

## 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 Geschäftsführer<sup>1</sup>, 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.

<sup>1</sup> Wir verwenden in dieser Darstellung aus Gründen der besseren Lesbarkeit einheitlich die maskuline Form, welche alle Geschlechter einbeziehen soll.

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

Interessanterweise nähern sich verschiedene US-Unternehmen dem zweistufigen Board-System deutscher Prägung *de facto* an. Wir sehen dies an der wachsenden Bedeutung nicht geschäftsleitender, externer und unabhängiger Directors in US-Boards. *Senior Executives*, geschäftsführende / *Executive Directors* und Manager bilden dabei die Management-Ebene – oder den "inneren Kreis" – und das *Board of Directors*, mehrheitlich bestehend aus nicht geschäftsleitenden, externen und unabhängigen Directors, bildet die Kontroll-Ebene – oder den "äußeren Kreis". Auf diese Weise ähnelt ein US-Board of Directors einem typischen deutschen Beirat, wenngleich ein deutscher Beirat im Regelfall weniger Macht haben wird als US-Boards und auch das Haftungsregime sich deutlich unterscheidet.

## 1.2 Die Rolle des Boards in einer Delaware Inc.

In einer Delaware Corporation hat ein Board üblicherweise die folgenden Aufgaben:

- kritische Diskussion und Genehmigung der zentralen Unternehmensstrategie sowie der Pläne und Ziele des Unternehmens;
- Beratung und Betreuung der Unternehmensleitung, insbesondere des *Chief Executive Officers*, in wichtigen Unternehmensfragen;
- Gewährleistung wirksamer Kontrollsysteme, so dass das Board of Directors angemessen über die finanzielle Lage des Unternehmens informiert wird (einschließlich der Auswahl

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

Interestingly, some companies in the US have moved closer to a *de facto* two-tier system. We see this in the growing importance of nonexecutive, outside, and independent directors in US unitary boards. Senior executives, managing / executive directors and managers essentially become a management tier – or the "inner circle" – and the board of directors, consisting of a majority of non-executive, outside and independent directors become the supervision tier – or the "outer circle." In this sense, the US board of directors becomes somewhat more akin to what we would consider a typical German market advisory board, though German market advisory boards tend to have less power than US boards and the liability regime is certainly different too.

## 1.2 The Role of the Board in a Delaware Inc.

In a Delaware corporation, principal functions of the board traditionally include:

- reviewing and approving major strategies, plans, and objectives of the company;
- advising and counseling the company's management, especially its chief executive officer, on significant issues affecting the company;
- providing effective auditing procedures so that the board of directors will be adequately informed of the company's financial status (including selecting independent auditors

- |   |  |
|---|--|
| <p>unabhängiger Prüfer und ggf. der Einrichtung von Prüfungsausschüssen);</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Überwachung der Arbeit des Managements, Bewertung der Leistungen des Managements sowie Auswahl und Abberufung des Chief Executive Officers;</li> <li>• Änderung der Charter oder der Satzung des Unternehmens;</li> <li>• Genehmigung von Kapitalbeschaffungsmaßnahmen;</li> <li>• Genehmigung von M&amp;A-Projekten; und</li> <li>• Nominierung von Directors.</li> </ul> | <p>and establishing audit committees when appropriate);</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• monitoring the performance of management, evaluating the accomplishments of management, and selecting and removing the chief executive officer;</li> <li>• amending the company's charter or bylaws;</li> <li>• approving capital raising activities;</li> <li>• approving acquisitions or mergers; and</li> <li>• nominating directors.</li> </ul> |
|---|--|

Am Ende des Tages ist das Board of Directors für die Leitung und Überwachung der Geschäfte und Angelegenheiten des Unternehmens verantwortlich. 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 und muss sicherstellen, dass das Unternehmen angemessene Vorkehrungen für die Einhaltung der Gesetze trifft (insbesondere durch die Etablierung entsprechender Unternehmensrichtlinien).

The board of directors is ultimately responsible for managing and overseeing the business and affairs of the company. 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 and the directors must make sure the company has adequate policies to comply with law (especially by establishing appropriate corporate guidelines).

Das Board of Directors ist ein kollektives Entscheidungsgremium. Einzelne Board-Mitglieder handeln nicht im Namen des Unternehmens. Handlungen oder Genehmigungen müssen bei einer Sitzung (telefonisch oder persönlich) vorgenommen werden. Das Board muss dabei beschlussfähig sein (was in der Regel die Anwesenheit / Teilnahme der Mehrheit der Directors voraussetzt).

