

7

ORRICK  
LEGALNINJA  
SERIES



# FLIP IT RIGHT

US-HOLDINGS FÜR DEUTSCHE START-UPS /  
CORPORATE GOVERNANCE / FINANZIERUNGEN

U.S. HOLDING STRUCTURES FOR GERMAN START-UPS /  
CORPORATE GOVERNANCE / FUNDRAISING



VC & TECH BRIEFINGS GERMANY

**Herausgeber:**

Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP,  
Heinrich-Heine-Allee 12, 40213 Düsseldorf, Deutschland,  
Tel.: +49 (0)211/367870, Internet: [www.orrick.de](http://www.orrick.de)

Vertretungsberechtigt in Deutschland und verantwortlich für redaktionelle Inhalte i.S.d. § 55 Abs. 3 des Staatsvertrages für Rundfunk und Telemedien sind Dr. Oliver Duys und Dr. Christoph Brenner (Managing Partner Deutschland), Heinrich-Heine-Allee 12, 40213 Düsseldorf und Lenbachplatz 6, 80333 München Deutschland, Tel.: +49 (0)211/367870, E-Mail: [duesseldorf@orrick.com](mailto:duesseldorf@orrick.com)

**Copyright:**

Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP, 2020. Alle Rechte vorbehalten. Das Orrick-Logo und "Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP" sind eingetragene Marken der Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP.

**Version:** Januar 2021

**Haftungsausschluss:**

Diese Publikation dient allein der allgemeinen Information und berücksichtigt nicht die individuellen Umstände des Einzelfalls. Diese Publikation erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Sie dient nicht dazu und kann keine einzelfallbezogene Beratung durch kompetente Rechts-, Steuer- und andere Berater ersetzen und darf nicht entsprechend verwandt werden. Diese Publikation stellt weder ausdrücklich noch stillschweigend ein Angebot oder die Annahme eines Angebots auf Abschluss eines Auskunfts- oder Beratungsvertrages dar. Die in dieser Publikation enthaltenen Meinungen, Auslegungen und Vorhersagen geben allein die Ansichten der Autoren wieder, welche nicht notwendigerweise der Ansicht der Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP entsprechen. Auch wenn sich die Autoren um eine korrekte Darstellung in dieser Publikation bemüht haben, übernehmen weder sie, noch die Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP noch sonst jemand in Verbindung mit den Vorgenannten Gewähr, Einstandspflicht oder Haftung hierfür.

**Anwaltswerbung.****Published by:**

Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP,  
Heinrich-Heine-Allee 12, 40213 Düsseldorf, Germany,  
Tel.: +49 (0)211/367870, Internet: [www.orrick.de](http://www.orrick.de)

Authorized representatives in Germany responsible for the editorial content according to § 55(3) Interstate Broadcasting and Telemedia Agreement (Staatsvertrag für Rundfunk und Telemedien) are Dr. Oliver Duys and Dr. Christoph Brenner (Managing Partners Germany), Heinrich-Heine-Allee 12, 40213 Düsseldorf and Lenbachplatz 6, 80333 Munich, Germany, Tel.: +49 (0)211/367870, E-Mail: [duesseldorf@orrick.com](mailto:duesseldorf@orrick.com)

**Copyright:**

Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP, 2020. All rights reserved. The Orrick logo and "Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP" are trademarks of Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP.

**Version:** January 2021

**Disclaimer:**

This publication is for general informational purposes only without consideration to specific facts and circumstances of individual cases and does not purport to be comprehensive. It is not intended to substitute for the advice of competent legal, tax or other advisers in connection with any particular matter or issue and should not be used as a substitute. This publication does not constitute, either expressly or tacitly, an offer or the acceptance of an offer to conclude an information or consultancy contract. Opinions, interpretations and predictions expressed in this publication are the authors' own and do not necessarily represent the views of Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP. While the authors have made efforts to be accurate in their statements contained in this publication, neither they nor Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP nor anyone connected to them make any representation or warranty or can be held liable in this regard.

