

1

ORRICK 
LEGALNINJA
SERIES

VENTURE DEBT FÜR
TECHNOLOGIEUNTERNEHMEN

VENTURE DEBT FOR
TECH COMPANIES

Inhaltsverzeichnis

Table of Contents

A. Venture Debt.....	6-40
I. Was ist Venture Debt?	6
II. Vorteile einer Venture Debt-Finanzierung	20
III. Nachteile und Risiken einer Venture Debt-Finanzierung	24
IV. Typische Regelungen und Hinweise zur Vertragsgestaltung	28
B. Unsere internationale Plattform für Technologieunternehmen.....	48-49
C. Die Autoren.....	50
A. Venture Debt.....	6-40
I. What is Venture Debt?	7
II. Advantages of Venture Debt Financing	21
III. Disadvantages and Risks of Venture Debt Financing	25
IV. Customary Terms and Conditions and Drafting Tips	29
B. Our International Platform for Technology Companies.....	48-49
C. About the Authors	50

ORRICK LEGAL NINJA SERIES



Die Orrick Legal Ninja Reihe

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

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

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

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

Wir hoffen, dass Ihnen diese erste Ausgabe unserer Ninja Serie gefällt. Wenn Sie Anregungen haben, nehmen Sie bitte Kontakt mit uns auf, Ihre Erfahrungen interessieren uns sehr. Wir wollen uns kontinuierlich weiterentwickeln, um unsere Mandanten bestmöglich begleiten zu können.

Im Namen des Orrick-Teams

Sven Greulich

Orrick – Technology Companies Group Deutschland

About the Orrick Legal Ninja Series

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

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

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

We hope you enjoy this first edition of our series. If you would like to discuss it further, please contact us. We would love to learn about your experiences with these topics, so please share them with us. We constantly strive to evolve and grow in order to best serve our clients.

On behalf of the Orrick Team,

Sven Greulich

Orrick—Technology Companies Group Germany

A. Venture Debt

I. Was ist Venture Debt?

1. VENTURE DEBT KURZ ZUSAMMENGEFASST

- Attraktive Finanzierung für Start-ups mit starken Bestandsinvestoren
- Üblicherweise in Form eines Tilgungsdarlehens
- Hohe Flexibilität und allenfalls geringe Verwässerung für Gründer
- Kreditgeber kompensieren das erhöhte Ausfallrisiko durch höhere Zinsen, verschiedene Gebührenmodelle und einen *Equity Kicker*



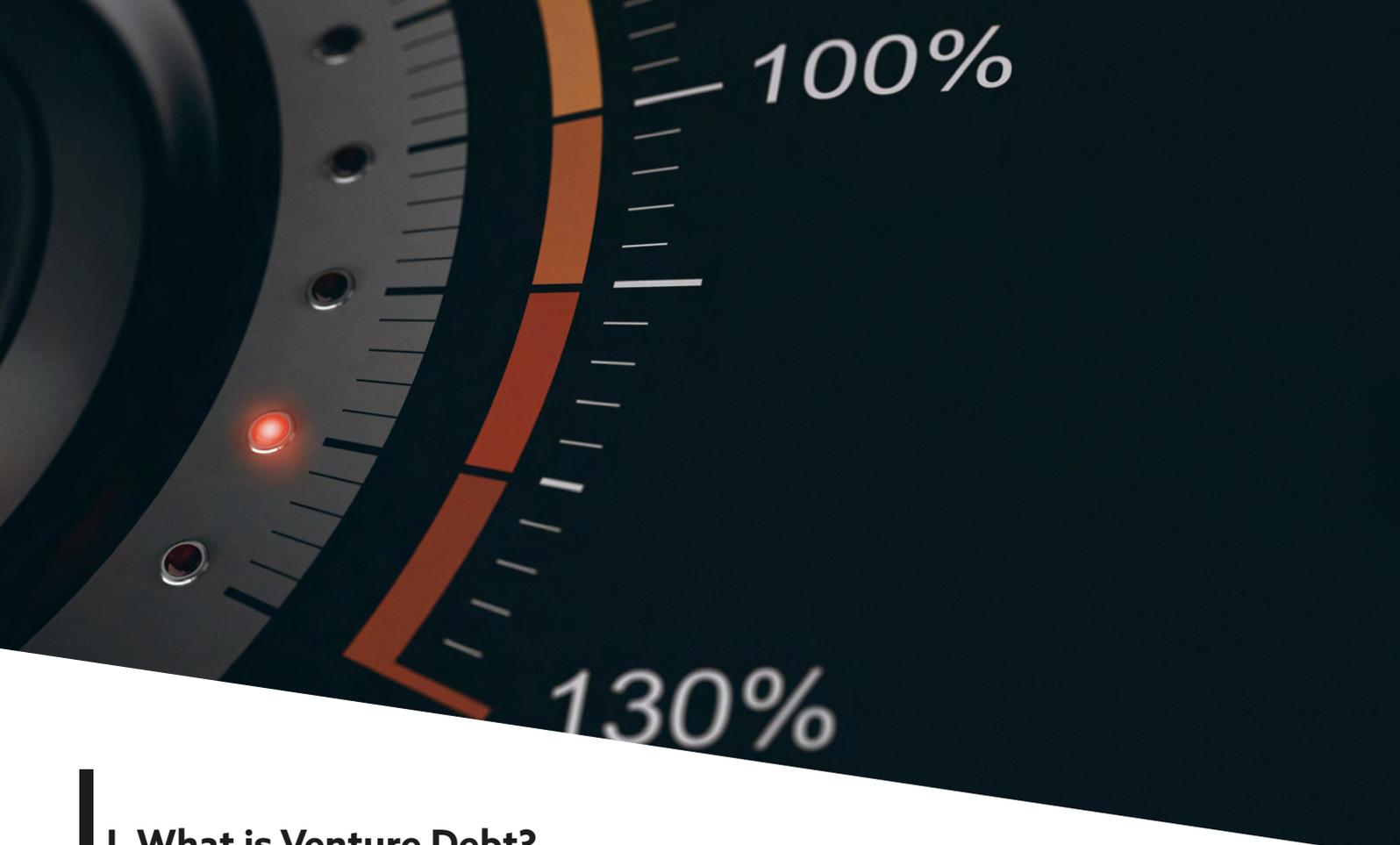
Eine der größten Herausforderung für junge Technologieunternehmen ist die Sicherung der eigenen Finanzierung. Denn reguläre Bankdarlehen sind für solche Start-ups oftmals nicht verfügbar und die finanziellen Möglichkeiten und Spielräume der Gründer sind meist begrenzt. Eine Möglichkeit den Kapitalbedarf zu decken, ist die (Eigenkapital-) Finanzierung durch institutionelle Venture Capital ("VC")-Investoren.

Allerdings ist eine solche VC-Finanzierung für die Gründer aufgrund der dadurch eintretenden Verwässerung ihrer Unternehmensbeteiligung und der üblichen Sonderrechte zu Gunsten solcher VC-Investoren oftmals die teuerste Finanzierungsform. Eine VC-Finanzierung ist außerdem häufig auch mit einem mehr oder minder großen Kontrollverlust über das Start-up verbunden.

Venture Debt oder *Venture Loans* ("VL") hingegen bieten die Möglichkeit einer vergleichsweise günstigen Finanzierung ohne oder allenfalls mit einer geringen einhergehenden Verwässerung für die Bestandsgesellschafter.

Kurz zusammengefasst ist VL ein mittelfristiges Fremdkapitalinstrument, das auf die spezifischen Bedürfnisse wachstumsstarker junger Technologieunternehmen ausgerichtet ist, welche sich bereits die Beteiligung institutioneller VC-Investoren sichern konnten. Die Tilgung eines VL-Kredits erfolgt dann entweder endfällig oder (wohl häufiger) über die Darlehenslaufzeit. Oftmals sind zunächst nur Zinszahlungen zu leisten, z.B. während der ersten sechs bis achtzehn Monate.

Letztlich sind VL-Instrumente auch deswegen beliebt, weil der in Deutschland noch immer relativ kleine und junge VL Markt größere Freiräume für individuelle Strukturen und Regelungen bietet.



I. What is Venture Debt?

1. VENTURE DEBT IN A NUTSHELL

- “Cheap(er)” money for VC-backed start-ups
- Usually amortizing loans (with holidays)
- Flexible and only very small dilutive effect for founders
- Lenders benefit from higher interest rates, a wide range of fees and equity kickers to compensate for credit risk



For emerging technology companies, gaining access to financial resources is a key challenge. Traditional bank loans are often unavailable, and the financial means of the founders are usually limited. An (equity) financing by institutional venture capital (“**VC**”) investors often represents the most expensive form of capital. Together with the customary investor preference rights, it dilutes the founders’ economic interest in the company and to some extent, shifts control over the start-up to the investors.

Venture debt or venture loans (“**VL**”) in contrast offer cheaper money without the dilutive effect of another (equity) financing round.

In a nutshell, VL are mid-term financial debt instruments targeted towards the specific needs of high-growth young technology companies which have already secured (previously or at least simultaneously) the backing of institutional VC investors. VL are usually amortizing (although we also see bullet repayments) and frequently feature interest-only periods of anywhere from six months to eighteen months.

In any case, given that the German market for VL is still relatively small and new, it offers a lot of flexibility for start-ups and provides the opportunity to negotiate a tailor-made instrument.

Aber wie kann VL für den Kreditgeber attraktiv und wirtschaftlich sinnvoll sein? Nach gängiger Meinung passen Fremdkapitalfinanzierung und Start-ups nicht zusammen. Warum sollten VL-Investoren jungen Unternehmen, die zumeist noch negative Cash Flows/EBITDA aufweisen, kaum über besicherbare Vermögenswerte verfügen und deren Zukunft zwar aussichtsreich scheint, letztlich aber ungewiss ist, Geld leihen? Zwar verfügen Start-ups oftmals über beachtliche immaterielle Vermögenswerte (gewerbliche Schutzrechte/IP), die Erfahrung zeigt aber, dass deren Wert insbesondere im Falle einer (relativ komplizierten) zwangsweisen Verwertung meist überschaubar ist.

Bedeutet VL für den Kreditgeber zugespitzt somit "Eigenkapitalrisiko für eine Fremdkapitalvergütung"? Nicht ganz, wie im Folgenden zu sehen sein wird.

Ein VL-Darlehensgeber wird versuchen, durch

- seine Due Diligence,
- die Auswahl von Darlehensnehmern mit den "passenden" Bestandsinvestoren, sowie
- bestimmte vertragliche Regelungen

sein Risiko zu minimieren. Des Weiteren liegt der Zinssatz bei VL deutlich über dem Niveau "normaler" Bankdarlehen. Hinzu kommen für den Darlehensgeber Einkünfte aus einer Reihe von Gebühren. Schließlich wird oftmals ein sog. "Equity Kicker" vereinbart, welcher dem VL-Investor die Möglichkeit gibt, an der zukünftigen Wertsteigerung des Darlehensnehmers zu partizipieren.

Trotz des Equity Kickers sind VL-Darlehen nicht mit klassischen Wandeldarlehen zu verwechseln. Während Wandeldarlehen darauf abzielen, dass der Darlehensgeber über kurz oder lang durch Einbringung seiner Darlehensforderung zu einem Gesellschafter des Darlehensnehmers wird, d.h. der Rückzahlungsanspruch wandelt sich in Anteile (bildlich gesprochen, "loans to own"), sollen VL-Darlehen zurückgezahlt werden und gerade nicht in Eigenkapital gewandelt werden.



But why is VL attractive to a lender? Does it make sense from a credit risk perspective? Some commentators have pointed out what they call the "puzzle of venture debt". According to conventional wisdom, debt and start-ups are not supposed to mix. Why would VL providers lend money to nascent companies with a promising but ultimately uncertain future and in most cases still negative cash flows/ EBITDA and usually very little tangible collateral? Yes, start-ups may have intangible assets in the form of intellectual property rights. However, liens on such intangible assets are often difficult to enforce and the realizable value is usually limited.

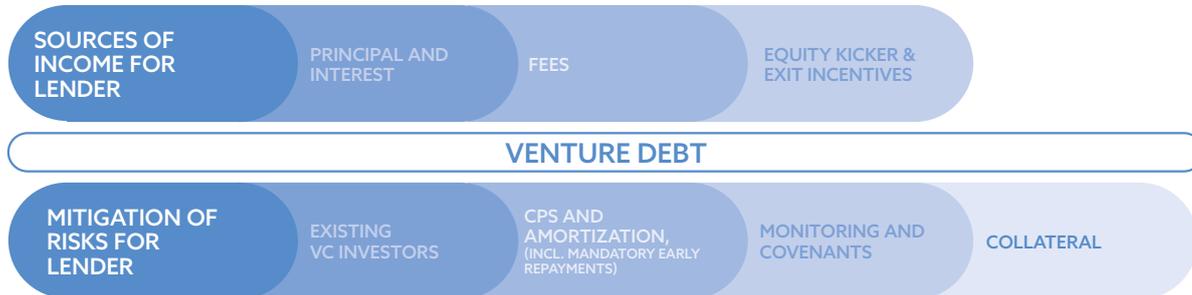
So, do venture loans mean equity risks for a "normal" debt return? The answer as we will see, is "not quite."

VL providers seek to reduce their risk exposure through:

- due diligence,
- selection of start-ups with a "suitable" cap table, and
- numerous contractual covenants.

In addition, interest rates on venture loans are much higher when compared to traditional bank loans. On top of that, a broad variety of fees and charges is added to juice up the lender's returns. And, probably most important, an equity kicker in form of a warrant, exit payment or otherwise gives the lender an additional upside.

Despite this equity kicker, venture loans should not be confused with convertible loans. Convertible loans are *equity-like* instruments. They are economically designed as "loans to own", i.e., designed to ultimately fully convert into equity so that the lender becomes a shareholder in the start-up. VL are meant to be paid back and do not convert into equity (except for the equity kicker).



2. FÜR WELCHE START-UPS KOMMT VENTURE DEBT IN BETRACHT?

- Darlehensnehmer haben oft mindestens eine Series A oder Series B-Finanzierung hinter sich.
- Starke Bestandsinvestoren lassen eine weitere Finanzierung wahrscheinlich erscheinen.
- Ausgereiftes Geschäftsmodell mit ersten Einnahmen und starkem Wachstumsmoment.



VL eignet sich primär für Technologieunternehmen, die sich in einer dynamischen Wachstumsphase befinden und die zumeist mindestens eine, i.d.R. jedoch mehrere, Finanzierungsrunden hinter sich, und institutionelle VC-Investoren bereits an Bord geholt haben. VC-Investoren sind für den VL-Investor eine wichtige Entscheidungshilfe bei der Kreditvergabe, denn sie signalisieren zwei wichtige Sachverhalte: (i) die Qualität eines Start-ups und (ii) die Wahrscheinlichkeit weiterer Eigenkapitalfinanzierungen des Kreditnehmers. Ein US-Rechtswissenschaftler hat die Bedeutung von VC-Investoren für einen potentiellen VL-Investor treffend zusammengefasst: *"[...] wer die VCs des Start-ups sind, hat für Kreditgeber eine Bedeutung, die über den unmittelbaren Fokus der Kreditrückzahlung hinausgeht. Die Identität der VCs dient vielmehr auch als Indikator für die Qualität des Start-ups [...]. Weil VCs durch ihr Investment erhebliche Eigeninteressen am Erfolg des Start-ups und eine Reputation zu verlieren haben, sendet die Beteiligung durch VC-Investoren glaubwürdige und wichtige Signale an [...] VL-Kreditgeber."*¹

Wenn professionelle VC-Investoren zeitgleich oder kurz vor dem VL-Kreditgeber investiert haben, kann der VL-Kreditgeber zudem bis zu einem gewissen Grad "Trittbrettfahrer" der Due Diligence der VC-Investoren sein.