The board of directors is a collective decisionmaking body. Individual board members do not typically take actions on behalf of the company. Actions or approvals must be taken at a meeting (telephonic or in person). A quorum must be present (usually a majority of the then-serving directors) for the board to act.

## **2. Unterschiedliche Maßstäbe für Haftung und Haftungsfreistellung**

## **2. Different Standards of Liability and Indemnification**

In diesem Kapitel geben wir zunächst einen allgemeinen Überblick über die Pflichten, die Directors und Officers und bis zu einem gewissen Grad auch die Mehrheitsanteilseigner einer Delaware Inc. in den USA beachten müssen, bevor wir uns einigen Start-up-spezifischen Fragen

In the following, we present first a general overview of duties that directors and officers and to some extent controlling shareholders need to observe in the US before turning to some start-up specific questions and discussing ways to

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 Mehrheitsanteilsgebern 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 nach dem Recht des Staates Delaware organisierten Gesellschaft sind verpflichtet, mit der Sorgfalt zu handeln, die eine in normalem Umfang vorsichtige und umsichtige Person an den Tag legen würde. Auch wenn Directors nicht per se verpflichtet sind, die Gewinne des Unternehmens zu maximieren, müssen sie dennoch den notwendigen Grad an Sorgfalt walten lassen, um die finanziellen Interessen der Organisation und ihrer Gesellschafter zu wahren. Daher ist es die Pflicht der Directors, sich vor einer unternehmerischen Entscheidung aus allen wesentlichen zur Verfügung stehenden Quellen zu informieren und ggf. Expertenrat einzuholen.
- **Treuepflicht:** Da die Gesellschafter zwar die eigentlichen Eigentümer des Unternehmens, aber mit Blick auf die Unternehmensstrategie und -leitung weitgehend machtlos sind, sichert die Treuepflicht die Verpflichtung der Directors und Officers, im besten Interesse der Gesellschaft und ihrer Gesellschafter zu handeln. 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

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." While directors have no *per se* duty to maximize the profits of the corporation, directors must exercise the requisite degree of due care to protect the financial interests of the organization and its stockholders. Therefore, it is the director's obligation to inform themselves, if necessary, by obtaining expert advice, "prior to making a business decision, of all material information reasonably available to them."
- **Duty of Loyalty:** Against the background that stockholders, who are the true owners of the corporation, are largely powerless with respect to the corporation's strategy and management, the duty of loyalty fulfills the directors' and officers' obligations to act in the best interests of the corporation and its stockholders. The duty of loyalty intends to protect the corporation 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

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 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:** Die Sorgfaltspflicht der Directors erstreckt sich auch darauf zu überwachen, ob die Officer die ihnen zugewiesenen Aufgaben ordnungsgemäß ausführen. Diese Überwachungspflicht leitet sich aus den Sorgfalts- und Treuepflichten ab, wird aber 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 Aufsichtspflicht verstößt, wenn er es gänzlich versäumt hat, ein Berichts- oder Informationssystem oder Kontrollen in
- **Duty of Oversight:** Directors have a duty to exercise care in overseeing that these officers are properly executing their assigned tasks. This duty of oversight derives from the duties of care and loyalty but 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

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 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 chose 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.

seinem Unternehmen einzuführen oder ein solches System oder solche Kontrollen zwar eingeführt, es aber bewusst versäumt hat, das Unternehmen dann auch entsprechend zu 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.

## 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 der Directors oder eines Officers würde es den Anteilseignern 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 zudem noch fortlaufend weiterentwickelt und verfeinert werden) hat die US-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 quasi 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

disabling themselves from being informed of risks or problems requiring their attention."

- **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 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 courts), US case law has established the business judgment rule as a safe harbor for directors and officers 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. 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

gehandelt hat, dass seine Handlung im besten Interesse des Unternehmens lag. Das Gesellschaftsrecht des US-Staates Delaware sieht ferner vor, dass sich die Directors in gutem Glauben auf Informationen, Einschätzungen, Berichte oder Aussagen 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.

Unter der Business Judgment Rule getroffene Entscheidungen werden durch Gerichte grundsätzlich nicht in Hinblick auf ihre Richtigkeit geprüft, solange die klagende Partei nicht beweisen kann (und hierfür bedarf es jedenfalls überwiegenden Wahrscheinlichkeit), dass die Entscheidung des Directors 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*).

- 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 Anteilseigner auf beiden Seiten einer Transaktion steht oder wenn die Mehrheit der Directors ein persönliches Interesse an der Transaktion hat. In diese Kategorie fallen einige für VC-finanzierte Start-ups durchaus relevante Fallgestaltungen, auf die wir noch zurückkommen werden.

competence, provided that the person has been selected with reasonable care by or on behalf of the company.