**Attorney Advertising.**

ORRICK  
**LEGALNINJA**  
SERIES



# Inhaltsverzeichnis

## **A. US-Holdings für deutsche Start-ups / Corporate Governance / Finanzierungen.....8-109**

### **I. Vor- und Nachteile einer doppelstöckigen Struktur ..... 8**

1. Vorteile einer doppelstöckigen Struktur .....	10
1.1 Zugang zu Investoren .....	10
1.2 Höhere Unternehmensbewertungen und Exit-Optionen .....	14
1.3 Zugang zu Talenten und Mitarbeiterbeteiligungsprogramme.....	16
2. Nachteile einer doppelstöckigen Struktur .....	18
2.1 Zusätzliche Komplexität .....	18
2.2 Transaktionskosten .....	20

### **II. Der Weg in eine doppelstöckige Struktur .....22**

1. Das Setup auf der grünen Wiese .....	22
1.1 Gründung von persönlichen Holdinggesellschaften.....	22
1.2 Gründung der HoldCo .....	24
1.3 Gründung der OpCo.....	28
2. Flip.....	30
2.1 Wie funktioniert ein Flip? .....	30
2.2 Steuerrechtliche Folgen .....	34
2.3 Von Anfang an auf den Flip vorbereiten.....	40
3. Weitere steuerrechtliche Aspekte – Ansässigkeit und Wegzugsbesteuerung .....	42
3.1 Die steuerliche Ansässigkeit der HoldCo .....	42
3.2 Doppelbesteuerung .....	42
3.3 Wegzugsbesteuerung der Gründer.....	44

### **III. Unternehmensführung in einer doppelstöckigen Struktur ..... 48**

1. Grundlagen des US-Gesellschaftsrechts und wesentliche Unterschiede zwischen einer GmbH und einer Corporation .....	48
2. Das Board of Directors einer Corporation – Was man beachten sollte .....	52
2.1 Unterschiede der Board-Konzepte einer GmbH und einer Corporation .....	52
2.2 Unterschiedliche Maßstäbe für Haftung und Haftungsfreistellung .....	54
3. Corporate Officers .....	70
3.1 Einführung .....	70
3.2 Die Funktionen.....	70
4. Mitarbeiterbeteiligungsprogramme in einer Corporation .....	72

### **IV. Finanzierung in einer doppelstöckigen Struktur ..... 76**

1. Finanzierungsquellen .....	76
1.1 Finanzierung durch Business Angels .....	76
1.2 Venture-Capital-Investoren.....	78
1.3 Crowdfunding .....	78
2. Finanzierung durch SAFEs.....	80
2.1 Einführung .....	80
2.2 SAFE ist nicht gleich SAFE – Post-Money SAFEs und Pre-Money SAFEs.....	84
2.3 Typische Bestimmungen in SAFEs .....	84
3. Die erste Eigenkapitalfinanzierungsrunde in den USA .....	86
3.1 Unterschiede in der Finanzierungsdokumentation zwischen Deutschland und den USA .....	86
3.2 Übliche Bestimmungen in US-Finanzierungen .....	90

### **V. Deutsche Gründerteams berichten von Ihren Erfahrungen mit Flips..... 102**

## **B. Unsere internationale Plattform für Technologieunternehmen ..... 110-113**

## **C. Die Autoren ..... 114-115**

# Table of Contents

## **A. U.S. Holding Structures for German Start-ups / Corporate Governance / Fundraising .... 9-109**

### **I. Pros and Cons of Having a Two-Tier Structure ..... 9**

1. Advantages of Having a Two-Tier Structure .....	11
1.1 Access to Investors.....	11
1.2 Valuation and Exit Options.....	15
1.3 Access to Talent Pool and Employee Incentive Programs.....	17
2. Disadvantages of Having a Two-Tier Structure.....	19
2.1 Additional Complexity .....	19
2.2 Transaction Costs .....	21