Erste empirische Untersuchungen unterstützen diese Einschätzung. Sie legen nahe, dass bei Kreditentscheidungen eine starke Basis von VC-Investoren eigene Cash Flows des Start-ups jedenfalls teilweise substituieren kann. Allerdings gilt dieser Befund primär für Unternehmen in der Frühphase und die untersuchten Datensätze waren relativ klein.

Naturgemäß brauchen Start-ups, die VL aufnehmen wollen, darüber hinaus ein marktreifes Geschäftsmodell mit starker Wachstumsdynamik und ein kompetentes Führungsteam. Weiterhin muss ein nachhaltiges Umsatzwachstum bereits eingetreten oder jedenfalls konkret prognostizierbar sein.

VL ist dagegen kein geeignetes Finanzierungsinstrument für Unternehmen mit strukturellen Problemen, insbesondere solchen, die sich in einer wirtschaftlichen Krisensituation befinden oder nicht hinreichend dynamisch wachsen.

¹ Vgl. Darian M. Ibrahim, *Debt as Venture Capital*, III. Law Rev. 2010
(Übersetzung des englischen Originals durch die Autoren)

2. WHAT KIND OF START-UPS TAKE OUT VENTURE DEBT?

- Borrowers that have often raised at least a Series A or Series B financing.
- Strong existing VC backers that make future equity financings likely.
- Proven business model with first revenues and strong growth momentum.



VL is suitable primarily for technology companies that are in a phase of dynamic growth and that have gone through at least one financing round (often several) and have at least one institutional VC backer on their cap table. Existing VC investors are an important screening criterion for potential VL providers, as they can indicate two important aspects, *i.e.*, (i) the quality of a start-up and (ii) the likelihood of future equity financings. As one U.S. legal scholar put it: *"But who the start-up's VCs are, has meaning to lenders beyond the immediate focus of loan repayment. VC identity also serves as a proxy for start-up quality [...]. Because VCs have 'skin in the game' and reputations to preserve, VC investments send credible signals to [...] lenders who will provide VL."*¹

Assuming professional VC investors invest alongside the debt provider or have done so within a relatively short period of time prior to the VL financing, the lender can, to a certain extent, also *"free-ride"* or piggy-back on the VC's due diligence.

Empirical studies indicate that when it comes to lending decisions, VC backing acts as a substitute for cash flow in the start-up. However, this is primarily true for early-stage companies and the reviewed data samples were rather small.

Needless to say, start-ups that want to take on VL need a market-ready business model with the potential for strong growth. For mid-to-late-stage companies, substantial sales growth must have already occurred or at least be concretely predictable. In addition, a competent management team must be on board.

However, VL is not an appropriate financing instrument for companies with structural issues, in particular companies in a distressed situation or that suffer from a lack of growth.

¹ Cf. Darian M. Ibrahim, *Debt as Venture Capital*, III. *Law Rev.* 2010



3. DIE ENTWICKLUNG DES VENTURE DEBT IN DEN USA UND DEUTSCHLAND

- VL nahm seine Anfänge in den 1980er Jahren in den USA.
- VL hat mehrere Zyklen durchlaufen. Nach einem starken Rückgang in Folge der Finanzkrise von 2007/2008 hat es in jüngerer Zeit wieder deutlich zugelegt.
- Es gibt kaum belastbare Zahlen zum Marktvolumen. Während es für die USA auf ca. 10% des VC-Marktes geschätzt wird, ist der Markt in Deutschland noch deutlich kleiner, wächst aber.
- Es gibt aktuell in Deutschland politische Unterstützung für eine Belebung des VL-Marktes mit staatlicher Unterstützung.



Bereits Ende der 1980er Jahre wurde in den USA eine frühe Form des VL etabliert. Ebenso wie der sonstige Markt für Start-up-Finanzierungen wuchs der amerikanische VL-Markt dann deutlich, durchlief jedoch dabei auch verschiedene Höhen und Tiefen. Nach einem erheblichen Rückgang während der Finanzkrise 2007/2008 hat der VL-Markt in den USA in jüngerer Vergangenheit ein starkes Comeback erlebt.

Gründe für den erheblichen Aufschwung gerade in den USA gibt es viele. Die Nachfrage nach Wachstumskapital ist weiterhin nahezu grenzenlos und die Akzeptanz von VL weiter gestiegen. Das liegt zum einen daran, dass Unternehmen nunmehr – wenn überhaupt – erst zu einem späteren Zeitpunkt den Zugang zum Kapitalmarkt suchen. Zum anderen verlangt das heutige Mantra der raschen Skalierung viel

Kapital. Auf der Angebotsseite hat die Suche nach höheren Renditen (in einem fortdauernden Niedrigzinsumfeld) mehr Investitionskapital, neue Anbieter von VL und im Allgemeinen größere Kreditvolumina zur Folge gehabt.



3. DEVELOPMENT OF VENTURE DEBT IN THE U.S. AND GERMANY

- VL has its roots in the U.S., and came up first in the late 1980s.
- VL has gone through several cycles. After a steep decline in the wake of the financial crisis of 2007/2008, it made a strong comeback.
- Specific data on the VL market volume is hard to come by. While the VL market for the U.S. is estimated to be approx. 10% of the VC market, the VL market in Germany is still much smaller.
- In Germany, there is some political support to grow state-sponsored VL.



VL has its roots in the U.S. In the late 1980s, an early form of VL was introduced and the U.S. VL market grew significantly with the industry and following the ups and downs of the technology sector, including major contractions after the financial crisis of 2007/2008. However, the VL market in the U.S. has made a strong comeback.

Reasons for the strong upswing in the U.S. during these last years are plentiful but can be summarized as follows: The appetite for growth capital is nearly endless, spurred in part by companies staying private longer and today's mantra of rapid scaling.

In addition, on the investors' side, the search for a higher yield has attracted more capital, new lenders, and generally larger loan sizes.



Zuverlässige Marktschätzungen für VL-Finanzierungen in den USA sind schwierig, da viele Unternehmen und Kreditgeber ihre Transaktionen nicht veröffentlichen. Vor einigen Jahren schätzten Marktbeobachter das Gesamtvolumen des US VL-Marktes auf 3 bis 5 Milliarden US-Dollar. Nimmt man das Wachstum in den Bilanzen renommierter VL-Kreditgeber (wie der Silicon Valley Bank oder Hercules Capital) als groben Indikator, kann davon ausgegangen werden, dass der tatsächliche Markt heute wohl größer ist. Maurice Werdegar, CEO von Western Technology Investment, schätzt, dass der amerikanische VL-Markt etwa 10% des amerikanischen VC-Marktes ausmacht und eine stabile Wachstumsdynamik aufweist. Für 2017 ergäbe sich damit ein VL-Marktvolumen in den USA von geschätzt über 8 Milliarden US-Dollar.

Schätzungen für den deutschen Markt sind noch schwieriger als für den US-Markt. Klar ist aber, dass der deutsche VL-Markt noch relativ klein ist. Maurizio Petit Bon, General Partner bei Kreos Capital, schätzte Ende 2017 das Potenzial von VL – von ihm beschrieben als *"vielfältige Ergänzung zum Eigenkapital"* – in Deutschland auf

perspektivisch 10% des Marktes für Eigenkapitalfinanzierungen. Dies würde ungefähr der gegenwärtigen amerikanischen Relation zwischen VC- und VL-Markt entsprechen.

Aktuell dürfte das VL-Kreditvolumen in Deutschland aber noch deutlich niedriger sein, auch wenn die Wachstumsdynamik auch hier klar ersichtlich ist. Marktbeobachter haben uns

gegenüber das VL-Volumen im Jahr 2018 auf ungefähr 150 bis 200 Millionen Euros geschätzt.

Die etwas langsamere Entwicklung des deutschen VL-Marktes mag auch daran liegen, dass bis ins Jahr 2015 die klassische Kreditgewährung in Deutschland aufsichtsrechtlich ausschließlich Banken vorbehalten war.

Änderungen der regulatorischen Landschaft für Venture Debt in Deutschland



Darlehensgewährungen durch Fonds waren in Deutschland lange generell nur über den Umweg einer Darlehensvergabe durch eine sog. "Fronting Bank" (und ggf. nachträglicher Abtretung der Darlehensforderung an den Fonds) bzw. eine kapitalmarktgerechte Anleiheemission durch den Schuldner möglich. Zudem barg bspw. die Abtretungslösung, u.a. wegen der mit ihr korrespondierenden Verwaltung der Darlehensforderung für die Fonds, weitere aufsichtsrechtliche Risiken. So wurden zum Beispiel verschiedene Restrukturierungsmaßnahmen als Neugewährung des Kredits qualifiziert, was wiederum als Betreiben eines erlaubnispflichtigen Kreditgeschäfts galt.

Erst im Jahre 2015 änderte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ihre bis dahin geltende Verwaltungspraxis und erlaubte ab diesem Zeitpunkt die Gewährung von Darlehen auch durch bestimmte Fonds. Diese neue Verwaltungspraxis der BaFin griff der Gesetzgeber 2016 auf und implementierte entsprechende Regelungen zur Darlehensgewährung durch Fonds im Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB).

Diese Entwicklung ist zu begrüßen und dank ihr wird sicherlich der Bereich "Private Debt" – und mit ihm ebenso die Anzahl von VL-Finanzierungen – in Deutschland weiter wachsen. Allerdings ist zu beachten, dass die Regelungen im KAGB den Fondsmanagern für die Gewährung von Darlehen relativ strenge Organisations- und Risikomanagementpflichten – die an das Pflichtenkorsett der Banken heranreichen – auferlegen.

Bisher kann nicht jeder potentielle Kreditgeber von den Lockerungen durch die o.g. Reformen und Entwicklungen profitieren. Vor jeder Kreditvergabe sollten daher die Besonderheiten des Einzelfalls bedacht werden, um mögliche Risiken – für Kreditgeber und Kreditnehmer – auszuschließen.



Reliable market estimates for VL are notoriously hard to come by as many companies and lenders do not announce their deals. However, a couple of years ago, market observers estimated the total size of the U.S. VL market to be somewhere between USD 3 to 5 billion. Taking the growth of renowned lenders' balance sheets (such as Silicon Valley Bank or Hercules Capital) as a rough indicator, it can reasonably be assumed that today the actual market is larger. Maurice Werdegar, CEO of Western Technology Investment (aka WTI), estimates the U.S. VL market to be about 10% of the VC market with some growth momentum. Based on the U.S. VC market in 2017 this would roughly translate to a U.S. VL market size of more than USD 8 billion.

While reliable estimates for the German market are even more difficult to obtain than the ones for the U.S. market, the German VL market is clearly still relatively small. At the end of 2017, Maurizio Petit Bon, general partner at Kreos Capital estimated the potential of VL—describing it as a “*complement to equity with many shapes*”—in Germany to be 10% of the equity market. This estimated potential corresponds more or less to the actual American relation between

VL and VC. However, the current VL market in Germany likely is still significantly smaller, but shows growth. In conversations with us, observers of the German market estimated the volume of VL in 2018 to be somewhere between EUR 150 and 200 million.

The relatively slow growth of the German VL market to date may also be due to the fact that until 2015 only banks were allowed to engage in the traditional lending business under mandatory regulatory law (the so-called “banking license issue”).

Changes in the Regulatory Landscape for Venture Debt in Germany



In the past, if a fund wanted to provide loans in Germany, one concept was to engage a so-called “fronting bank” (and, optionally, the subsequent assignment of the loan receivable to the fund). The fronting bank then issued the loan whilst the fund was the “beneficial owner” of the loan. Another option for the borrower was the issuance of bonds in compliance with capital market rules. These options and transaction structures were somewhat complex and costly. Additionally, the administration of the purchased loan receivables by the funds created further regulatory risks for the funds. For example, any restructuring measures taken by the funds could be deemed to be a new loan (which in turn may be qualified as a lending business for which a banking licence is required).

In 2015, the German Financial Supervisory Authority (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*—“BaFin”) changed its interpretation of the relevant law and henceforth allowed certain funds to provide loans. In 2016, the German legislature followed suit and amended the German Capital Investment Code (*Kapitalanlagegesetzbuch*—“KAGB”) to allow and regulate the granting of loans by certain funds.

We welcome these developments and think that they will help to further increase the “private debt” sector, including the VL segment, in Germany. However, the KAGB still imposes strict rules on the fund’s manager when it comes to providing loans. These rules require a certain organization of the funds and the implementation of a specific risk-management regime that comes close to what is required from banks.

These more lenient rules do not apply to all funds and/or entities that might be interested in participating in the lending business. Prior to granting any loan, the specific case should be thoroughly analysed to ensure compliance with applicable laws by both potential lender and borrower.

Zu den heutigen Akteuren auf dem deutschen VL-Markt gehören sowohl Banken, wie beispielsweise die Silicon Valley Bank (einer der großen Akteure auf dem US VL-Markt), als auch spezielle VL-Fonds wie Davidson Technology Growth und große etablierte Investoren wie Kreos, Columbia Lake, Harbert sowie TriplePoint Capital und Hercules.

Zu den bekannten deutschen Start-ups, die sich während ihrer Wachstumsphase (auch) über VL finanziert haben, gehören Soundcloud, Delivery Hero (obwohl die Mittel hier von den damaligen Gesellschaftern kamen), Mister Spex, Movinga, Move24, Westwing und Outfittery. Der Fall von Move24 zeigt indes auch die Gefahren von VL-Finanzierungen. Nach Presseberichten wurde die Insolvenz des Unternehmens letztlich dadurch ausgelöst, dass nach dem Scheitern der Verhandlungen von Move24 mit einem wichtigen Vertragspartner der VL-Kreditgeber die Finanzierung kündigte.

Während VL in den USA schon lange etabliert ist, ist die Meinung in Bezug auf VL in Deutschland weiter uneinheitlich. Einige Investoren und Gründer sehen die Aufnahme von VL-Krediten als negatives Signal. In einem Umfeld, in dem viele VC-Investoren noch über erhebliche nicht investierte Mittel verfügen, würden – so die Sorge – Marktteilnehmer misstrauisch, wenn ein Unternehmen VL aufnimmt, statt eine neue (Eigenkapital-) Finanzierungsrunde zu starten. Das vereinzelt, medial aber viel beachtete Scheitern von Unternehmen, die VL-Kapital aufgenommen hatten (z.B. Move24), ist da natürlich auch nicht hilfreich.

Es scheint jedoch, dass sich die Wahrnehmung von VL in naher Zukunft positiv verändern könnte. Die aktuelle Bundesregierung hat die Pläne zur Erweiterung der Finanzierungsmöglichkeiten für junge und innovative Unternehmen mit öffentlich geförderten VL-Elementen wieder aufgegriffen und die Einrichtung eines *„Technologie-Wachstumsfonds“* angekündigt, der VL-Kredite vergeben soll. Ende 2018 gab die staatlich geförderte KfW-Bank zudem die Gründung ihrer neuen Tochtergesellschaft KfW Capital bekannt, die unter anderem öffentliche Gelder in VL-Fonds investieren will. Auch die Europäische Investment Bank verfügt über ein entsprechendes Programm.





Today, players in the German VL market include both banks, such as Silicon Valley Bank—one of the largest players in the U.S. VL market—and special VL funds such as Davidson Technology Growth and large established investors such as Kreos, Columbia Lake, Harbert and TriplePoint Capital, as well as Hercules.

Well-known German start-ups that, at some point in their history, relied on VL include Soundcloud, Delivery Hero (though funds came from existing shareholders), Mister Spex, Movinga, Move24, Westwing and Outfittery. However, the Move24 investment can be a cautionary tale for the “dark side” of VL financings as, according to the media, the company’s insolvency was ultimately triggered by its VL provider accelerating the loan after Move24’s negotiations with an important contract partner had failed.

Whilst in the U.S., VL is an established financing instrument, the situation in Germany is somewhat mixed.

Some investors and founders attribute a negative signaling to a company taking out VL: The fear is that with the (still) significant dry powder, *i.e.*, undrawn capital commitments of many VC investors, markets will wonder why a company should seek VL financing and not raise equity. Isolated but headline-grabbing failures of companies such as Move24 do not help build up VL’s reputation in Germany.