While courts will under the business judgment rule not question the propriety of a director's decision unless an adverse party proves, by a preponderance of the evidence, that the director's 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:

- 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 in a transaction. We will discuss a few cases of the entire fairness doctrine below that are particularly relevant for VC-backed start-ups.

Jüngste Gerichtsentscheidungen in Delaware haben betont, dass die Entire Fairness Doctrine zwei Voraussetzungen aufweist: einerseits ein faires Verfahren und andererseits einen fairen Preis. Die Überprüfung des fairen Preises erfordert, dass der Preis pro Anteil der höchste realistisch erzielbare Preis unter den gegebenen Umständen war, während die Prüfung des fairen Verfahrens den Zeitpunkt, die Struktur und die Art und Weise der Transaktion bewertet. Die Gerichte in Delaware haben herausgearbeitet, dass es zwar zunächst der Gesellschaft obliegt, die Fairness einer Transaktion darzutun, sich die Beweislast aber auf den Kläger verlagert, wenn die Gesellschaft einen unabhängigen Ausschuss von Directors zur Bewertung der Transaktion eingesetzt hatte oder wenn die Transaktion von einer Mehrheit der Minderheitsgesellschafter genehmigt wurde.

- 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 Director und Officer gegen deren Inanspruchnahme durch Dritte verteidigen wird.

Derartige Freistellungsvereinbarungen führen dazu, dass das Unternehmen dem Director oder Officer die Kosten für Klagen erstattet, die sich aus ihren Handlungen im Rahmen ihrer Tätigkeit

Recent Delaware court decisions have emphasized that there are two elements of an entire fairness analysis: fair dealing and fair price. The fair price consideration requires that the price per share was the highest reasonably attainable price under the circumstances, while the fair dealing analysis considers the transaction's time, structure and manner. Delaware courts have placed the initial burden to demonstrate the fairness of a transaction on the company, but the burden shifts to the challenger if the company had established an independent committee of directors to evaluate the transaction or if the transaction was approved by a majority of the minority stockholders.

- 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.

Indemnification means that the company reimburses the director or officer for costs incurred with claims arising out of her actions when serving the company, such as attorney fees. This is

für das Unternehmen ergeben, z. B. Anwaltskosten. Dadurch soll die Freiheit der betreffenden Personen gesichert werden, angemessene wirtschaftliche Risiken einzugehen. Wenn ein Director sämtliche Kosten selbst tragen müsste, wäre dieses zurückhaltender, die notwendigen Geschäftsentscheidungen 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.
- **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.
- **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

important so that the individual is willing to take reasonable economical risks. If a director had to bear all costs herself, she may 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.
- **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.
- **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

beteiligen, z. B. als Zeuge, so dass auch die entsprechenden Kosten von der Freistellungsvereinbarung gedeckt werden sollten.

Eine übliche Freistellungsvereinbarung – der von der US-amerikanischen *National Venture Capital Association* veröffentlichte Standard<sup>2</sup> 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 abgeschlossene *Directors & Officers* (D&O) Versicherung fallen.

Außerdem ist es üblich, den Directors einen Kostenvorschuss zu gewähren. 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 oft nicht finanziell in der Lage sein wird, die Kosten eines Verfahrens selbst zu tragen, ratsam, eine entsprechende Klausel in die Freistellungsvereinbarung aufzunehmen. Diese Bestimmung sollte festlegen, dass das Unternehmen verpflichtet ist, den Vorschuss in einem bestimmten Zeitraum (z. B. 30 Tage) nach der Benachrichtigung über die Klage zu zahlen. Um Unsicherheiten und Streitigkeiten zwischen der Gesellschaft und dem Director zu vermeiden, empfehlen wir auch, dass der Vorschuss unabhängig davon gewährt wird, ob der jeweilige Director die Kosten tragen 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

witness, so that corresponding costs should be covered as well.

A customary indemnification agreement – the standard published by the NVCA<sup>3</sup> 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.