### **II. Getting into a Two-Tier Structure .....23**

1. Set up from Scratch .....	23
1.1 Setting up Personal Holding Companies .....	23
1.2 Setting up HoldCo.....	25
1.3 Setting up OpCo .....	29
2. Flip.....	31
2.1 How to Flip.....	31
2.2 Tax Consequences .....	35
2.3 Anticipating a Future Flip.....	41
3. Other Tax Considerations – Tax Residence and Exit Taxation .....	43
3.1 Tax Residency of HoldCo .....	43
3.2 Double Taxation .....	43
3.3 Exit Taxation for Founders .....	45

### **III. Operating in a Two-Tier Structure ..... 49**

1. U.S. Corporate Law Basics and Main Differences between a GmbH and a Corporation.....	49
2. The Board of Directors in a Corporation – What to Keep in Mind .....	53
2.1 Differences between Board Concepts in a GmbH and a Corporation.....	53
2.2 Different Standards of Liability and Indemnification .....	55
3. Corporate Officers .....	71
3.1 Introduction .....	71
3.2 The Roles.....	71
4. Employee Participation Programs in a Corporation .....	73

### **IV. Financing in a Two-Tier Structure .....77**

1. Sources of Funding .....	77
1.1 Angel Financing.....	77
1.2 Venture Capital Investors.....	79
1.3 Crowdfunding .....	79
2. Funding through SAFEs.....	81
2.1 Introduction .....	81
2.2 SAFE Isn't SAFE – Post-Money SAFEs and Pre-Money SAFEs .....	85
2.3 Typical Provisions in SAFEs.....	85
3. The First Equity Financing Round in the U.S. ....	87
3.1 Differences in the Financing Documentation between Germany and the U.S. ....	87
3.2 Customary Terms in U.S. Financings.....	91

### **V. Lessons Learned from German Founders who Made the Move ..... 103**

## **B. Our International Platform for Technology Companies ..... 110-113**

## **C. About the Authors ..... 114-115**



# ORRICK LEGAL NINJA SERIES



## Die Orrick Legal Ninja Series – OLNS

Mit unseren auf Technologietransaktionen spezialisierten Teams in allen wichtigen globalen Märkten 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 Series (OLNS) ins Leben gerufen. Mit dieser periodisch erscheinenden Serie wollen wir Überblicke zu aktuellen rechtlichen Entwicklungen geben, aber auch vertieft Themen aufgreifen, die für Start-ups und ihre Investoren besonders wichtig sind.

Hinter OLNS steht ein multidisziplinäres Team aus unseren weltweit mehr als 25 Büros. Dieses hat es sich zur Aufgabe gemacht, unseren internationalen Erfahrungsschatz im Bereich Venture Capital, Corporate 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 OLNS Ihnen dabei hilft, "Ninja Entrepreneurs" zu sein.

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.

Wir hoffen, dass Ihnen die vorliegende siebte Ausgabe unserer OLNS gefällt.

---

Im Namen des Orrick-Teams

**Sven Greulich**

*Orrick – Technology Companies Group Deutschland*



### About the Orrick Legal Ninja Series - OLNS

In substantially all 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 (OLNS). With this series, we will provide overviews on current legal trends and take deeper dives on certain legal topics particularly relevant for start-ups and their investors. This series will be co-authored by a multidisciplinary team of lawyers from our national and international offices. It is our goal to tap into the rich reservoir of the venture capital, corporate venture capital and technology 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 for when it comes to providing tailored advice to growing tech companies and their investors. We hope that the OLNS also empowers you to be a Ninja entrepreneur.

If you'd like to discuss 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 to best serve our clients.

We hope you enjoy this seventh edition of our series.