There are, however, reasons to assume that in the near future VL might develop a better reputation in Germany as well. The current German government has revived plans to augment the financing opportunities for young and innovative companies with public-sponsored VL elements. Against this background, the government announced the implementation of a “*Tech Growth Fund*” that shall provide VL to start-ups in Germany. Also, at the end of 2018 the state-sponsored KfW bank launched a new subsidiary called KfW Capital that amongst other things, shall invest public money in VL funds. The European Investment Bank established such a program as well.

Vorteile und Nachteile einer Venture Debt-Finanzierung

Vorteile

- *Flexibilität – individueller Zuschnitt auf Bedürfnisse des Darlehensnehmers*
- *Verlängert die Liquiditätsreichweite – Chance auf höhere Pre-Money Bewertung später*
- *Geringe Verwässerung der Anteile der Gründer und Bestandsinvestoren*
- *Geschwindigkeit – VL benötigt i.d.R. weniger Zeit und Verhandlungen als eine VC-Finanzierung*
- *Kann den IRR der Bestandsinvestoren verbessern*



Nachteile

- *Belastet die zukünftige Liquiditätssituation des Start-ups und erfordert Liquiditätsmanagement*
- *Erhöht die Komplexität der Unternehmensführung für die Gründer*
- *Interessen von VC- und VL-Investoren können in der Krise des Unternehmens auseinanderlaufen*
- *Signalwirkung (unklar ob positiv oder negativ)*

Advantages and Disadvantages of Venture Debt Financing

Advantages

- *Flexibility—loans can be tailor-made*
- *Extends start-up liquidity runway—a chance to increase pre-money valuation*
- *Little dilution of founders and existing investors*
- *Speed—tends to require less time and negotiations than VC- financings*
- *Can improve IRR of existing investors*



Disadvantages

- *Liquidity constraints and management*
- *Increases complexity for the start-up*
- *Interests of VC backers and VL providers will differ in times of crisis*
- *Signaling (negative or positive?)*

II. Vorteile einer Venture Debt-Finanzierung

- Zu den wesentlichen Vorteilen von VL gehören die Verlängerung der Liquiditätsreichweite und Streckung der Zeit bis zur nächsten Finanzierungsrunde und die fehlende / sehr geringe Verwässerung der Bestandsgesellschafter.
- VL erhöht allerdings die Komplexität für die Gründer und bringt einen weiteren Spieler an den Tisch, dessen Interessen gerade in der Krise des Start-ups nicht mit denen der Gesellschafter übereinstimmen müssen. Auch wird die Frage der Signalwirkung einer VL-Finanzierung unterschiedlich eingestuft.



Insbesondere im Vergleich zu "klassischen" Eigenkapitalfinanzierungen durch VCs kann VL einige Vorteile bieten. Potentielle Kreditnehmer, sowie deren Gründer und Bestandsinvestoren müssen diese gegen die Nachteile und Risiken einer VL-Finanzierung abwägen.

1. FLEXIBILITÄT

In den letzten Jahren ist die Anzahl der Anbieter von VL auch in Deutschland gewachsen und weitere Markteintritte (insbesondere von US-amerikanischen Kreditgebern) werden erwartet. Da sich potenzielle Kreditgeber in einer Reihe von Aspekten

wie Risikobereitschaft, Renditeerwartungen oder Branchenfokus unterscheiden, variieren auch die von ihnen angebotenen Konditionen. Der Kreditnehmer kann daher aus einer wachsenden Anzahl unterschiedlicher Angebote wählen. Dies macht

VL zu einem sehr flexiblen Finanzierungsinstrument für ein Start-up, insbesondere wenn die VL-Finanzierung keine oder nur sehr wenige Zusicherungen/*Covenants* (sog. "*covenant-light* / *covenant-loose*" Darlehen) vorsieht.

2. LIQUIDITÄTSREICHWEITE UND BEGRENZTE VERWÄSSERUNG

VL verlängert die Liquiditätsreichweite des Kreditnehmers, also die Zeit, die ihm zur Verfügung steht, bis er die nächste (Eigenkapital-) Finanzierungsrunde benötigt. Das Unternehmen kann die aufgenommenen Mittel zur Finanzierung von Geschäfts- und Technologieprojekten und generell für weiteres Wachstum verwenden.

Unterstellt man, dass das Unternehmen in dieser Zeit sich weiter positiv entwickelt, sollte

seine *Pre-Money*-Bewertung, d.h. die einer Finanzierungsrunde zu Grunde liegende Bewertung, steigen. Hat der Kreditnehmer z.B. erst kürzlich eine Finanzierungsrunde mit hoher Bewertung aufgenommen, kann eine im engen zeitlichen Abstand folgende Aufnahme weiteren Eigenkapitals zu einer noch höheren Bewertung sich als schwierig erweisen. In einem solchen Fall kann sich das Unternehmen mit einem VL-Kredit "Zeit kaufen", um in eine

höhere Unternehmensbewertung hineinzuwachsen. Eine zeitlich verzögerte Finanzierungsrunde zu einer höheren Bewertung reduziert dann die Verwässerung der Beteiligung der Gründer und Bestandsinvestoren (unterstellt, diese üben nicht ihre *pro rata* Rechte aus). Obwohl VL-Kredite in der Regel eine mehr oder minder große Equity Kicker-Komponente aufweisen, ist der Verwässerungseffekt deutlich geringer als bei einer klassischen VC-Runde.

II. Advantages of Venture Debt Financing

- Greatest advantages of a VL financing include the extension of the start-up's liquidity runway and the option to delay the next financing round, as well as the absent or only very small dilutive effect.
- On the flip side, VL increases the complexity for the start-up. With the VL lender, there is another player at the table whose interests may—particularly in a company's crisis—not be fully aligned with those of the existing shareholders. In addition, there is some uncertainty about which signal a VL sends to the markets.



In particular when compared to “classical” equity financings by VCs, VL can have some advantages that the potential borrowers and their founders and VC backers need to balance against the potential drawbacks and risks associated with VL financings.

1. FLEXIBILITY

Over recent years, the VL market in Germany has grown. There are already a number of players in the German market and further market entries (in particular from U.S. lenders) are expected. The risk appetite, return expectations or sector focus of lenders differ, and so do the terms offered by such

lenders. Borrowers can choose from a growing number of options. VL can be a flexible and attractive instrument for a start-up, especially if it has no, or only very few, financial covenants (covenant-light / covenant-loose).

2. LIQUIDITY RUNWAY AND LIMITED DILUTIVE EFFECTS

VL extends the borrower's liquidity runway, *i.e.*, its time until the next equity capital raise is required. The company can use the loaned funds to finance business and technology projects and for further growth.

Assuming the company makes headway, its pre-money valuation should increase. In addition, raising a new equity financing round shortly after another with an even higher valuation can prove to be challenging. In such cases, a VL loan can “buy time to grow” in order to later justify a higher

valuation. Thus, a postponed (equity) financing round based on a higher valuation will have a lesser dilutive effect on founders and existing investors (who do not exercise their pro-rata rights). Though venture loans usually feature an equity kicker component, a VL financing will still be less dilutive than an outright equity financing.

3. VERBESSERTE IRR FÜR INVESTOREN

Institutionelle VCs profitieren zudem davon, wenn sie Kapitalzusagen ihrer Investoren (LPs) erst später oder nur in einem geringeren Umfang in Anspruch nehmen müssen, da

dies ihre interne Kapitalrendite (IRR) verbessert. Hinzu kommt der sog. "*Leverage Effect*" der Fremdkapitalfinanzierung, der, wenn die Fremdfinanzierung

richtig eingesetzt wird, die Eigenkapitalrendite der VC-Investoren weiter verbessern kann.

4. GESCHWINDIGKEIT

Im Vergleich zu VC-Finanzierungen ist der VL-Prozess oft schneller. So gibt beispielsweise die deutsche Tochtergesellschaft der Silicon Valley Bank an, dass der Prozess bis zur Unterzeichnung des Darlehensvertrags in der Regel zwischen 4 und 8 Wochen dauere. Da die den Kreditnehmer finanzierenden VC-Investoren vor ihrer Investition i.d.R. eine gründliche wirtschaftliche, operative, technische und rechtliche Due Diligence durchgeführt haben, beschränken sich VL-Kreditgeber oft auf eine

finanzielle Due Diligence und eine beschränkte rechtliche Due Diligence (oft fokussiert auf die zur Verfügung stehenden Sicherheiten und die aktuelle Gesellschafter- und Governance-Struktur). Eine VL-Finanzierung erfordert auch nicht, dass sich die Beteiligten zu diesem Zeitpunkt auf eine Unternehmensbewertung einigen.

Allerdings ist auf der Zeitschiene Folgendes zu beachten: Soll die VL-Finanzierung ein Zeichnungsrecht des Darlehensgebers für eine bestimmte Anzahl von Anteilen

des Darlehensnehmers (*Equity Kicker*) beinhalten, so erfordert dies in der Regel, dass die Bestandsgesellschafter des Darlehensnehmers mit an Bord genommen werden müssen. Letztlich können nur diese die für die Ausgabe neuer Anteile erforderliche Kapitalerhöhung umsetzen (jedenfalls wenn die Gesellschaft nicht über ein genehmigtes Kapital verfügt). Zudem wird die Optionsvereinbarung i.d.R. beurkundet.

5. ERFAHRUNGEN MIT FREMDKAPITAL

Die Aufnahme von VL führt zudem dazu, dass das Start-up entsprechende erste Erfahrungen mit Fremdkapitalfinanzierungen sammeln kann. So müssen bspw. für die Einhaltung von *Financial Covenants* oder zum Zwecke der Erfüllung von Informationspflichten gegenüber dem Darlehensgeber Reporting-Systeme innerhalb des Kreditnehmers aufgebaut werden.

Diese kann der Kreditnehmer auch für interne Zwecke wie Unternehmensberichte und -kontrollen nutzen. Entsprechende Informationen können auch die Transparenz für VC-Investoren verbessern. Im Falle eines Exits, bei dem auch eine Fremdkapitalaufnahme vorgesehen ist, fängt die Gesellschaft nicht

bei "Null" an, sondern kann auf bestehende Systeme und Erfahrungen zurückgreifen. Dies gestaltet nicht nur den Exit effizienter, sondern kann aufgrund der aufgebauten Systeme auch zur Steigerung des Unternehmenswerts beitragen.

3. IMPROVED INVESTORS' IRR

Institutional VCs benefit if the amount they draw down from their limited partners is reduced or postponed as this can improve their internal return on investment.

Additionally, a leverage effect of a debt financing kicks in, which—if the debt is used in a correct way—can further increase the return on equity for the VC investors.

4. SPEED

Often, obtaining VL is quicker than going through VC financing. For example, Silicon Valley Bank's German subsidiary claims that the process up to signing the loan agreement usually takes between 4 to 8 weeks. As mentioned above, venture lenders are aware that the VC investors of the potential borrower conducted a thorough commercial, operational, technical and legal due diligence prior to their investment. Against this background, VL providers often only do a financial and condensed legal due diligence (primarily, a review of potential collateral and current shareholder/governance structure). In particular, the parties don't need to agree on the "correct" valuation of the company.

However, for the timeline the following should be observed: If the VL financing includes a right of the lender to subscribe for shares in the borrower (equity kicker), this might mean that the shareholders will have to be brought on board as (unless the company has already an authorized capital) only they can procure the necessary share capital increase. In addition, the respective warrant agreement will usually be notarized.

5. EXPERIENCE WITH DEBT FINANCING

A start-up may have a steep learning-curve when taking up VL. The start-up might need to implement reporting and governance structures in order to deliver the required information, calculations and other materials in the proper form and manner and ensure compliance with the financial covenants stipulated in the loan agreement. These systems can also then be used for internal reporting and operational control

purposes. Such monitoring and reporting can lead to a better transparency for the existing VC investors as well. In case of a later debt financing, e.g., in connection with an exit, the start-up will not start at square one, but can benefit from the already implemented structures. This may make an exit process more efficient and also help to increase the company's value.



III. Nachteile und Risiken einer Venture Debt-Finanzierung

1. AUSWIRKUNGEN AUF DEN CASH FLOW

Kreditnehmer haben oft wenig Erfahrung mit Fremdkapitalfinanzierungen und ein VL-Kredit wird dem Unternehmen bestimmte periodische (oder in einigen Fällen einmalige) Zahlungen auferlegen. Die Pflicht zu erheblichen Tilgungsleistungen kann andere Wachstumsinitiativen blockieren und den Kreditnehmer auf liquiditätsgenerierende

Aktivitäten fokussieren, obwohl für den langfristigen Erfolg des Unternehmens andere Ziele vorrangig verfolgt werden sollten. Allerdings kann, bis zu einem gewissen Grad, der Liquiditätsdruck auch disziplinierend auf das bei Start-ups oftmals unterentwickelte Cash-Management wirken (vgl. oben).

2. ORGANISATORISCHE ÜBERFORDERUNG

Auch wenn die Verpflichtungen unter einem VL-Vertrag disziplinierende Wirkung haben können, so können sie auch schnell ein Start-up und seine Organisation überfordern. Dies führt dazu, dass das Unternehmen von einer (zunächst wohl nur formalen) Pflichtverletzung in die nächste

stolpert, was schlussendlich zur Kündigung des Darlehens und im schlimmsten Fall zur Insolvenz führen kann. Im Rahmen der Vertragsverhandlungen muss daher penibel darauf geachtet werden, welche Pflichten das Unternehmen erfüllen kann und welche nicht.

3. KÜNDIGUNGSRECHTE

Wie sich inzwischen gezeigt haben sollte, unterscheiden sich die Interessen von VL-Investoren und VC-Investoren und laufen teilweise auseinander. Dies zeigt sich insbesondere im Falle einer wirtschaftlichen Schieflage des Kreditnehmers. Zu beachten ist, dass in der Insolvenz des Kreditnehmers VL-Kreditgeber als Fremdkapitalgeber vor den Gesellschaftern rangieren. Gerät das Start-up in unruhige See, können sich VL- und VC-Investoren – um im Bild zu bleiben

– möglicherweise gerade nicht im selben Boot wiederfinden. VL-Investoren könnten zögern, einer stark strukturierten Finanzierungsrunde zuzustimmen. Stattdessen besteht die Gefahr, dass sie die Reißleine ziehen (bzw. sogar ziehen müssen) und den Kreditvertrag kündigen und damit den Kreditnehmer endgültig in die Insolvenz schicken (wie es wohl bei Move24 der Fall war).

III. Disadvantages and Risks of Venture Debt Financing

1. CASH FLOW CONSEQUENCES

Start-ups often have little experience with debt financing and a venture loan will impose certain periodic (or in some cases one-off) payments on the company. The requirement of such payments may block other growth initiatives and ongoing projects which are more important for the success

of the company and may shift the borrower's focus on cash generating activities. However, the (reporting) obligations and restrictions of a VL loan agreement can also have a disciplining effect on the often underdeveloped cash management of start-ups (see above).