Additionally, it is customary to grant the directors an advance of expenses. Under Delaware law, there is no right to an advance. But against the background that a director will often not be in the financial position to bear the costs of a proceeding herself, it is advisable to include a respective clause. This provision should stipulate that the company is obliged to pay the advance in a specific period of time (e.g., 30 days) after being notified about the action. To avoid uncertainty and disputes between the company and the director, we also recommend that the advance is granted irrespective of whether the individual director would be able to bear 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 painting a picture of what start-up

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

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

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 Vorteilsgesellschafter**

Die berühmte Trados-Entscheidung<sup>4</sup> 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 Anteilen. Die Vorteilsgesellschafter 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 Vorteilsgesellschafter Investoren, und die beiden anderen Directors gehörten zur Trados-Geschäftsleitung 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 durch einen unabhängigen Bewerter. Der Kläger argumentierte, dass das Board die Transaktion hätte ablehnen müssen, da es verpflichtet gewesen wäre, Trados als eigenständiges Unternehmen weiter zu betreiben, um den Wert des Unternehmens zum Nutzen (auch) der Stammgesellschafter zu maximieren.

board members need to observe to avoid liability risks.

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

The famous 2013 Trados decision<sup>5</sup> involved the acquisition of TRADOS Inc. ("**Trados**") by SDL plc ("**SDL**") for USD 60 million in cash and stock. Trados' preferred stockholders received 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. The plaintiff argued that the 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 fiduciary claims survived a motion to dismiss, and the case went to trial. At trial, the defendants had to prove that their actions were

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

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

Das klägerische Vorbringen 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 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 Stammesgeschaftern umgegangen war. Es war für das Gericht nicht ersichtlich, dass die Directors sich darum bemüht hätten, verfahrenstechnisch fair mit den Stammesgeschaftern umzugehen. Das MIP verzerre die Verhandlungen und die Struktur der Transaktion in einer für die Stammesgeschafter nachteiligen Weise. Ohne das MIP hätten die persönlichen finanziellen Interessen der beiden geschäftsleitenden Directors mit den Interessen der anderen Stammesgeschafter 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-

entirely fair because the court found that six of Trados' seven directors were not disinterested and independent.

The court's fair dealing analysis found 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." The MIP skewed the transaction's negotiation and structure in a manner adverse to the common stockholders. Without the MIP, 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, Trados common stock had no economic value, and Trados did not have a realistic chance of generating a return for its common

Stammanteile keinen wirtschaftlichen Wert (mehr) hatten und dass Trados keine realistische Chance hatte, eine Rendite für seine Stammgesellschafter zu erzielen. Das Gericht entschied, dass man den Entire Fairness Test nicht mit Blick auf die Darlegungs- und Beweislast teilen könne, vielmehr habe der Kläger sowohl das Fehlen eines fairen Preises als auch das Fehlen eines fairen Verfahrens darzulegen und zu beweisen. Die Argumente der Beklagtenseite zum fairen Preis waren für das Gericht letztlich überzeugend. 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 der COVID-19 Pandemie und ihrer längerfristigen Folgen 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 enormen Zeitdruck durchgezogen werden muss. Zwischen dem Management und den Investoren kann es hier ersichtlich zu Spannungen auftreten. Dies gilt aber auch für die Investoren untereinander, die zu unterschiedlichen Zeitpunkten und damit Bewertungen in die Gesellschaft investiert haben und

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 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 COVID-19 pandemic. 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).

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 "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

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 funds are leading a dilutive transaction. Inside-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 these deals can give rise to potential conflicts and duty of

potenzielle Konflikte und damit ein echtes haftungsbewährtes Risiko der Verletzung von Treuepflichten mit sich bringen. Soweit bekannt, sollten 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 wird ein unabhängiger Ausschuss wie oben beschrieben (oder zumindest ein unabhängiges Director und /

loyalty claims and, as a result, real fiduciary risk. All known conflicts and related party interests should be disclosed to the board and ultimately to the stockholders in obtaining deal approvals (as our grandmothers already knew "sunlight cures [most] problems").

- Special (disinterested) board committees can help. If possible, 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, an independent board committee (and otherwise an independent director and / or executive) will be tasked with negotiating the terms of any insider-led down

oder ein unabhängiger Officer) damit beauftragt, die Bedingungen einer von den Bestandsinvestoren geführten Down Round auszuhandeln, um für die Gesellschaft das bestmögliche Ergebnis zu erzielen. Idealerweise 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 Anteilseignern angeboten und den Anteilseignern zur Genehmigung vorgelegt werden. Im Idealfall würde eine qualifizierte Mehrheit der Anteilseigner ohne Eigeninteressen zustimmen. Auch wenn dies nicht möglich ist, wird dennoch vielfach eine einfache Mehrheit aller Anteilseigner 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 anderer Gesellschafter, 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 make real efforts to obtain the consent of as many common and otherwise disinterested stockholders as possible.

- Im Idealfall würde die Ansprache der Anteilseigner mit dem Bezugsrechtsangebot und der Bitte um Zustimmung zur Down Round über ein Informationsschreiben der Gesellschaft erfolgen, das speziellen Anforderungen 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 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>.*