---

On behalf of the Orrick Team,

**Sven Greulich**

*Orrick – Technology Companies Group Germany*

# A. US-Holdings für deutsche Start-ups / Corporate Governance / Finanzierungen

## I. Vor- und Nachteile einer doppelstöckigen Struktur

Als eine der weltweit führenden Anwaltskanzleien mit Fokus auf Technologieunternehmen und Büros in den USA und Deutschland werden wir häufig von (angehenden) Gründern deutscher Start-ups und ihren Investoren gefragt, ob es empfehlenswert sei, für ihr deutsches Technologieunternehmen eine US-amerikanische Holdingstruktur (üblicherweise mit Sitz in Delaware) aufzusetzen.

In einer solchen doppelstöckigen Holdingstruktur halten die Gründer und Investoren ihre Beteiligung am deutschen Start-up indirekt über eine neue US-Holdinggesellschaft. Wie wir sehen werden, bringt diese Struktur eine Reihe von Vorteilen mit sich, vor allem einen häufig besseren Zugang zu Frühphasenfinanzierungen in dem ja noch immer liquideren Finanzierungs-Ökosystem der USA. Zu den weiteren Vorteilen gehören, neben verbesserten Exit-Möglichkeiten, auch die Option, geeigneten Mitarbeitern ein eigenkapitalbasiertes Mitarbeiterbeteiligungsprogramm im "Silicon Valley Stil" anzubieten.

Die Überführung eines deutschen Start-ups in eine solche doppelstöckige US-Holdinggesellschaftsstruktur ist jedoch ein großes unternehmerisches Unterfangen, das eine Reihe potenzieller Nachteile mit sich bringt und eine enge Abstimmung von Gründern und bestehenden Investoren sowie die Beratung durch erfahrene Rechts-, Finanz- und Steuerexperten auf beiden Seiten des großen Teichs erfordert. Denkt dran: Sobald eine GmbH in eine US-Holdinggesellschaftsstruktur übergeht, gibt es häufig de facto kein Zurück mehr. Zwar sind "Backflips" von einem US-Unternehmen in eine deutsche Holdinggesellschaft (manchmal auch als "Inversionstransaktionen" bezeichnet) rechtlich möglich, aber sie sind oft mit einer erheblichen Steuerlast und einer Vielzahl praktischer Probleme verbunden.

Dennoch halten wir es für sinnvoll, frühzeitig über eine solche amerikanisch-deutsche Doppelstockstruktur nachzudenken, da eine Transformation in eine solche Struktur in späteren Lebensphasen des Start-ups nur komplexer wird. Häufig sind dann noch mehr Parteien im Cap Table des Start-ups mit potenziell unterschiedlichen Interessen, die koordiniert werden müssen. Zudem kann ein Flip in späteren Phasen zu prohibitiven Steuerfolgen führen.

In diesem ersten Kapitel wollen wir daher einige der Vorteile wie auch der möglichen Nachteile einer doppelstöckigen US-amerikanischen/deutschen Struktur näher beleuchten. Um uns das Leben leichter zu machen, hier einige Definitionen, die wir in diesem Leitfaden verwenden werden:

- wir werden das deutsche Start-up, d.h. das operative Unternehmen (in der Regel eine UG (haftungsbeschränkt) oder GmbH) als "**OpCo**" bezeichnen; und
- die US-Holdinggesellschaft, die oft eine Delaware Corporation (in Form einer Inc.) ist, werden wir grundsätzlich "**HoldCo**" nennen.

» Versuch den Transformationsprozess so gut es geht selbst zu verstehen, auch wenn Du keinen juristischen Hintergrund hast. Dann hole jeden einzelnen Stakeholder ab; kommuniziere im Zweifel lieber zu viel und je früher etwas auf den Tisch kommt, desto besser.

(Julian Lindinger, Gründer von Electry, Inc.)



# A. U.S. Holding Structures for German Start-ups / Corporate Governance / Fundraising

## I. Pros and Cons of Having a Two-Tier Structure

As one of the world's leading tech law firms with significant presence in both the U.S. and Germany, we are frequently asked by (prospective) founders and investors of German start-ups whether they should flip their German technology company into a U.S. (as we will see, usually Delaware) holding company structure.

