument an, die Directors von Trados hätten ihre Treuepflichten verletzt und verlangte eine Bewertung der Stammanteile nach dem Recht von Delaware. Auf der Grundlage von Dokumenten, die der Kläger im Rahmen der Offenlegung im Zusammenhang mit dieser Bewertung erhalten hatte, reichte der Kläger beim Gericht in Delaware eine Klage wegen Verletzung der Treuepflicht ein und argumentierte, dass das Trados-Board die Transaktion hätte ablehnen müssen, da es verpflichtet gewesen wäre, Trados als eigenständiges Unternehmen weiter zu betreiben, um den Wert des Unternehmens (auch) zum Nutzen der Stammgesellschafter zu maximieren. Das klägerische Vorbringen zur Verletzung der Treuepflichten überstand einen vorprozessualen Abweisungsantrag und der Fall ging vor Gericht. Das Gericht verlangte von der Beklagten, zu beweisen, dass die Handlungen des Boards dem strengen Maßstab der Entire Fairness Doctrine (und nicht nur dem der Business Judgment Rule) entsprachen, da laut Feststellung des Gerichts sechs der sieben Directors von Trados ein

USD 52.2 million as partial payment for a liquidation preference that the transaction triggered, and Trados management received USD 7.8 million through a management incentive plan ("MIP"). The common stockholders did not receive any merger consideration, although they would have received USD 2.1 million in the transaction if Trados management did not have the MIP. When the board approved the transactions, five of the seven Trados directors were designees of preferred stock investors, and the other two directors were members of Trados management and beneficiaries of both the MIP and post-closing employment agreements with the buyer.

A common stockholder claimed that the Trados directors had breached their fiduciary duties, so the stockholder sought a common stock appraisal under Delaware law. Based on documents which the plaintiff obtained in discovery in connection with such appraisal, the plaintiff filed with the Delaware court a breach of fiduciary duty claim, arguing that the Trados board should have rejected the transaction because it had a fiduciary obligation to continue operating Trados on a standalone basis to maximize the corporation's value for the common stockholders' benefit. The plaintiff's breach of fiduciary claims survived a motion to dismiss, and the case went to trial. At trial, the defendants had to prove that their actions were entirely fair because the court found that six of Trados' seven directors were not disinterested and independent.

eigenes Interesse an der Transaktion hatten und nicht unabhängig waren.

Damit kam es darauf an, ob das Verfahren und der gefundene Preis "fair" waren. Zur Fairness des Verfahrens stellte das Gericht fest, dass das Trados-Board bei den Verhandlungen und der Strukturierung der Transaktion unfair mit den Stammgesellschaftern umgegangen war. Es war für das Gericht nicht ersichtlich, dass die Directors sich darum bemüht hätten, verfahrenstechnisch fair mit den Stammgesellschaftern umzugehen. Das MIP verzerre außerdem, so das Gericht, die Verhandlungen und die Struktur der Transaktion in einer für die Stammgesellschafter nachteiligen Weise. Ohne das MIP hätten die persönlichen finanziellen Interessen der beiden geschäftsleitenden Directors mit den Interessen der anderen Stammgesellschafter im Einklang gestanden, da die geschäftsleitenden Directors, die Stammanteile hielten, einen Anreiz gehabt hätten, die Auswirkungen der Transaktion auf die Stammanteile kritisch zu bewerten. Das Gericht befand auch, dass das Versäumnis des Boards, eine Fairness Opinion oder die Einschätzung eines Investmentbankers zu den Trados zur Verfügung stehenden Alternativen einzuholen, ein starkes Indiz dafür wären, dass gerade kein faires Verfahren vorgelegen hätte.

Obwohl das Trados-Board in den Augen des Gerichts beim fairen Verfahren ziemlich krachend Schiffbruch erlitten hatte, befand das Gericht dann aber, dass die Preisfindung selbst dem Fairnesstest genüge. Das Gericht stellte fest, dass zu dem Zeitpunkt, als das Trados-Board die Übernahme genehmigte, die Trados-Stammanteile keinen wirtschaftlichen Wert (mehr) hatten und dass Trados keine realistische Chance hatte, eine Rendite für seine Stammgesellschafter zu erzielen. Das Gericht entschied, dass die Prüfung der Entire Fairness nicht zweigeteilt ist – vielmehr habe der Kläger sowohl das Fehlen eines fairen Preises als auch das Fehlen eines fairen Verfahrens darzulegen und zu beweisen.