2. ORGANIZATIONAL OVERLOAD

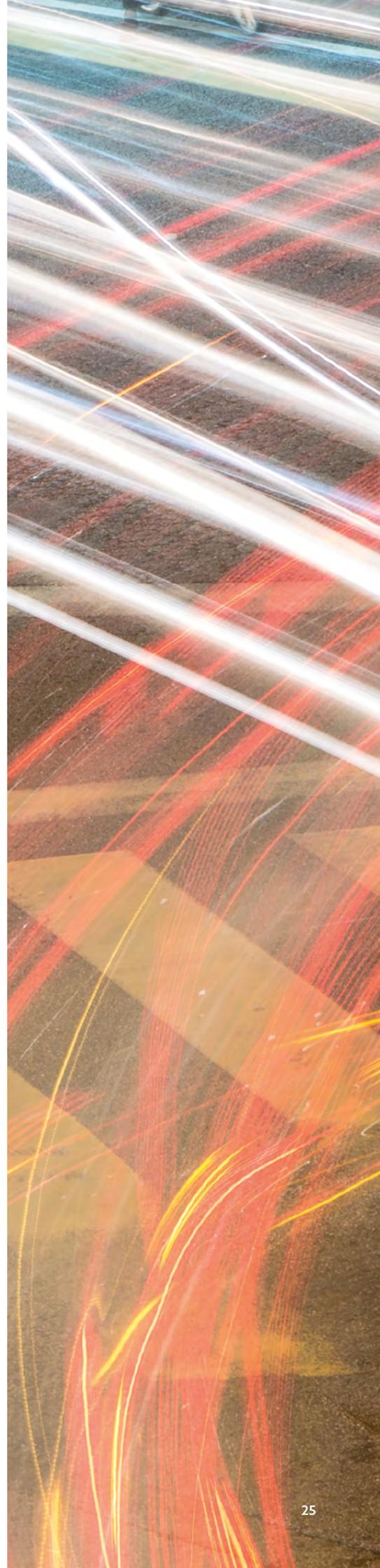
Although obligations imposed under a VL facility may have a disciplinary effect (see. above), such obligations can quickly become too burdensome for a start-up. In such case, the start-up will be "stumbling" from one

default into the other, which may in the end lead to the acceleration of the loan and, in the worst case, to insolvency. Hence, it is crucial to carefully consider which obligations can be fulfilled and which cannot, and within what timeframe.

3. TERMINATION RIGHTS

Incentives and motives of VL providers clearly differ from those of VC investors. These differences are apparent particularly in times of a borrower's crisis. Keep in mind that in an insolvency of the borrower third-party debt of the VL provider will generally rank senior to any claims of the equity holders. Thus, if the start-up gets into troubled waters, VL and VC investors might not find

themselves in the same boat. VL providers may be reluctant to agree to a painful restructuring (including any haircuts) but rather want to pull the trigger (or even are obliged to do so). By terminating the loan agreement they may potentially be sending the borrower over the cliff (as it was allegedly the case with the insolvency of Germany's start-up Move24).



4. NEGATIVE SIGNALWIRKUNG

Man kann darüber streiten, ob die Aufnahme von VL ein positives oder negatives Signal für die Aussichten des betreffenden Start-ups ist.

Manche Kommentatoren meinen, dass durch die Entscheidung für eine VL-Finanzierung statt einer weiteren Eigenkapitalrunde die bestehenden VC-Investoren signalisieren, dass sie dieses Unternehmen für besonders vielversprechend halten. Sie wollen daher – so die Argumentation – den verwässernden Effekt einer weiteren Finanzierungsrunde möglichst lange hinauszögern. Befürworter dieser Ansicht weisen auf erfolgreiche Technologieunternehmen wie Facebook (das 2007 eine VL-Finanzierung von TriplePoint Capital in Höhe von 30 Millionen US-Dollar und ein Jahr später weitere 100 Millionen US-Dollar vom gleichen Kreditgeber erhalten hat), YouTube, Box und andere hin. Alle diese Unternehmen haben sich in ihren Anfangsjahren irgendwann über VL-Kredite finanziert, um ihr Wachstum bis zur nächsten Eigenkapitalfinanzierungsrunde voranzutreiben.

Andere Marktbeobachter stehen VL skeptisch gegenüber und argumentieren, dass die Aufnahme von VL ein negatives Signal an den Markt sendet: Das Unternehmen sei – so könnte der Eindruck entstehen – nicht in der Lage, eine Eigenkapitalfinanzierung von den Bestandsinvestoren oder Dritten zu aktuellen Marktkonditionen zu erhalten oder Bestandsinvestoren drängten die Gesellschaft zur Aufnahme von VL, um eine sog. "Downround" (also eine Finanzierung zu einer niedrigeren Bewertung als in der vorherigen Finanzierungsrunde) zu verhindern.

Die negative Wirkung dieses Signals werde noch weiter verstärkt, wenn das Finanzierungsumfeld an sich günstig sei und VC-Kapital grundsätzlich in ausreichendem

Umfang zur Verfügung stehe und/oder die Bestandsinvestoren bekanntermaßen über ausreichend Finanzierungsmittel verfügten, um das Start-up weiter zu finanzieren.

Lehren aus der Finanzkrise 2007/2008



Wenn man sich die Lehren aus der Finanzkrise 2007/2008 ansieht, haben Orricks Silicon Valley Partner Dolph Hellman und Todd Schneider, Partner bei Spinta Capital – einem Finanzvermittler – folgenden Rat für Unternehmen, die zusätzliches Kapital benötigen und sich zwischen einer Eigenkapitalfinanzierung und VL-Kapital entscheiden müssen:

"Eine Verschuldung mit Venture Debt wird in der Regel nicht zum Untergang eines Unternehmens führen, kann diesen aber beschleunigen. Der Entscheidungsprozess ist stark von der konkreten Situation abhängig. VL wird meist als Betriebsmittelkredit oder als echtes Wachstumskapital genutzt. Die VL-Finanzierung des Betriebsmittelbedarfs ist ein über Wachstums- und Rezessionsphasen gleichermaßen erprobtes Mittel. Hier werden die Darlehen mit liquiden Vermögenswerten oder vertraglich gesicherten Einnahmeströmen unterlegt. Soll VL echtes Wachstumskapital sein, um die nächste Finanzierungsrunde hinauszuzögern oder die Gewinnschwelle zu erreichen, ist die Situation komplexer. Laufen die Märkte für Eigenkapitalfinanzierungen gut, versuchen VC-finanzierte Unternehmen regelmäßig zunächst hier ihren Finanzbedarf zu decken, ehe sie sich mit einer Fremdkapitalfinanzierung beschäftigen. Dann mag für das Start-up die Entscheidung nicht "Finanzierung durch Eigenkapital oder Fremdkapital" lauten. Die Orientierung hin zu VL als Wachstumskapital resultiert dann eher aus einer Gemengelage, in der man nicht den richtigen Investor findet oder die angebotenen Konditionen für eine Eigenkapitalfinanzierung nicht stimmen und das Start-up diese daher hinauszögern will.

Vor diesem Hintergrund weiß ich nicht, ob die sich am Horizont abzeichnende wirtschaftliche Unsicherheit den Entscheidungsprozess so sehr beeinflussen wird. Im Zweifel wird Kapital perspektivisch eher knapp und eine vernünftige Finanzierungsstrategie mag es nahelegen, sich frühzeitig die Finanzierung zu sichern und dabei die notwendige Flexibilität hinsichtlich der Fremdkapitalfinanzierung und ihrer Konditionen zu bewahren und sicherzustellen, dass der Darlehensgeber mit einem selbst mitwachsen kann."

Todd und Dolph empfehlen aber auch, dass potentielle VL-Kreditnehmer sich in ihrer Planung auch mit Negativszenarien intensiv beschäftigen:

"Die Simulation von Negativszenarien kann bei der Prüfung verschiedener Fremdkapitaloptionen wichtige Erkenntnisse liefern. Stehen die Finanzierung des laufenden Geschäfts, Expansionsprojekte, die (Re-) Finanzierung bestehender Verbindlichkeiten oder von Akquisitionen im Vordergrund? Wie groß ist die Liquiditätsreichweite wirklich, wenn man verschiedene Wachstumsszenarien annimmt? Gibt es finanzbezogene Zusicherungen (sog. Financial Covenants)? Wenn ja, unter welchen Bedingungen werden diese gerissen und inwieweit beschleunigt eine sich eintrübende Wirtschaftslage diesen Prozess? Welchen Ruf hat der Kreditgeber? Sieht er die Welt eher durch die Brille des Fremdkapitalgebers und ist deshalb im Zweifel restriktiver, wenn die Zeiten schwierig werden, oder eher durch die Brille eines Eigenkapitalgebers und ist daher flexibler und geduldiger mit seinen Darlehensnehmern? Wieviel Kapital steht dem Kreditnehmer aufgrund zurückhaltender bisheriger Inanspruchnahme des VL-Darlehens oder unter noch nicht abgerufenen Tranchen zur Verfügung? Kreditnehmer müssen sich bewusst sein, dass aufgrund diverser Einflussfaktoren der Zugriff auf dieses Kapital in einem Abschwung unsicherer werden kann. Eine andere interessante Frage ist: Wie viel "Risiko" geht der Darlehensgeber ein? Um dies zu beantworten, kann man eine Grenzanalyse fahren, in dem die Planung des Unternehmens soweit reduziert wird, dass die Finanzkennzahlen gerade noch eingehalten werden. Wie sieht an diesem Punkt die Liquiditätssituation in Relation zur Höhe des VL-Kredits aus?"

4. NEGATIVE SIGNALING

There is some debate whether getting a venture loan sends a positive or negative signal for the prospects of a start-up.

Some argue that by opting for VL, the existing investors of a start-up signal that they consider this company to be particularly promising and thus want to postpone the dilutive effect of a further financing round. Supporters of this view point are successful technology companies such as Facebook (which received a USD 30 million VL financing by TriplePoint Capital in 2007 and another USD 100 million from the same lender a year later), YouTube, Box and many others that at some point in their early years relied on VL to fuel growth to the next equity financing round.

Others believe that taking out a venture loan might be interpreted as a negative signal, *i.e.*, that the borrower is not able to obtain an equity financing either from its existing investors or third parties at prevailing market terms or existing VC investors push the company towards VL to avoid a downturn. Such negative signals might be aggravated during good times when there are a lot of VC dollars going around and/or existing VC backers of the lender are known to have plenty of dry powder.



Lessons from the 2007/2008 Financial Crisis



When looking at the lessons from the 2007/2008 financial crisis Orrick's Silicon Valley partner Dolph Hellman and Todd Schneider—partner at debt arranging firm Spinta Capital—have given this advice to a company that is seeking additional capital and has to choose between an equity raise and VL:

"VL will not typically cause company failure, but it can accelerate it. The decision process is highly situation-dependent. VL is most frequently used to either support working capital needs or provide true growth capital. The former is likely a valid-use case in all economies, with such loans typically supported by liquid assets or contractually recurring revenue streams. The latter tends to be a bit more nuanced, where debt is used as a strategic tool to delay an equity round or achieve profitability. In a robust equity market, we generally see VC-backed companies testing the waters on equity before turning to debt. So, generally, the decision may not be debt versus equity but may be driven rather by a function of not attracting the right valuation/terms on the equity front and turning to growth debt as a tool to buy time. With that in mind, we don't know if the decision process is any different with economic uncertainty on the horizon. If anything, capital may become less available in the future, and a prudent strategy may involve raising capital sooner rather than waiting, ensuring the debt structure and terms are flexible and that the lender can scale with the company."

Todd and Dolph further advise a company seeking VL to plan for downside scenarios: *"Running downside scenarios can be quite "revealing" as to appropriate choices when evaluating debt options. Is this to fund working capital needs, expansion, refinance, or acquisition? How much true "runway" will it provide under various growth cases? Are there financial covenants? If so, under what circumstances will the covenants be tripped, and how might an economic downturn accelerate a miss? What is the reputation of the lender partner? Do they view the world primarily through a credit lens (*i.e.*, perhaps more rigid when things get tough) or an equity lens (*i.e.*, more flexible/patient)? How much capital is "on the come" via delayed draw or follow-on tranches, and what are the triggers? For a variety of reasons, such follow-on capital becomes less certain in a downturn. How much "risk" is the lender taking? This can be revealed by running a "threshold" analysis where the forecast is reduced to just above the limit of financial covenants. At this point, what is the company's cash position versus the loan size?"*

IV. Typische Regelungen und Hinweise zur Vertragsgestaltung

In den folgenden Kapiteln geben wir einen kurzen Überblick über bestimmte, für VL-Kredite übliche Regelungen. Im Rahmen dieser Veröffentlichung konzentrieren wir uns auf VL-Kredite und nicht auf Anleihen oder "Mezzanine"-Strukturen und verwenden die für Kreditverträge typische Terminologie. Während Banken und ausländische VL-Fonds in der Regel Kreditstrukturen bevorzugen, nutzen insbesondere deutsche VL-Fonds aufgrund regulatorischer Beschränkungen auch private Anleihen. Allerdings unterscheiden sich die zentralen (wirtschaftlichen) Bedingungen in der Anleihedokumentation nicht wesentlich von denen der Darlehensdokumentation.

1. AUSGESTALTUNG DER DOKUMENTATION

- Eine VL-Finanzierung bedingt i.d.R. ein komplexes Vertragswerk. Der Standardisierungsgrad in den USA ist im Vergleich zu Deutschland höher.
- Oftmals werden der Darlehensvertrag selbst und bestimmte Nebenvereinbarungen (insbesondere zu den Gebühren) dem englischen oder US-Recht unterstellt. Regelungen zu Sicherheiten und *Equity Kicker* folgen häufig deutschem Recht.



Das zentrale Dokument jeder VL-Finanzierung ist der Kreditvertrag. Daneben gibt es oftmals zahlreiche weitere Dokumente, von sog. Fee Letters (Recht des Darlehensgebers auf bestimmte Gebühren) über Sicherheitenverträge hin zu (Gesellschafter-) Beschlüssen und verschiedenen Bestätigungs- und Zusicherungsschreiben der Geschäftsführer des Darlehensnehmers.

Im deutschen Raum gibt es bisher keine einheitliche Standarddokumentation für VL-Finanzierungen, auch wenn sich die Dokumentation häufig an anerkannte Standards für Kreditverträge (z.B. LMA) anlehnt. In den USA ist man hier wohl einen Schritt weiter und entsprechende VL-Produkte sind dort eher standardisiert.

Aufgrund der Tatsache, dass VL-Finanzierungen häufig von Darlehensgebern aus dem anglo-amerikanischen Raum kommen und das englische bzw. US-Recht in bestimmten Punkten (z.B. Zinseszins, Gebühren) flexibler ist, wird die Dokumentation bisweilen bei VL in der Weise strukturiert, dass der Darlehensvertrag bzw. etwaige Fee Letters englischem oder US-Recht unterliegen. Die Vereinbarungen zu Sicherheiten bzw. Bezugsrechten zur Umsetzung eines etwaigen *Equity Kicker* unterliegen dann dem deutschen (bzw. anderem lokalem Recht), je nach dem, in welcher Jurisdiktion das Unternehmen seinen Sitz hat bzw. wo die Sicherheiten belegen sind.

IV. Customary Terms and Conditions and Drafting Tips

The chapters below provide a brief overview of certain terms and conditions customary for VL. In this publication, we focus on VL rather than bonds or mezzanine structures and refer to the terminology typically used in loan agreements. While banks and foreign funds usually prefer loan structures, in particular German VL funds sometimes rely on private placement bonds for regulatory purposes. However, the typical bond documentation does not significantly differ from a loan documentation when it comes to the material terms of a VL financing.

1. DOCUMENTATION

- VL financing documentation is complex. The level of standardization is lower in the German market compared to the U.S.
- While the loan agreement and certain ancillary agreements (in particular fee letters) are often governed by U.S. or English law, agreements relating to the security package and the equity kicker typically follow German law.



Whilst the loan agreement is the key document in every VL-financing, the individual suite of documents can differ. However, it often comprises (various) fee letters, security documents, (internal) authorizations and director certificates.

In Germany, no standard documentation for VL has evolved yet, although at least part of the documentation is often based on established standards for loan agreements (e.g., the LMA standards). In the U.S., with its more mature VL markets, more standardized VL products are available.

Given that many VL financings are provided by Anglo-Saxon lenders and that English and U.S. law tends to be more flexible when it comes to certain elements such as fees and compound interest, it is not uncommon that the loan agreement and/or the fee letters are governed by English or U.S. law while the security package and the option agreements for the equity kicker are governed by German or other local law depending on the jurisdiction of the borrower and/or the applicable jurisdiction for the collateral.