The court's fair dealing analysis held that the Trados board dealt with the common stockholders unfairly when it negotiated and structured the transaction because "no contemporaneous evidence suggest[ed] that the directors set out to deal with the common stockholders in a procedurally fair manner." Also, according to the court, the MIP skewed the transaction's negotiation and structure in a manner adverse to the common stockholders. Without the MIP, according to the court, the two management directors' personal financial interests would have aligned with the other common stockholders' interests because the management directors, who held common stock, would have had an incentive to critically evaluate the transaction's effects on the common stock. The court also found that the board's failure to obtain a fairness opinion or to seek the advice of an investment banker to present the alternatives available to Trados constituted strong evidence of unfair dealing.

Although the Trados board failed the fair dealing prong, the court believed that the evidence on fair price supported the defendants. The court determined that, at the time the Trados board approved the merger, the Trados common stock had no economic value, and Trados did not have a realistic chance of generating a return for its common stockholders. The Trados court held that the test for entire fairness is not bifurcated – to prevail the plaintiffs must show *both* the lack of a fair price and the absence of a fair process. The defendants' evidence on price fairness was ultimately persuasive to the court, and the court held that the approval of a transaction in which the holders of common stock received no

Das Gericht folgte der Argumentation der Beklagtenseite zum fairen Preis. Damit entschied das Gericht schlussendlich, dass vorliegend auch die Genehmigung einer Transaktion, bei der die Stammgesellschafter keine Gegenleistung erhielten, keine Verletzung der Treuepflicht des Boards darstellte.

2.3.2 Von den bestehenden Gesellschaftern angeführte Down Round

Unternehmen, denen das Geld ausgeht oder die unter starken Bewertungsschwankungen leiden, müssen notfalls im Wege einer sog. Down Round Eigenkapital aufnehmen. Down Round nennt man eine Finanzierungsrunde unter der Bewertung der letzten Runde, die dann oftmals von Bestandsgesellschaftern maßgeblich geschultert wird (daher auch der Ausdruck Inside Round). Niemand will eine Down Round und schon gar nicht eine von Bestandsinvestoren angeführte. Aber es steht zu befürchten, dass wir im Zuge des aktuellen Ukraine-Kriegs, hoher Inflationsraten in vielen westlichen Ländern und der Aussicht auf eine wirtschaftliche Rezession diese wieder häufiger sehen. Eine solche interne Down Round ist nicht mit einer typischen *Series A / B / C*-Finanzierung vergleichbar. Es handelt sich um einen oftmals deutlich aufwendigeren, komplizierteren und riskanteren Prozess; zumal die Einsätze auf allen Seiten oft hoch sind und die Transaktion unter enormem Zeitdruck durchgezogen werden muss. Zwischen dem Management und den Investoren kann es hier ersichtlich zu Spannungen kommen. Dies gilt aber auch für die Investoren untereinander, die zu unterschiedlichen Zeitpunkten und damit Bewertungen in die Gesellschaft investiert haben und deren Interessen sowie ihre Kapazitäten, Portfoliogesellschaften auch in Krisenzeiten finanzieren zu können, durchaus divergieren können.

Down Rounds in einer US-Gesellschaft können für Bestandsinvestoren und deren Vertreter im Board mit erheblichen Haftungsrisiken einhergehen. Das trifft vor allem auf

consideration did not in and of itself constitute a breach of the board's fiduciary duty.

2.3.2 Insider-led Down Rounds

Companies that are running out of cash or experiencing wide valuation fluctuation may need to raise funds in an emergency "inside round" or "down round." No one wants to do a down round, particularly an insider-led down round, but we might well see more of these in the wake of the current Ukraine war, inflation bedeviling Western democracies and the prospect of an economic recession. An insider-led down round is not your mother's *Series A / B / C* financing. It is a much more involved, complicated and risky process that involves high stakes and often happens over a very compressed timeframe. Tension may run high between 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).