2. DARLEHENSUMME UND AUSZAHLUNG

- VL Finanzierungen beinhalten oft ein Laufzeitdarlehen und eine Betriebsmittelkreditlinie.
- Die Darlehensvaluta liegt bei (frühphasigeren) Kreditnehmern i.d.R. bei 25-50% der letzten Eigenkapitalrunde.



VL-Kredite kombinieren – wie auch gewöhnliche Darlehen – oft ein Laufzeitdarlehen mit einer Betriebsmittellinie.

- Der Kredit kann innerhalb einer bestimmten Periode (oft 6-12 Monate) gezogen werden. Es ist nicht ungewöhnlich, dass während der ersten 6-18 Monate lediglich Zinsen zu zahlen sind.
- Als Faustregel gilt, dass für Start-ups in frühen Phasen der Kreditbetrag tendenziell in einer Größenordnung von 25-50% des bei der letzten Eigenkapitalfinanzierungsrunde aufgenommenen Betrages liegt, während bei Start-ups in späteren Phasen die Cash Flows und (in geringerem Maße) der Wert potentieller Sicherheiten mehr Einfluss haben. Die Silicon Valley Bank nennt beispielsweise in ihrem aktuellen Pitchbook für Deutschland einen Zielkreditbetrag von bis zu ca. 9 Mio. Euros (8 Mio. Pfund) und sieht die Möglichkeit einer Syndizierung bei größeren Transaktionen vor. Der Verschuldungsgrad des Darlehensnehmers soll bei weniger als 35% liegen, um eine vorzeitige zu starke Verschuldung zu vermeiden.
- Der Darlehensbetrag wird häufig in Tranchen aufgeteilt, wobei die Auszahlung der nachfolgenden Tranchen an das Erreichen bestimmter Meilensteine, wie z.B. bestimmter jährlich wiederkehrender Umsatzziele, gebunden ist. Solche Tranchen reduzieren das Risiko des Kreditgebers, indem sie die nächste Auszahlung von der Entwicklung des Unternehmens abhängig machen.
- Bei der Betriebsmittelkreditlinie handelt es sich um eine revolvingende Kreditlinie, deren Nutzung für eine bestimmte Gesamtdauer zugesagt ist. Unter dieser Linie können – es sei denn die Voraussetzungen eines Ziehungsstopps liegen vor – wiederholt Ziehungen in flexibler Höhe (und Rückführungen) vorgenommen werden.
- Bisweilen werden die Betriebsmittelkreditlinie und das Laufzeitdarlehen auch von unterschiedlichen Darlehensgebern bereitgestellt, da manche VL-Investoren keine Möglichkeit haben, Betriebsmittelkredite auszugeben (wir sehen solche "gesplitteten" Transaktionen z.B. nicht selten im englischen Markt).

2. LOAN AMOUNT AND UTILIZATION

- VL financings often combine a term loan and a revolving working capital line.
- For (early stage) borrowers the loan amount typically corresponds to 25-50% of the last financing round.



VL facilities often combine—like common debt financings—a term loan with a revolving working capital line.

- The loan can be drawn within a certain period (often 6-12 months) from signing. It is not uncommon that the first 6-18 months are an interest only period.
- As a rule of thumb, start-ups in early phases can borrow approximately up to 25-50% of the amount raised in the last equity financing. The debt capacity of start-ups in later stages is calculated on the basis of the cash flows and (to a lesser extent) the asset base. For example, in its current pitchbook for Germany, Silicon Valley Bank states a target loan amount of up to approx. EUR 9 million (GBP 8 million) with an ability to syndicate larger transactions and a typical debt/equity ratio of less than 35% to avoid a premature overleveraging.
- Often enough, the loan is not paid out in full at once, but in sequences. Upon the achievement of certain milestones, e.g., certain annual recurring revenue targets, a further portion (a so-called “tranche”) will be disbursed. Such tranching reduces the risk of the lender by making an extension contingent on the success of the company.
- The working capital line is a revolving facility that can be drawn and repaid multiple times.
- Sometimes, the working capital line and the term loan are provided by different lenders as a number of VL lenders do not have the capability to provide a working capital line (for example, this is the case in a number of UK deals we see).

3. ZINS UND WEITERE GEBÜHREN

- VL-Kreditgeber erwarten üblicherweise Renditen zwischen 10% und 25% p.a. bestehend aus Zinsen, verschiedenen Gebühren und Entgelten und häufig einem *Equity Kicker*.



3.1 Zinssatz

Abhängig von einer Vielzahl von Faktoren, insbesondere dem spezifischen Risikoprofil des Kreditnehmers, liegen die Zinssätze bei VL in der Regel zwischen 8% und 15% p.a., können aber in einigen Fällen auch bis zu 20% p.a. betragen.

Bei der konkreten Zinsgestaltung gibt es zahlreiche Varianten. Während einige Darlehen über die gesamte Laufzeit feste Zinssätze haben, haben andere einen variablen Zinssatz der sich aus einer

Marge und einen Referenzzinssatz (oftmals EURIBOR), der sich im Laufe der Zeit ändern kann, zusammensetzt. Häufig vereinbaren die Parteien hierbei auch einen bestimmten Mindestzinssatz ("floor"). Eine weitere Spielart ist eine variable Marge (über einem Referenzzinssatz) der von der (finanziellen) Performance des Kreditnehmers abhängt (sog. Margen-Gitter ("*margin grid*").

Zudem sehen die meisten VL-Darlehensverträge sehr hohe Verzugszinsen vor. Im Falle der verspäteten Zahlung steigt dann die übliche Verzinsung des Darlehens deutlich und bisweilen (jedenfalls wenn der Vertrag nicht deutschem Recht unterliegt) werden auch Zinseszinsen fällig. Hinzu kann eine Verzugsgebühr kommen, die anfällt, wenn der Darlehensnehmer nicht innerhalb einer bestimmten Periode nach dem eigentlichen Fälligkeitsdatum Zahlung leistet.

3.2 Kosten, Gebühren und Entgelte

Kreditgeber sind kreativ, wenn es um die Erhebung von Gebühren geht. Die nachfolgende Liste fasst zwar die gebräuchlichsten Regelungen zu Gebühren und Kosten zusammen, ist aber nicht notwendigerweise vollständig. Obwohl weniger häufig als die nachfolgend beschriebenen Gebühren, sind wir z.B. auch schon auf "jährliche Prüfungsgebühren" (fester Betrag, der an jedem Jahrestag des Abschlusses der

Finanzierung zu zahlen ist) oder Gebühren für Vor-Ort-Inspektionen von Sicherheiten gestoßen. Für den Fall von Kündigungs- und Restrukturierungsszenarien ist zusätzlich zu beachten, dass in solchen Situation die Kosten der Berater des Darlehensgebers sowie sog. "waiver / amendment fees" und weitere ähnliche Gebühren vom Darlehensnehmer zu tragen sind.

Wirksame Vereinbarung von Gebühren bei Kreditfinanzierungen

Aufgrund einer Entscheidung des BGH, laut der als AGB vereinbarte Bearbeitungsgebühren in den meisten Fällen unwirksam sind (auch im Rechtverkehr zwischen Unternehmen), ist in der letzten Zeit vermehrt eine Diskussion über die konkrete Ausgestaltung und Dokumentation von Gebühren aufgekommen. Mittlerweile hat die Praxis hier jedoch verschiedene Lösungsansätze entwickelt, um den Anforderungen der Rechtsprechung gerecht zu werden, so dass die Diskussion in der Zwischenzeit wieder abgeflacht ist. Diese betrifft zudem primär rein deutsche Sachverhalte, da im internationalen Kontext für entsprechende Entgeltabreden üblicherweise auf ausländisches Recht zurückgegriffen wird.



3. INTEREST RATE AND OTHER CHARGES

- VL lenders usually expect yields between 10% and 25% p.a. comprising interest, various fees, and frequently an equity kicker.



3.1 Interest Rate

Depending on a variety of factors, most notably the borrower's specific risk profile, interest rates for VL usually range from 8% to 15% p.a. but can in some cases also be as high as 20% p.a.

Various concepts for the calculation of interest exist: While some loans have fixed interest rates over the entire term of the loan, others have

a variable interest rate calculated as a certain margin over a reference interest rate (often EURIBOR) that fluctuates over time. In such cases, the parties often also agree on a certain minimum rate (floor). Sometimes they agree on a variable margin (over a reference interest rate) that depends on the (financial) performance of the borrower (so-called margin grid).

In addition, most VL include rather punitive default interest that increases the normal rate of interest which may also compound (unless the loan agreement is governed by German law). In the case of payment defaults, there are often also a default fee that accrues if the amount due is not paid within a certain defined period of its due date.

3.2 Fees and Expenses

Lenders are creative when it comes to fees and expenses and the list set forth below only summarizes the most common provisions but is not exhaustive. Though less common than the fees described below, we have come across, for

example, "annual review fees" (fixed amount payable on each anniversary of the closing of the financing) and fees for field inspections of collateral. Also keep in mind that in special situations, such as a default or a restructuring,

further costs (e.g., lenders' legal counsel fees) as well as waiver, amendment and other similar fees will have to be borne by the borrower.

Legally Binding Fee Arrangements Under German Law

The structuring and documentation of fees in relation to debt financings became a hot topic after a ruling of the Federal Court of Justice (*Bundesgerichtshof*) which held that fee arrangements set forth in the lender's general terms and conditions are mostly invalid (even in B2B relationships). However, the market has found solutions to address this problem. Therefore, this discussion has recently subsided. In addition, this issue primarily comes up in "pure" German deals while in cross-border transactions fee arrangements are usually subject to laws other than German law.



Dokumentationsentgelt und

Rechtsberatungskosten: Die Kreditgeber verlangen oftmals ein Bearbeitungsentgelt (manchmal auch als "*Due Diligence-Gebühr*" bezeichnet). Das Bearbeitungsentgelt wird als Einmalzahlung fällig, sobald ein Term Sheet unterzeichnet wurde. Diese Gebühr ist grundsätzlich nicht erstattungsfähig und soll die Kosten des Kreditgebers für seine Due Diligence und sonstige Ausgaben decken. Ein etwaig verbleibender Restbetrag wird regelmäßig auf die Abschlussgebühr (dazu unten) angerechnet.

Darüber hinaus wird vom Kreditnehmer erwartet, angemessene Kosten für Rechtsberater zu übernehmen, die dem Kreditgeber bei der Vorbereitung und Verhandlung der Vertragsdokumentation entstehen.

Der potenzielle Kreditnehmer kann jedoch verlangen, dass, wenn die Kreditgewährung letztendlich nicht vom Investitionsgremium des Kreditgebers genehmigt wird, das Bearbeitungsentgelt zurückerstattet wird (möglicherweise abzüglich der tatsächlichen beim Kreditgeber entstandenen Rechtsberatungskosten).

Wenn möglich, sollte ein Unternehmen, das ein VL-Kredit aufnehmen möchte, versuchen, eine Obergrenze für diese Kosten zu vereinbaren. Im Gegensatz zu klassischen Bankkrediten oder M&A-Akquisitionskrediten, für die es oft eine Standarddokumentation gibt, sind VL-Vereinbarungen allerdings individueller und insbesondere die bereits im US-amerikanischen Markt genutzten Vorlagen erfordern eine Reihe von Anpassungen, um für einen deutschen

Kreditnehmer nutzbar zu sein. Vor diesem Hintergrund werden Kreditgeber einer Begrenzung ihres Kostenerstattungsanspruchs regelmäßig zurückhaltend gegenüberstehen.

Abschlussgebühr: Die Kreditgeber verlangen oft eine Abschlussgebühr, die manchmal auch als "*Bereitstellungsgebühr*" oder "*Einrichtungsgebühr*" bezeichnet wird. In der Regel liegt diese zwischen 0,5 und 1,0% des Nominalbetrages des Kredits.

Bereitstellungsentgelt: Für die Bereitstellung von zugesagten aber nicht abgerufenen Mitteln in der Ziehungsperiode ist an den Kreditgeber in der Regel ein Bereitstellungsentgelt zu bezahlen, welches das Vorhalten des Kapitals bis zum Abruf (und der damit einsetzenden Verzinsung) vergüten soll.

Vorfälligkeitsentschädigung: Kreditgeber erlauben dem Darlehensnehmer häufig eine vorzeitige Tilgung, verlangen im Gegenzug aber in der Regel eine Vorfälligkeitsentschädigung. Die Vorfälligkeitsentschädigung soll den Darlehensgeber für die entgangenen Zinsen entschädigen (deren Berechnung erfolgt dann z.B. unter Berücksichtigung eines Discounts von 3-5% auf den vereinbarten Zinssatz).

Teilweise werden zu der eigentlichen Vorfälligkeitsentschädigung weitere (pauschale) Vorfälligkeitszahlungen vereinbart, die im Laufe der Zeit sinken können, z.B. 2% Zusatzvorfälligkeitsentschädigung auf den vorfällig zurückgeführten Betrag, wenn die Rückführung im ersten Jahr nach Auszahlung des Darlehens erfolgt, 1% wenn sie

ein Jahr danach erfolgt und keine zusätzliche Entschädigung, wenn die Rückzahlung im dritten Jahr stattfindet.

Das deutsche Recht erlaubt nur eingeschränkt Vorfälligkeitsentschädigungen im Falle eines variablen Zinssatzes, um die (rechtlich bestehenden) Kündigungsmöglichkeiten bei einer Zinsanpassung nicht auszuhöhlen. Andererseits sind auch bei Festzinsdarlehen bspw. die gestaffelten "Exit"-Vergütungen AGB-rechtlich nicht unproblematisch. Kreditgeber weichen daher (teilweise) ins Englische oder US-amerikanische Recht aus. Alternativ wird teilweise dann doch eine Schuldverschreibung genutzt, um das gewünschte wirtschaftliche Resultat zu erreichen. Allerdings bleiben auch hier gewisse Risiken, dass die Vorschriften für Darlehen u.U. auch auf Schuldverschreibungen entsprechend anwendbar sind.

Venture Kicker: Manchmal verlangen Kreditgeber einen *Venture Kicker* oder eine Erfolgsgebühr, normalerweise anstelle eines *Equity Kickers* (wie unten beschrieben). Einfach ausgedrückt berechtigt ein *Venture-Kicker* den Kreditgeber zu einer einmaligen Zahlung am Ende der Laufzeit des *Venture-Darlehens*, sofern der Kreditnehmer bis dahin bestimmte Meilensteine erreicht hat, z.B. eine bestimmte Mindestumsatzgrenze. *Venture Kicker* können bis zu 20+% des Kreditbetrages betragen.

Origination Fee and Legal

Expenses: Lenders may ask for an origination fee (sometimes also referred to as "due diligence charge") as a one-time upfront payment once a term sheet has been signed. This fee is in principle non-refundable and shall cover lender's due diligence costs and other expenses with the remainder being credited against the closing fee.

In addition, the borrower will be requested to cover reasonable legal fees and expenses incurred by the lender in the preparation and negotiation of the documentation of the loan.

However, the potential borrower may request that, if the credit loan is ultimately not approved by lender's investment committee, the origination fee shall be refunded (potentially minus actual legal costs incurred by the lender).

If possible, a company seeking a VL loan should request a cap for such costs and expenses. However, unlike traditional bank loans or M&A acquisition loans for which established standard documentation exists, VL agreements are often more tailor-made, especially the U.S. market precedents will require quite a bit of adjustment for German borrowers. Against this background, lenders will usually be rather reluctant to agree to a cap on their claims for cost reimbursement.

Closing Fee: Lenders often request a closing fee, sometimes also referred to as "commitment charge" or "facility fee", usually an amount between 0.5 and 1.0% of the nominal amount of the loan.

Commitment Fee: A commitment fee will usually be payable for funds made available for drawing but not yet drawn or cancelled.