Down rounds are particularly risky for insider lead investors and their director designees. This is particularly true in "investor dominated" boards where the participating board members / their

"investorendominierte" Boards zu, wenn diese Boards bzw. die dahinterstehenden Investoren, die mit einer u. U. erheblichen Verwässerung einhergehende Runde vorantreiben. Von bestehenden Gesellschaftern geführte Down Rounds können – vor allem im Nachhinein, wenn die Gesellschaft die Krise übersteht – als drakonisch wahrgenommen werden, selbst wenn die Parteien *ex ante* überzeugt waren, dass die angebotenen Konditionen das unter den gegebenen Umständen beste Ergebnis darstellten und die Transaktion alternativlos war. Hinterher ist man immer schlauer und spricht die Tatsache, dass die Gesellschaft die Krise gemeistert hat, nicht gerade dafür, dass die von den Investoren der Down Round zu Grunde gelegte Bewertung unangemessen war?

Vor diesem Hintergrund sollte bei einer von Bestandsinvestoren angeführten Down Round zur Risikominimierung das Folgende beachtet werden:

- Ein sauberer Prozess im Board ist sehr wichtig: insbesondere eine gründliche Prüfung der vorgeschlagenen Transaktion und möglicher Handlungsalternativen. Das Board muss sich regelmäßig mit diesen Themen auseinandersetzen und die zur Pflichterfüllung erforderliche Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit an den Tag legen, die Gesellschaft auf Kurs halten und gleichzeitig die bestmöglichen Finanzierungsbedingungen aushandeln. Weiter unten werden einige Best Practices vorgestellt, an denen sich Directors hierbei orientieren können.
- Konflikte wird es im Überfluss geben: Investoren, Board und Management müssen sich bewusst sein, dass solche Down Rounds wahrscheinlich zu potenziellen Konflikten und Risiken einer Verletzung von Treuepflichten führen werden und damit ein echtes Risiko besteht, dass ein Director oder Officer für eine Verletzung der Treuepflicht haftbar gemacht wird. Soweit bekannt, sollten

funds are leading a dilutive transaction. 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.

Against this backdrop, in an inside down round:

- The board process is very important: particularly a thorough board process to consider deal proposals, review alternatives, meet regularly, and demonstrate care and diligence by the board in discharge of their duties to secure stability for the company, while negotiating the best possible financing terms. Some best practices that should be followed are presented below.
- Conflicts will abound: Investors, board and management must be aware that these deals likely will give rise to potential conflicts and duty of loyalty claims and, as a result, real risk of a director or officer being held liable for a breach of fiduciary duty. Accordingly, all known conflicts and related party interests should be disclosed to the board and ultimately to the stockholders in obtaining deal

demnach die Interessen der Beteiligten und mögliche Interessenkonflikte dem Board und letztlich den Gesellschaftern offengelegt werden, wenn diese um Zustimmung zu der Down Round gebeten werden. Hier gilt die Maxime "immer mit offenen Karten spielen".

- Spezielle Board-Ausschüsse, deren Mitglieder keine persönlichen Interessen verfolgen und im Hinblick auf die anstehende Transaktion neutral sind, können helfen: Wenn möglich, sollte ein Sonderausschuss unabhängiger Directors, insbesondere solcher, die nicht von Investoren entsandt wurden, welche die Down Round anführen oder in dieser investieren wollen, eingerichtet werden, um mit den Bestandsinvestoren die Vertragsbedingungen auszuhandeln. In vielen VC-finanzierten Unternehmen wird es jedoch nicht möglich sein, einen solchen wirklich unabhängigen Board-Ausschuss einzurichten, wenn VCs über eine große Anzahl von Sitzen im Board verfügen und das Management des Start-ups zudem durch sog. *Carve-out*-Pläne für das Management (dies sind spezielle im Rahmen der Down Round aufgelegte Anreizvergütungssysteme, welche an die Stelle der vielfach zu diesem Zeitpunkt wertlosen *ESOPs* treten), sog. *Equity Reloads*, Halteprämien o.ä. selbst einen Interessenkonflikt hat.

Hier sind einige Best Practices für die Handhabung und Genehmigung von Down Rounds, wenn diese von Bestandsinvestoren angeführt werden:

- Derartige Transaktionen stehen, wie bereits erwähnt, unter besonders kritischer Beobachtung. Im Idealfall, und wenn möglich, wird ein unabhängiger Ausschuss wie oben beschrieben (oder zumindest ein unabhängiges Director und / oder ein unabhängiger Officer) damit beauftragt, die Bedingungen einer von den Bestandsinvestoren geführten Down Round auszuhandeln, um für die

approvals (as our grandmothers already knew "sunlight cures [most] problems").

- Special (disinterested) board committees can help. If possible – and that is a BIG if – it's preferable to appoint a special committee of independent directors who are not leading (or planning to invest) in the round to negotiate the deal terms with the insiders leading the round. However, in many venture-backed companies it will often not be possible to designate a true disinterested board committee where VCs have a large number of seats and management teams may be conflicted by management carve-out plans, equity reloads, retention bonuses and the like.

Here are some best practices for handling and approving insider-led down rounds:

- These deals receive heightened scrutiny as noted. Ideally and if possible, an independent board committee (and otherwise an independent director and / or executive) will be tasked with negotiating the terms of any insider-led down round to obtain best possible terms. Ideally and if possible, this would be done in conjunction with a market check to determine what third party funding options

Gesellschaft das bestmögliche Ergebnis zu erzielen. Idealerweise, und wenn möglich, geschieht dies in Verbindung mit einem Markttest / einer Marktansprache, um zu evaluieren, ob es Finanzierungsalternativen gibt. Dies kann dabei helfen, die Angemessenheit der Bewertung und der sonstigen wesentlichen Eckpunkte der Transaktion zu plausibilisieren und eine Entscheidung für die Insider Down Round zu validieren.

- Wenn möglich, sollte eine Unternehmensbewertung durch einen unabhängigen Dritten eingeholt werden, um Entscheidungen rund um Bewertungsfragen zu stützen (Anmerkung: in der Theorie gut, aber in der Praxis selten umgesetzt).
- Schließlich sollte der unabhängige Board-Ausschuss (oder ggf. der Director oder der Officer) dem vollständigen Board Bericht erstatten und die Annahme der Transaktion vorschlagen und die Zustimmung hierfür – auch von einer Mehrheit etwaiger unabhängiger Directors – einholen.
- Der vorgeschlagene Deal sollte dann allen berechtigten Gesellschaftern angeboten und ihnen zur Genehmigung vorgelegt werden. Im Idealfall würde eine qualifizierte Mehrheit der Minderheits- und von der Unternehmensleitung ausgeschlossenen Gesellschaftern zustimmen. Auch wenn dies nicht möglich ist, wird dennoch vielfach eine einfache Mehrheit aller Gesellschafter ausreichen, auch wenn dadurch die beschriebenen Risiken nicht ausgeschlossen werden können. Es ist daher von großer Bedeutung, dass die Gesellschaft sich ernsthaft darum bemüht, die Zustimmung möglichst vieler Inhaber von Stammanteilen und von Minderheits- und von der Unternehmensleitung ausgeschlossenen Gesellschaftern, die kein Eigeninteresse an der Down Round haben, zu gewinnen.
- If possible, obtain an independent, third party valuation to support decisions around valuation (note: good in theory, but rarely done in practice).
- The independent board committee (or director or executive, as applicable) ultimately should recommend the proposed deal to the full board and obtain approval, including of a majority of the disinterested directors (if any).
- Proposed deals should then be offered to all accredited stockholders and presented to the stockholders for approval. Ideally a supermajority of disinterested stockholders would approve. But if not possible, then in most cases a simple majority of all stockholders will suffice to move forward – if not reduce risk. It is therefore of heightened importance that the company makes real efforts to obtain the consent of as many common and otherwise disinterested stockholders as possible.

are available (if any) as this may help provide valuation and other goal posts and validate a decision to accept an insider-led down round.

- Im Idealfall würde die Ansprache der Gesellschafter mit dem Bezugsrechtsangebot und der Bitte um Zustimmung zur Down Round über ein Informationsschreiben der Gesellschaft erfolgen, das bestimmten Offenlegungs- und Zeitvorgaben (nach dem Recht Delawares, US-Wertpapierrecht und den Treuepflichten) und Marktstandards entspricht.
- Ideally solicitation of stockholder approval plus rights offering would be done via an information statement that complies with certain disclosure and timing requirements (including, in the case of a Delaware corporation, US federal securities law and Delaware law fiduciary duty disclosure requirements) and market standards.

Für weitere Informationen verweisen wir auf die **Orrick Legal Ninja Series** – unsere ständig wachsende Sammlung an Praxisleitfäden zum kostenlosen Download unter: <https://www.orrick.com/de-DE/Practices/Orrick-Legal-Ninja-Series-OLNS>.

For further information please also see the **Orrick Legal Ninja Series** – our growing library of practical guides that can be downloaded for free under: <https://www.orrick.com/en/Practices/Orrick-Legal-Ninja-Series-OLNS>.