Prepayment Fee or "Make Whole"

Provisions: Lenders are frequently willing to grant a prepayment option against a prepayment fee or make whole arrangement. The prepayment fee shall compensate the lender for the interest lost, *i.e.*, the interest that the lender would have earned if no prepayment had been made (often reflecting a 3-5% discount on the otherwise applicable interest rate).

Sometimes, we see additional lump sum charges in case of early repayments that might decrease over time, *e.g.*, 2% additional charge on the amount prepaid if the prepayment is made during the first year of the loan, 1% when the prepayment is made during the second year and no additional charges in the third year.

Please note that the possibility to charge prepayment fees for loans with floating interest rates are limited under German law. In addition, even for fixed rate loans structures such as staged exit, related fees can be problematic under German laws if they are stated in the general terms and conditions. Lenders might therefore seek recourse under *e.g.*, English or U.S. law (full or partial choice of law) or might prefer a bond structure (with regard to the latter, there is a residual risk that certain statutory provisions applicable for loans may also be applicable for bonds by way of analogy).

Venture Kicker: Sometimes, lenders request a venture kicker or success fee, usually in lieu of an equity kicker (as described below). Simply put, a venture kicker entitles the lender to a one-time cash payment at the final maturity date of the loan provided that the borrower has achieved certain milestones, *e.g.*, a certain minimum revenue number. Venture kickers can be as high as 20+% of the initial nominal loan amount.



4. EQUITY KICKER

- Equity Kicker erlauben dem Darlehensgeber eine Beteiligung an der zukünftigen Wertsteigerung des Darlehensnehmers.
- Sie kommen als echte Bezugsrechte oder als reine Zahlungsansprüche (virtuelle Equity Kicker) vor.



VL-Geber verlangen i.d.R. eine Beteiligung an der Wertsteigerung des Start-ups, wenn es bei diesem zu einem Exit kommt. Diese sog. Equity Kicker kommen in zwei Spielarten vor:

- Dem Darlehensgeber können Bezugsrechte auf Anteile am Darlehensnehmer – in US VL-Vereinbarungen zumeist als *“warrants”* bezeichnet – eingeräumt werden.
- Alternativ kann dem Darlehensgeber auch für den Fall eines Exits ein Zahlungsanspruch gegen den Darlehensnehmer eingeräumt werden, entweder in einer bestimmten Höhe oder abhängig von dem auf einen *“echten Anteil”* einer bestimmten Klasse von Vorzugsanteilen entfallenden Wertes (*virtueller Equity Kicker*).

Zudem lassen sich VL-Darlehensgeber oftmals das Recht einräumen, einen bestimmten Betrag im Rahmen der nächsten Finanzierungsrunde in den Kreditnehmer zu investieren.

Potenzielle Kreditnehmer sollten hier einen realistischen Ansatz verfolgen. Die VL-Kreditgeber werden ihre Kreditentscheidungen nicht auf der Basis einer potentiellen zukünftigen Wertsteigerung des Kreditnehmers, sondern auf der Grundlage der Rückzahlungsfähigkeit des Kreditnehmers treffen. Equity Kicker sind aber natürlich eine willkommene zusätzliche Ertragskomponente, welche den Kreditgeber für sein überdurchschnittliches Ausfallrisiko entschädigen soll.

Bezugsrechte: Bezugsrechte wirken vereinfacht gesprochen wie Optionen, bei denen der VL-Geber das Recht erhält, zu einem bestimmten Zeitpunkt eine bestimmte Anzahl von Anteilen an dem finanzierten Start-up zu im Vorhinein festgelegten Konditionen zu erwerben, häufig zum Preis und mit den Vorzügen der aktuellen – wenn die VL-Finanzierung im Rahmen einer Finanzierungsrunde quasi als *“Beimischung”* erfolgt – oder letzten Finanzierungsrunde (oder im Falle einer sog. *“Downround”* der nächsten Finanzierungsrunde).

Derartige Bezugsrechte sind ein Standardelement bei US VL-Deals. Das Recht zur Ausübung der Option läuft in der Regel zwischen 7 und 10 Jahre, obwohl die Fristen für Unternehmen in der späteren Phase auch kürzer sein können. Es ist nicht unüblich, dass dem Darlehensgeber so viele Bezugsrechte eingeräumt werden, die ihm eine Beteiligung von ca. 1% am Darlehensnehmer auf einer voll-verwässerten Basis (*fully diluted*) erlauben.

Bei deutschen VL-Transaktionen ist allerdings im Zusammenhang mit der Vereinbarung solcher Bezugsrechte darauf zu achten, dass

- Formvorschriften (notarielle Beurkundung) ggf. zu beachten sind,
- eine Gestaltung, in der Warrants einen IPO *“überleben”* können, sehr schwierig sind, und
- um das Risiko einer Blockade oder Verzögerung durch den Darlehensgeber im Falle eines Exits oder Liquiditätsereignisses zu verringern, der Darlehensnehmer die Wahlmöglichkeit haben sollte, den Equity Kicker in Geld abzufinden.

Seitens des Darlehensgebers sollte wegen des insolvenzrechtlichen Nachrangs von Gesellschafterverbindlichkeiten sowie entsprechenden insolvenzrechtlichen Anfechtungsmöglichkeiten hinsichtlich der Rückzahlung des Darlehens (ein Jahr) und Gewährung von Sicherheiten (10 Jahre) ab einer Beteiligung von 10%, bei der Ausgestaltung des Equity Kickers darauf geachtet werden, dass diese Schwelle nicht überschritten wird.

Zahlungen im Falle eines Exits – Virtueller Equity Kicker: Derartige Regelungen berechtigen den Kreditgeber zu einer einmaligen Barzahlung im Falle eines Exits / Liquiditätsereignisses, insbesondere eines Exits der Altgesellschafter, in der Regel definiert als ein Verkauf von mehr als 50% des Nominalkapitals oder der Vermögenswerte des Kreditnehmers an einen Dritten oder ein Börsengang des Kreditnehmers.

Derartige Zahlungen werden oft als Prozentsatz (0,1-0,25% sind nicht unüblich) des Unternehmenswertes des Kreditnehmers bei einer solchen Exit-Transaktion berechnet.

Es ist letztlich Verhandlungssache, ob der Kreditgeber das Recht auf eine bestimmte Mindestzahlung haben soll, unabhängig vom tatsächlich realisierten Unternehmenswert (*“floor”*).

Der Kreditgeber hat oft das Recht auf eine anteilige Exit-Zahlung, wenn die Gesellschafter des Kreditnehmers eine bestimmte Mindestbeteiligung am Kreditnehmer veräußern, z.B. 25% des Nominalkapitals, die Schwelle für ein Exit-Ereignis aber nicht erreicht wird.

4. EQUITY KICKER

- Equity Kickers allow the lender to participate in future increases in the borrower's value.
- They come in two varieties, *i.e.*, real warrants and exit-related payment claims (virtual equity kicker).



VL providers will usually request some kind of upside potential in case of an exit event at the borrower. Such "upside" is called "equity kicker". In general, such kickers come in two varieties:

- The lender is granted a subscription right for shares in the borrower, so-called "warrants".
- The lender is entitled to either a fixed or a variable payment upon occurrence of an exit event, mirroring the value of a "real share" of a certain share class (virtual equity kicker).

It is also relatively common for VL lenders to request a right to invest, usually a fixed sum, in the next or future rounds of equity raises on the same terms as the other investors.

Potential borrowers should take a realistic view. VL providers will make loan decisions based on a borrower's ability to repay a loan rather than on the basis of a potential future upside. Nevertheless, equity kickers are a welcomed and valuable additional income component compensating the lender for the above average default risks.

Warrants: In simple terms, warrants work like options, in which the venture lender receives the right to acquire a stake in the borrower at a certain point in time, on conditions fixed in advance, (often at the price and with the preferences of the current (equity) financing round—if the VL financing occurs more or less in parallel—or the last financing round (or the next financing round in case of a downround)).

Warrants are a common feature in U.S. VL deals. The right to exercise the warrants usually lasts somewhere between 7 to 10 years although for later stage companies the periods can be shorter. It is not unusual that the lender can buy shares reflecting up to 1% of the share capital of the borrower on a fully-diluted basis.

When drafting warrant agreements for VL transactions in Germany, the following should be noted:

- form requirements (in particular notarization) may need to be observed,
- it is very difficult to structure warrants in a way that they would "survive" an IPO of the borrower, and
- to reduce any nuisance value of the lender in case of an exit or liquidity event, the borrower should have the option to settle the warrants in cash rather than by giving shares to the lender.

According to German law, claims of a shareholder (who holds more than 10% in the company) are subordinated. In addition, an insolvency administrator may challenge payments (one year) or the granting of collateral (10 years)

by the company. The equity kicker should be structured ensuring that the lender does not exceed this threshold in any scenario.

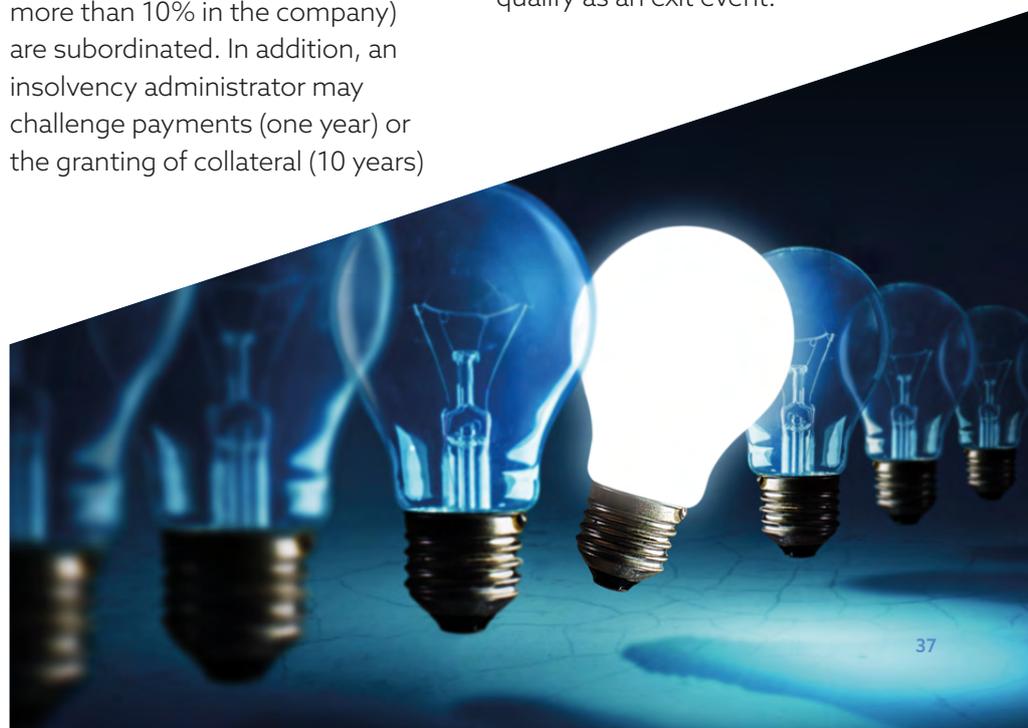
Exit Payments—Virtual Equity

Kicker: A virtual equity kicker entitles the lender to a one-time cash payment in case of an exit / liquidity event. Exit is usually defined as a disposal of more than 50% of the share capital or the assets of the borrower to a third party, or an IPO of the borrower.

Such exit payments are often calculated as a certain percentage (frequently 0.1-0.25%) of the borrower's enterprise value in such exit transaction.

Sometimes, a minimum payment in case of an exit irrespective of the actual exit proceeds is agreed. (floor).

In addition, the lender often has a right to a partial exit payment if a certain minimum number of shares, *e.g.*, 25% of the entire share capital of the borrower, is disposed of, although such disposal does not qualify as an exit event.



5. GARANTIEN

- Darlehensverträge enthalten oft mehr oder weniger umfangreiche Garantiekataloge.
- Die Garantien sind i.d.R. bei der Ziehung weiterer Tranchen zu wiederholen.
- Garantieverstöße können den Darlehensgeber zur vorzeitigen Kündigung berechtigen.



Aufgrund der Tatsache, dass ein Darlehensgeber nur eingeschränkt Einblick in das Unternehmen des Darlehensnehmers hat und stets ein Informationsgefälle zwischen den Parteien besteht, lassen sich Darlehensgeber bestimmte Zustände bzw. Tatsachen vom Darlehensnehmer zusichern. Dazu gehören bspw.

- die wirksame Gründung und das (Fort-) Bestehen des Darlehensnehmers,
- die wirksame Vertretung der Gesellschaft und das Vorliegen aller erforderlichen internen Genehmigungen für die Transaktion,
- die Wirksamkeit und Durchsetzbarkeit der bestellten Sicherheiten, sowie
- das Vorliegen aller für den Geschäftsbetrieb erforderlichen Genehmigungen.

Darüber hinaus gibt es oftmals noch weitere Zusicherungen, die sich nach dem jeweiligen Einzelfall richten (z.B. für IP und bestimmte relevante Verträge).

Die Zusicherungen werden zum Vertragsabschluss abgegeben; sind aber von Zeit zu Zeit zu wiederholen, z.B. bei Abruf weiterer Tranchen.

Ist eine Zusicherung unrichtig, so kann dies einen Kündigungsgrund zur Folge haben und zu einer vorzeitigen Rückforderung des Darlehens führen. Ein Darlehensnehmer ist also gut beraten, nur das zuzusichern, was auch tatsächlich zutrifft.

5. REPRESENTATIONS

- Loan agreements usually feature more or less comprehensive catalogues of representations and warranties.
- Such representations and warranties have to be repeated with every draw down of a further tranche of the loan.
- A breach may entitle the lender to accelerate the loan.



A lender can only perform a limited due diligence with regard to the borrower and primarily has to rely on the information provided by the borrower. Therefore, lenders request that the borrower represents and warrants certain facts or circumstances which are important for the lending decision of the lender. Such representations often include that:

- the company exists and is in good standing;
- the person acting for the company has the power and authority to do so;
- the provided security is valid and binding and can be enforced; and
- the start-up has all authorizations and permits to conduct its business;

and often many more, depending on the business and specific situation of the start-up, including

for example regarding IP and material agreements.

The representations are made as of signing of the loan agreement. However, the borrower has to repeat them from time-to-time during the term of the agreement, e.g., when drawing a further tranche of the loan.

If a representation is incorrect or misleading, this can result in an event of default and respective acceleration of the loan. Against this background, the borrower should give, after due and careful inquiry, only such representations which are true and correct.

6. FINANZKENNZAHLEN

- Der Darlehensvertrag kann dem Darlehensnehmer die Einhaltung bestimmter Finanzkennzahlen vorgeben (Financial Covenants).
- Bei der Vereinbarung solcher Zusagen ist besondere Sorgfalt geboten. So passen z.B. bestimmte aus traditionellen Bankfinanzierungen bekannte Kennzahlen, die auf das EBITDA des Darlehensnehmers abstellen, oftmals aufgrund der Volatilität in der Entwicklung des Kreditnehmers nicht ohne weiteres.



VL-Vereinbarungen können vorsehen, dass der Darlehensnehmer bestimmte Finanzkennzahlen einzuhalten hat. Derartige Vorgaben werden i.d.R. als "Financial Covenants" bezeichnet. Financial Covenants dienen als eine Art Frühwarnsystem für Darlehensnehmer und -geber. Durch die regelmäßige Berechnung und Überwachung bestimmter Kennzahlen (entweder absolut oder in Relation zu einer bestimmten anderen Größe) erhalten beide Seiten regelmäßig Informationen über die Leistungsfähigkeit des Kreditnehmers, aber eben auch eine "Warnung" im Falle negativer Veränderungen.

Während bei klassischen Bankfinanzierungen man in jüngerer Zeit einen Trend zu Verträgen mit weniger oder lockeren Financial Covenants beobachten konnte, enthalten VL-Darlehen trotz ihres höheren Risikoprofils oft keine der traditionellen Financial Covenants. Angesichts der Finanzierungsstruktur der meisten Start-ups sind traditionelle Financial Covenants, von welchen manche unten dargestellt sind, u.U. nicht geeignet, dem Kreditgeber ein aussagekräftiges Bild des Kreditnehmers zu liefern, oder drohen dem Unternehmen die notwendige Flexibilität bei der Geschäftsentwicklung zu nehmen. VL-Kreditgeber gehen daher oft dazu über, maßgeschneiderte Finanzkennzahlen vorzusehen, die keine festen Quotienten für bestimmte Kennzahlen bestimmen,

sondern eher mit Schwellenwerten arbeiten oder einen sog. "Basket" vorsehen.

Verschuldensbegrenzung / Zulassung eines bestimmten Verschuldungsgrades: Wie oben bereits dargestellt, schränkt diese Regelung den Kreditnehmer bei der Aufnahme zusätzlicher Fremdfinanzierung ein oder begrenzt die maximal zulässige Verschuldung des Kreditnehmers. Solche Einschränkungen gelten in der Regel unabhängig davon, ob die neuen Kredite gegenüber dem VL-Kredit nachrangig sind oder nicht.

EBITDA bezogene Zusagen: Im Gegensatz dazu sind EBITDA-bezogene Kennzahlen, die für Darlehensverträge etablierter Unternehmen üblich sind, für Start-ups, die ein negatives oder zumindest sehr volatiles EBITDA noch auf absehbare Zeit aufweisen werden, oft problematisch. Zu diesen potenziell problematischen Kennzahlen gehören:

- Verschuldungsgrad ("*Leverage Ratio*") – das Verhältnis zwischen Gesamtverschuldung und EBITDA,
- Schuldendienstdeckungsgrad ("*Debt Service Cover Ratio*") – das Verhältnis zwischen EBITDA-bezogenen Cash Flows vor Schuldendienst und den gesamten Schuldendienstverpflichtungen, oder
- Zinsdeckungsgrad ("*Interest Cover Ratio*") – das Verhältnis zwischen EBITDA und Nettozinsaufwand.

In diesem Zusammenhang ist es wichtig zu erwähnen, dass die Kennzahl EBITDA je nach Rechnungslegungsgrundsätzen sowie Interessen der Parteien ausgestaltet werden kann und sich in jedem Fall eine saubere, auf den Einzelfall angepasste Definition im Vertragswerk empfiehlt. Zudem bestehen Darlehensgeber normalerweise darauf, dass außergewöhnliche Ereignisse/ Einmalereignisse aus dem EBITDA herauszurechnen sind. Diese Umstände sind bei der Vereinbarung der für die Einhaltung der Financial Covenants maßgeblichen Quotienten zu beachten.

Mindestumsatz und Verlustobergrenzen: Häufiger enthalten VL-Finanzierungen Zusicherungen, die den Kreditnehmer verpflichten (zumindest innerhalb eines bestimmten Zeitraums) einen bestimmten Mindestumsatz zu erzielen. Andere Zusicherungen setzen eine Obergrenze für den Jahresverlust, den das Start-Up innerhalb eines Geschäftsjahres erleiden kann.

6. FINANCIAL COVENANTS

- VL agreements may provide for certain financial covenants that need to be met by the borrower.
- When agreeing on such financial covenants, the parties should be particularly careful. For example, certain financial covenants relating to borrower's EBITDA that are common in traditional bank loans may not work for a start-up given the volatility of its development.



VL agreements can also contain certain financial covenants. Such financial covenants have been established as a kind of early warning system for both, the lender and the borrower. By regularly calculating and monitoring certain financial key indicators and/or ratios, both sides get regular information on the performance of the borrower but also an early “warning” in case of any adverse change in the financial condition of the borrower.

Even in traditional bank financings, a trend towards *covenant light* and *covenant loose* (no or fewer financial covenants) deals could be noticed and VL—despite their higher risk profile—often do not contain traditional financial covenants either. Given the financial set-up of most start-ups, traditional financial covenants, some of which are described below, might not be appropriate to provide a meaningful tool for the lender to assess the success of a start-up. Granting the company the necessary flexibility to build its business may be a better approach. Therefore, lenders tend to stipulate more tailored financial covenants which do not include a ratio but rather certain thresholds or baskets.

Restrictions on Indebtedness / Debt Leverage to Equity (Leverage Ratio):

The borrower is restricted in obtaining additional debt, or has limits for the maximum amount of debt that the borrower may obtain and have outstanding. Such restrictions usually apply irrespective of whether or not the new loans rank junior to the VL loan or not.

EBITDA Covenants: EBITDA-related ratios that are typical for e.g., LBO-financings are often problematic for start-ups with negative or volatile EBITDA for the foreseeable future. Typical EBITDA covenants include:

- Leverage Ratio—the relationship between total debt and EBITDA,
- Debt Service Cover Ratio—the relationship between EBITDA-related cash flows before debt service and total debt service obligations, and
- Interest Cover Ratio—the relationship between EBITDA and net interest expenses.

It is important to note that the term “EBITDA” not only depends on the relevant GAAP but is negotiated between the parties in detail. In addition, the lender will usually insist that for example one-off events will be normalized, *i.e.*, not taken into account when calculating the actual EBITDA. These aspects should be considered when determining the respective ratios for the financial covenants.

Minimum Revenue and Maximum Losses:

More common in VL financings are covenants that require the borrower to achieve a certain revenue. Other covenants set a cap on the annual loss that the start-up may incur within a fiscal year.

7. INFORMATIONS- UND KONTROLLRECHTE

- Darlehensgeber lassen sich oft weitgehende Informationsrechte einräumen.
- Zur Vermeidung bestimmter rechtlicher Risiken, wird der Darlehensgeber aber darauf achten, in keine Gesellschafterähnliche Stellung zu gelangen.



In der Regel werden VL-Kreditgeber Monats- und/oder Quartalsabschlüsse, Gewinn und Verlust-Rechnungen, Cash-Flow-Rechnungen, bestimmte operative Kennzahlen und Kopien der (geprüften) Jahresabschlüsse des Kreditnehmers verlangen. Häufig werden sie auch Kopien der Unterlagen und Materialien

anfordern, die dem Beirat des Kreditnehmers oder dessen Gesellschaftern mit Vorzugsrechten, d.h. den bestehenden VC-Investoren, zur Verfügung gestellt werden. Möglich ist auch, dass dem Darlehensgeber das Recht eingeräumt wird, einen Beobachter in den Beirat des Kreditnehmers zu entsenden.

Im Rahmen der Informations- und Kontrollrechte (sowie Vereinbarung von Financial Covenants) wird der Kreditgeber jedoch streng darauf achten, nicht in eine gesellschafterähnliche Stellung zu "rutschen", um die damit einhergehenden Nachteile und Anfechtungsrisiken, bspw. im Falle einer Insolvenz, zu vermeiden.

8. WEITERE VERHALTENSPFLICHTEN

Der VL-Vertrag kann, abhängig von der tatsächlichen Situation (Zweck des Darlehens, Entwicklungsstand des Start-ups, Branche usw.), eine Reihe weiterer (Verhaltens-) Verpflichtungen enthalten.

Solche Verpflichtungen sollten immer auf den konkreten Fall zugeschnitten werden. Zu den üblichen Verpflichtungen gehören die Einhaltung von Gesetzen und

wesentlichen Vereinbarungen sowie der Schutz von Rechten des geistigen Eigentums, da sie oft den wichtigsten Vermögenswert des Kreditnehmers darstellen.

9. AUSZAHLUNGSVORAUSSETZUNGEN

Wie im Rahmen von gewöhnlichen Finanzierungen, sehen auch Verträge für VL bestimmte Auszahlungsvoraussetzungen für die Auskehrung des Darlehensmittel vor. So sind z.B. die

Sicherheitenverträge abzuschließen und es dem Darlehensgeber bspw. nachzuweisen, dass alle notwendigen internen Beschlüsse der Gesellschaftsorgane über die entsprechende Transaktion gefasst

worden sind. Zusätzlich ist meistens von der Geschäftsführung in einem sog. "Directors' Certificate" zu versichern, dass die Dokumente der Gesellschaft dem aktuellen Stand entsprechen, sowie richtig und wirksam sind.

10. SICHERHEITENPAKET

- Während Sicherheiten der Gesellschafter des Darlehensnehmers höchst unüblich sind und darüber hinaus bei eher kleinvolumigen Darlehen in der Frühphase auch auf von der Gesellschaft beizubringende Sicherheiten oft verzichtet wird, sind bei größeren Darlehen Sicherheiten nicht unüblich.
- Wenn Sicherheiten gewährt werden, werden i.d.R. separate Vereinbarungen für jede Klasse von zu besichernden Vermögenswerten abgeschlossen.



Eine klare Linie der VL-Investoren, ob und wann VL-Darlehen besichert oder unbesichert zu gewähren sind, ist bisher nicht recht erkennbar. Während Sicherheiten durch die Gesellschafter des Start-ups in aller Regel generell keine Option sind, verzichten manche

Darlehensgeber – jedenfalls bei relativ kleinvolumigen Darlehen in der Frühphase – auch auf vom Darlehensnehmer beizubringende Sicherheiten. Wie bereits dargelegt, sind für diese Darlehensgeber die Zusammensetzung des Cap Table und die Wahrscheinlichkeit

einer Anschlussfinanzierung und ggf. die zahlungsmittelbezogenen Kennzahlen des Darlehensnehmers wichtiger. Andererseits, je höher das Darlehen und je weiter das Unternehmen in seiner Entwicklung, desto wahrscheinlicher ist es, dass Sicherheiten bereitgestellt werden müssen.

7. INFORMATION AND MONITORING RIGHTS

- Lenders typically require rather comprehensive information rights.
- To avoid certain legal risks, they will, however, be keen to avoid the appearance of being “shareholder-like”.



Usually, VL providers will ask for monthly and/or quarterly financial statements, P&L calculations, cash flow calculations, certain operating metrics and copies of the annual (audited, if applicable) financial statements of the borrower. They will frequently also request copies of any information and materials

provided to the borrower’s advisory board and the holders of preferred shares, *i.e.*, existing VC investors. They might even get an observer seat on the advisory board of the borrower.

When negotiating information and monitoring rights (as well as

financial covenants), the lender will need to avoid getting into a (quasi-) shareholder position in order to avoid the negative consequences and risks of such a position, *e.g.*, in case of an insolvency of the borrower.

8. OTHER UNDERTAKINGS

Depending on the actual situation (purpose of the loan, state of the start-up, sector etc.) the loan agreement might contain a number of further covenants and

undertakings. Such covenants should always be tailored to the specific case at hand. Usual covenants include, amongst others, compliance with laws and material

agreements or the protection of IP rights, as they are often the key assets of the start-up.

9. CONDITIONS OF UTILIZATION

Like in other financings, also in a VL financing certain conditions precedents have to be fulfilled before the loan is paid out. The borrower has, for example, to enter

into the security documents and to provide the lender with evidence that all corporate authorizations have been granted. Additionally, the managing directors of the borrower

have to give certain certifications and provide the latest information on the company.

10. COLLATERAL / SECURITY PACKAGE

- While collateral granting from the shareholders are highly unusual for VL, and many smaller loans to start-ups in the earlier phase are even granted without any collateral from the borrower at all, larger loans frequently feature a comprehensive security package from the borrower.
- If the lender insists on collaterals, for German VL financings the security package will usually comprise individual agreements for each class of relevant assets.



There is no clear guideline on whether or not VL are to be secured. While collateral provided by the start-up’s shareholders is generally not an option, some VL lenders—at least in the case of relatively small loans in the early phases of the borrower—do not request

any security to be provided by the borrower. As already shown, the composition of the cap table and the probability of follow-up VC financing and, as the case may be, the cash-related ratios are more important for such lenders. On the

other hand, the higher the stake is and the more advanced the start-up is on its growth trajectory, the more likely it is that security has to be provided by the company.

Christian Hoppe, Managing Director der Silicon Valley Bank fasste dies anlässlich des Markteintritts des Instituts in Deutschland wie folgt zusammen: *"Auf Kreditsicherheiten verzichten wir mehr oder weniger – zumindest bei den jungen Firmen. Denn Unternehmen in der Phase haben oft nur Rechte aus geistigem Eigentum und dann noch ein paar Laptops. Wenn eine Firma die Series A-Runde abgeschlossen hat, ist das zwar keine Kreditsicherheit, aber es erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass Investoren auch eine weitere Finanzierung mitmachen – also mithelfen, damit eine Firma überlebt. Mit VL finanzieren wir dann 10 bis 30 Prozent der letzten Finanzierungsrunde. Außerdem gibt es Leistungskennzahlen, anhand derer wir uns ein Risikobild machen können. Dazu gehören die Kosten für Kundengewinnung, der Wert eines Kunden für das Unternehmen über die gesamte Zeit seiner Kundschaft und die Abwanderungsrate der bestehenden Kunden."*

Zu beachten ist, dass eine etwaige Sicherheitenbestellung sich insoweit positiv für den Darlehensnehmer auswirken kann, als dadurch der Darlehensgeber bereit sein könnte, wegen des geringeren Risikos den Zins für das Darlehen zu senken.

Die meisten VL-Kreditgeber in den USA verfügen über umfassende und erstrangige Sicherungsrechte an allen oder einem Großteil der gegenwärtigen und zukünftigen Vermögenswerte des Kreditnehmers (bisweilen allerdings exklusive des geistigen Eigentums, für das aber eine Zusicherung verlangt wird, dass Dritten keine Sicherheiten eingeräumt wird (sog. "negative pledge"). Dies wird in der Regel direkt im Kreditvertrag geregelt.

In Deutschland ist dies anders:

Sicherheiten werden in Deutschland nicht in einem einzigen Dokument bestellt; vielmehr werden separate Vereinbarungen für jede Klasse von Vermögensgegenständen abgeschlossen. Folgende Vermögensgegenstände sind in der Regel bei einem Start-Up relevant:

- (Bank) Konten;
- Forderungen;
- Rechte des geistigen Eigentums;
- an Tochtergesellschaften gehaltenen Anteile; sowie
- sofern relevant, bewegliches Anlagevermögen (z.B. Vorräte).

Je nachdem um welche Art von Vermögenswert es sich handelt, werden die Sicherheiten z.B. durch Verpfändung oder Abtretung gewährt. In den meisten Fällen ist die Stellung der Sicherheit konzeptionell relativ einfach. Der Teufel steckt jedoch im Detail. Insbesondere die Gewährung von Sicherheiten über bewegliche Sachen kann erhebliche Ressourcen für einen längeren

Zeitraum binden. Zumindest in Deutschland gibt es für Sicherheiten an den oben beschriebenen Vermögensgegenständen kein zentrales Register. Diese werden vielmehr meist überhaupt nicht registriert.

Neben der Sicherheit durch das Start-up könnte ein Kreditgeber auch die Sicherheit über das Start-up in Betracht ziehen. Im Gegensatz zu gewöhnlichen Finanzierungen sind Anteilsverpfändungen durch die Gesellschafter des Start-ups bei Venture-Finanzierungen jedoch höchst ungewöhnlich und werden von VC-Investoren in der Regel strikt abgelehnt. Darüber hinaus würden Verpfändungen über Anteile einer GmbH bzw. eine UG, die wohl am häufigsten gewählten Gesellschaftsformen deutscher Start-ups, eine notarielle Beurkundung erfordern und, neben anderen Bedenken, Kosten und erhebliche Anstrengungen auslösen. Daher ist diese Form der Sicherheit bei VL-Finanzierungen praktisch irrelevant.

Venture-Finanzierungen und die Definition des "Exits"



VL-Sicherheitspakete können beispielsweise Abtretungen/Übereignungen von Vermögenswerten oder exklusive Lizenzen zu Sicherungszwecken für die gewerblichen Schutzrechte des Kreditnehmers (mit entsprechender Rücklizenz) enthalten. Start-ups sollten dies bei der Definition von "Exit" oder "Liquiditätsereignis" in typischen Start-ups-Dokumenten wie Liquidationspräferenzen in der Satzung oder der Gesellschaftervereinbarung oder in virtuellen Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen (*virtual stock option plan* – VSOP) berücksichtigen. Häufig beinhalten solche Dokumente Definitionen von Exit- und Liquiditätsereignissen, die eine Übertragung von mehr als 50% der Vermögensgegenstände des Start-Ups oder eine exklusive Lizenzierung seiner wesentlichen gewerblichen Schutzrechte als "Exit" und "Liquiditätsereignis" definieren. Eine ausdrückliche Ausnahme für Übertragungen und Lizenzgewährungen, die allein zur Besicherung der Finanzierung des Start-Ups vorgenommen werden, fehlt aber häufig.

Weiterhin sollte im Rahmen der Sicherheitenbestellung darauf geachtet werden, dass diese dem Darlehensnehmer nicht ein zu enges Korsett auferlegt, was er mit den als Sicherheit gestellten Vermögensgegenständen tun darf. So muss deren Nutzung im Rahmen der üblichen Geschäftstätigkeit des Darlehensnehmers möglich sein. Insoweit wird man in den Sicherheitendokumenten entsprechende Ausnahmen (z.B. die Vereinbarung eines Eigentumsvorbehaltes bzw. die Verfügung über das Konto bis zum Eintritt eines Vollstreckungsereignisses) vorsehen müssen.

When Silicon Valley Bank entered into the German market, its managing director Christian Hoppe summarized the bank's approach as follows: *"We more or less forego collateral—at least for young companies. Companies in this phase often only have intellectual property rights and then a few laptops. If a company has completed the Series A Round, this is not credit security, but it increases the probability that investors will also participate in a further (equity) financing—in other words, help the company to survive. With VL we then finance 10 to 30 percent of the last equity round. In addition, there are performance indicators that enable us to conduct a risk assessment. These include the cost of customer acquisition, a customer's life time value for the company and the churn rate of existing customers."*²

However, granting security can also have a positive effect for the borrower, as security lowers the credit risk for the lender, the lender may be prepared to offer a lower interest rate on the loan.

In the U.S., most VL facilities are secured by a perfected first lien security interest over all or substantially all of the borrower's current and future assets (but often excluding intellectual property requiring instead a negative pledge on IP) which is directly included in the loan agreement. The situation in Germany is, however, somewhat different:

Security over assets in Germany is not granted in one single document but by individual agreements for each relevant asset class. For a start-up, usually the following asset classes are relevant:

- (Bank) accounts;
- Receivables;
- Intellectual Property rights;
- shares/interest held in subsidiaries; and
- as the case may be, movable assets (e.g., stock, inventory).

Depending on the asset class, security will be granted by way of, for example, pledge or assignment and is, in most cases, on a conceptual level very straightforward. However, the devil is in the detail, e.g., granting security over movable assets can bind considerable resources until the requirements of German law are met. In Germany, there is also no central register for security—in fact in most cases security is not registered at all.

Apart from security by the start-up, a lender could also consider requesting security over the start-up. However, as already mentioned above, unlike with other debt financings, share pledges by shareholders of a start-up are highly unusual and usually fiercely resisted by VC investors. In addition, pledges over a GmbH and a UG, probably the most common forms of German start-ups seeking for VL, would require notarization and, apart from other concerns, trigger costs and substantial efforts, and are, therefore, hardly even seen in VL financings.

Definition of "Exit" and Venture Debt Financings

VL security may be granted by way of assignments, pledges or exclusive licenses for borrower's IP. Start-ups should keep this in mind when drafting the definition of "exit" or "liquidity event" in typical start-up documents such as liquidation preferences or virtual stock option plans. More often than not, such documents include definitions that simply define a transfer of more than 50% of the start-up's assets or exclusive licensing of its material IP rights as "exit" and "liquidity event" without any carve-outs for transfers and out-licensing in connection with a VL loan.

By the same token, granting security shall not hinder the borrower to perform its business in the ordinary course. Therefore, the obligations and restrictions under the security documents must not be too tight and the security documents must allow for all acts required in the ordinary course of business.



² Original German text translated for convenience purposes

11. LAUFZEIT, KÜNDIGUNG UND RÜCKZAHLUNG

- Regelmäßige Laufzeit zwischen 24 und 48 Monaten bei ratierlicher oder endfälliger Tilgung.
- Freiwillige vorfällige Rückzahlungen i.d.R. gegen Gebühren möglich.
- Im Falle eines Exits oder beim Ausscheiden bestimmter VC-Investoren kann eine verpflichtende vorfällige Rückzahlung vorgesehen sein.



Laufzeit: Die Laufzeit des Darlehens beträgt in der Regel zwischen 24 und 48 Monaten. Mit dem Ende der Laufzeit ist das Darlehen, sofern nicht durch Ratentilgungen bereits zurückgezahlt, samt bis dahin aufgelaufener und nicht gezahlter Zinsen unverzüglich zur Rückzahlung fällig.

Vorzeitige Tilgungen: Vorbehaltlich bestimmter, oben beschriebener Vorfälligkeitsentschädigungen haben Kreditnehmer in der Regel das Recht, das Darlehen ganz oder teilweise vorzeitig zurückzuzahlen, wenn sie eine bestimmte Ankündigungsfrist einhalten. Um eine bestimmte Mindestrendite zu sichern, können die Kreditgeber in den Kreditverträgen vorschreiben, dass eine vorfällige Darlehensrückzahlung erst nach Ablauf einer bestimmten Sperrfrist erlaubt sein soll (siehe auch oben unter Ziffer 3.2).

Auch wenn derartige Regelungen traditionell eher in *“leveraged buy-out”*-Finanzierungen anzutreffen waren, sehen viele VL-Vereinbarungen inzwischen auch Regelungen vor, die den Kreditnehmer verpflichten, bei

Eintritt bestimmter Ereignisse vorzeitige Rückzahlungen auf das Darlehen zu leisten. Zu diesen Ereignissen gehören nicht nur die wie vorstehend beschriebenen Exit-Ereignisse, sondern auch die Übertragung bestimmter für das Geschäftsmodell des Kreditnehmers wesentlicher Vermögenswerte (insbesondere IP-Rechte) oder der Erhalt von Versicherungsleistungen im Falle der Zerstörung von Vermögenswerten des Kreditnehmers. Obwohl dies möglicherweise nicht unter die Definition eines Exits (d.h. regelmäßig die Veräußerung von mehr als 50 % des Nominalkapitals des Kreditnehmers) fällt, kann auch eine vorzeitige (ganz oder teilweise) Rückzahlungspflicht vorgesehen werden, wenn bestimmte aus Sicht des Darlehensgebers für den Unternehmenserfolg besonders wichtige Gründer oder Investoren das Unternehmen verlassen.

Kündigung: Verstößt der Darlehensnehmer bspw. gegen wesentliche Pflichten unter dem Darlehensvertrag und verwirklicht dadurch einen sog. *“Event of Default”* (also einen Kündigungsgrund, der in einem

entsprechenden Katalog von möglichen Kündigungsgründen im Vertrag angelegt ist), kann dies den Darlehensgeber zur Kündigung und sofortigen Fälligkeitstellung des Darlehens berechtigen. In der Regel sehen entsprechende Regelungen der Darlehensverträge bei Pflichtverstößen, die einer Behebung zugänglich sind, jedoch gewisse Heilungsfristen vor, in denen der Verstoß *“repariert”* werden kann, bevor das Damoklesschwert der Kündigung fällt. Zusätzlich sind Darlehensgeber unter Umständen bereit, auf (eher formale) Kündigungsgründe zu verzichten (sog. *“waiver”*), auch wenn hierfür u.U. eine Gebühr (*“waiver fee”*) fällig werden kann.

Wird der Darlehensvertrag (vorzeitig) gekündigt, sind die ausstehende Valuta samt aufgelaufener aber noch nicht bezahlter Zinsen, eine etwaige Vorfälligkeitsentschädigung sowie weitere ggf. beim Darlehensgeber im Zusammenhang mit der Kündigung entstandene Kosten (z.B. Kosten für den (anwaltlichen) Berater) sofort zur Zahlung fällig.

12. GESELLSCHAFTER ALS DARLEHENSGEBER UND BEZIEHUNG MIT DEM VL DARLEHENSGEBER

Es kommt nicht selten vor, dass ein Start-up vor Aufnahme einer VL-Finanzierung bereits Gesellschafterdarlehen erhalten hat. In diesem Zusammenhang gilt Folgendes zu beachten:

- Der VL-Darlehensgeber wird zumindest einen Rangrücktritt für die Gesellschafterdarlehen verlangen; und
- Unter Umständen wird es zusätzlich notwendig sein,

dass die Gesellschafter und der VL Darlehensgeber einen Vertrag abschließen, welcher die Beziehung dieser Parteien untereinander im Detail regelt (sog. *“Intercreditor Agreement”*).

11. TERM, TERMINATION AND REPAYMENT

- Typical terms range from 24 to 48 months.
- Voluntary early repayments are usually possible but will trigger prepayment fees.
- In case of an exit or divestment by certain VC investors, a mandatory prepayment may be triggered.



Term: VL typically mature after 24 to 48 months.

Upon occurrence of the final maturity date, the principal of the loan (to the extent not already repaid) together with any accrued and unpaid interest, becomes due and payable.

Early Repayments: Subject to certain pre-payment fees/penalties as described above under 3.2, borrowers are usually entitled to early repayments subject to observing a notice period. To secure a certain minimum return, lenders might insist on a non-call period during which no early repayments are possible.

Although they have historically been features of leveraged buy-out transactions, many VL agreements now provide for

mandatory prepayment provisions that require the borrower to make early repayments on the venture loan upon the occurrence of certain events. Such events include, amongst others, the occurrence of an exit event, the divestment of certain particularly relevant assets (often specific IP) or the receipt of payments from insurance providers. Although this might not qualify as an exit event as defined above, *i.e.*, disposal of more than 50% of the share capital of the borrower, a lender might also insist on a mandatory repayment (either in whole or in part) if a certain VC investor or one or more of the founders that the lender considers vital for the prospects of the borrower disposes of its stake in the company.

Termination: If the borrower violates its obligations under the loan agreement, a so-called “event of default” occurs. Upon such event of default the lender has the right to terminate the agreement and accelerate the loan. However, the respective provisions generally foresee certain grace periods providing opportunity to the borrower to cure such event of default. Additionally, the lender can always waive defaults although this might require a waiver fee in return.

If the loan is (prematurely) terminated, the borrower has to immediately repay all outstanding amounts of the outstanding principal, accrued and unpaid interest, prepayment fees as well as further costs and expenses (including legal fees for lender’s counsel).

12. SHAREHOLDERS AS LENDERS AND THEIR RELATIONSHIP WITH THE VL LENDER

It is not unusual that the start-up looking for a VL financing has already obtained credit financing from its shareholders. In such scenarios it should be noted that:

- the VL lender might request a subordination of the shareholder loans; and
- in addition, it might be necessary or at least advisable for the shareholders that have extended loans to the company and the VL lender to agree on their rights and obligations relating to their claims against the company in a so-called intercreditor agreement.



The leading German legal data base *Juve* nominated us for **Private Equity and Venture Capital Law Firm of the Year 2017** in Germany.



Tech Group of the Year 2018
Law360



Leader in Venture Capital and Corporate Practice
Legal 500



Most Active VC law firm in Europe for 12 consecutive quarters
PitchBook FY2018

Dedicated to the needs of technology companies and their investors

**Betterment|Cisco|Getaround|Intel
Microsoft|NVIDIA|Oracle|Pinterest
Planet Labs|Revolut|SoFi|Sonos|Stripe**

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

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



Honored for Connecting the German Mittelstand with Start-ups

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



State of European Tech

The 2018 State of European Tech Report prepared by *Atomico* in collaboration with *Slush* and supported by *Orrick*, is the latest evidence of Europe's growing influence in the global tech ecosystem.

A TRULY GLOBAL PLATFORM.



Coatue Management

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

Getaround

\$300 million Series D financing
Company Counsel

Revolut

\$250 million Series C financing
Company Counsel

Stripe

\$245 million Series E financing
Company Counsel



WE ADVISE TECH COMPANIES AT ALL STAGES:

8 of the 10 largest Silicon Valley/SF Bay Area Companies by Market Capitalization

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

6 of the **Fortune 10** TMT Companies

In 2018, advised on more than **860 VC financings** valued at **over \$14.6 billion** for companies based in **35** countries.

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

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

C. Die Autoren / About the Authors



Sven Greulich
(Author and Editor)

Düsseldorf
sgreulich@orrick.com

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

Dr. Sven Greulich LL.M. EMBA is a partner in our Tech Transaction and M&A Practice and focuses on venture capital financing and advising high-growth technology companies. His work for technology companies in cross-border engagements has won several awards.



Christine Kaniak

Munich
ckaniak@orrick.com

Christine Kaniak, LL.M. (Waikato) ist Partnerin im Finance-Team von Orrick. Neben "klassischen" Akquisitionsfinanzierungen berät sie sowohl zu VC-Finanzierungen als auch Venture Debt.

Christine Kaniak, LL.M. (Waikato) is a partner in our Finance-Team. She advises on acquisition financings and is counsel to VC and VL investors.



Olexiy Oleshchuk

Munich
ooleshchuk@orrick.com

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

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



Dolph Hellmann

San Francisco
dolp hellmann@orrick.com

Dolph Hellman, Partner im Orrick Büro in San Francisco ist einer der führenden Berater für Fondstrukturierungen und Finanzierungsfragen. Er ist spezialisiert auf die Vertretung von Private Equity Investoren, das Aufsetzen von Fonds sowie auf die Vertretung von Finanzinstituten und Unternehmen bei Fremdkapitalfinanzierungen.

Dolph Hellman, is a leading fund formation and commercial finance lawyer in Orrick's San Francisco office. He concentrates his sophisticated practice on private equity investor representation and fund formation as well as representing financial institutions and corporations in privately negotiated debt transactions.



Scott Morrison

London
smorrison@orrick.com

Scott Morrison ist Partner im Finance-Team von Orrick im Londoner Büro. Scott berät Darlehensgeber, Darlehensnehmer und weitere Beteiligte in allen Aspekten der Finanzierung und Umstrukturierung. Er hat umfassende Erfahrung mit Venture Debt Transaktionen, wo er von frühphasigen Startups bis hin zu einigen "Unicorns" beraten hat.

Scott Morrison is a partner in the finance practice in Orrick's London office. Scott advises lenders, borrowers and other stakeholders on all aspects of finance and restructuring. He has extensive experience in the VL market having acted on VL transactions for early stage start-ups to a number of "unicorns".



Stefan Schultes-Schnitzlein

Düsseldorf
sschnitzlein@orrick.com

Dr. Stefan Schultes-Schnitzlein ist Rechtsanwalt und Steuerberater. Er ist Partner im Bereich Steuern und betreut seit knapp 15 Jahren schwerpunktmäßig Investitionen in Unternehmen, Unternehmenskäufe und -verkäufe sowie Restrukturierungen. Die Beratung von Wachstumsunternehmen und ihrer Gründer und Investoren auf beiden Seiten des Atlantiks nimmt einen stetig größer werdenden Teil seiner Tätigkeit ein.

Dr. Stefan Schultes-Schnitzlein is a German qualified attorney and tax advisor. A partner in the firm's tax group, he has been focusing on corporate investment, M&A and restructuring for almost 15 years. Advising growth companies, their founders and investors on both sides of the Atlantic has become an ever growing part of his work.



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

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

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



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

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

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

OTHER ORRICK GUIDES THAT MAY INTEREST YOU

ACCESS THEM HERE:

<https://www.orrick.com/Practices/Technology-Transactions-Germany>

DÜSSELDORF

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

MÜNCHEN

Lenbachplatz 6
80333 München
T +49 89 383 9800

orrick.de

AMERICAS | EUROPE | ASIA

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

©2019 Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP. All rights reserved.