In such a two-tier holding structure, the founders and investors indirectly hold their equity in the German start-up through a new U.S. holding company. As we will see, this structure comes with a variety of benefits, most notably an arguably better access to early stage financing opportunities in the richer U.S. funding ecosystem. Other advantages include improved exit opportunities as well as the opportunity to offer suitable talent a "Silicon Valley" style equity-based employee participation program.

However, moving a German start-up into such a two-tier U.S. holding company structure is a major corporate undertaking that comes with a variety of potential drawbacks and requires close cooperation of founders and existing investors as well as advice from legal, accounting and tax experts with experience on both sides of the pond. Keep in mind that once a GmbH flips into a U.S. holding company structure, there's usually no going back. While "backflips" from a U.S. company into a German holding company (sometimes also referred to as "inversion" transactions) are legally possible, they often come with a huge tax bill and a host of practical issues.

Nevertheless, we think that it makes sense for German start-ups to consider a U.S./German two-tier structure early on in their lifecycle, as the mechanics of the flip process only grow more complex later in their life when more parties on the start-up's cap table with potentially diverging interests need to be coordinated. In addition, a flip in later stages of the start-up's financing lifecycle might become prohibitively expensive from a tax perspective.

So in this first Chapter we want to take a closer look at some of the advantages as well as potential drawbacks of a U.S./German two-tier structure. To make our life easier, let's agree on a few definitions that we will use throughout this Guide:

- we will refer to the German start-up, *i.e.* the business-carrying company (usually a UG (haftungsbeschränkt) or GmbH) as "**OpCo**"; and
- for the U.S. holding company, often a Delaware corporation, we will usually refer to it as "**HoldCo**,"

Try to understand the process yourself as much as possible, even if you have no legal background. Then make sure that every stakeholder is always on the same page, overcommunicate and the earlier you mention something the better.

*(Julian Lindinger, Founder of Electry, Inc.)*

## 1. VORTEILE EINER DOPPELSTÖCKIGEN STRUKTUR

Deutsche Start-ups können von einer US-Holdingstruktur in mehrfacher Hinsicht profitieren. US-Gesellschaften haben nicht nur oftmals einen besseren Zugang zu US-Investoren. Die neue Struktur kann sich darüber hinaus auch positiv auf die Bewertung und die Exit-Möglichkeiten auswirken. Sie kann dem Start-up zudem den Zugang zu einem reichhaltigeren Talentpool erleichtern, nicht nur in den Technologie-Hotspots in den Vereinigten Staaten, sondern auch in anderen internationalen Hubs.

### WANN EIN FLIP NICHT ERFORDERLICH IST:



Nur, weil diese Frage immer wieder aufkommt: Ein Flip ist nicht erforderlich, wenn es lediglich darum geht, im US Markt operativ tätig zu werden, z.B. dort Verträge mit Kunden und Lieferanten zu schließen und Mitarbeiter einzustellen. In den meisten dieser Fälle wird die einfache Gründung einer US-Tochtergesellschaft der OpCo ausreichen. Wenn wir schon dabei sind: Selbst nach einem Flip, ist es oft vorteilhaft, die HoldCo als reine Holdinggesellschaft zu führen und alle kommerziellen und operativen Aktivitäten in den Vereinigten Staaten in einer separaten US-Tochtergesellschaft der HoldCo, d.h. einer Schwestergesellschaft der OpCo, zu bündeln.

### 1.1 Zugang zu Investoren

Ein zentrales Motiv für den Flip ist, dass das Start-up hierdurch oftmals leichter Zugang zum deutlich liquideren US Venture Capital Markt erhalten kann. Neun der Top 20 Start-up-Hubs weltweit befinden sich in den USA, wobei das Silicon Valley weiter klar die Nummer eins ist. Der einzige deutsche Vertreter auf dieser Liste ist Berlin auf dem zehnten Platz.<sup>1</sup>

Trotz der enormen Fortschritte, die das europäische Start-up- und Venture-Ökosystem in den letzten Jahren gemacht hat, haben die USA im Vergleich zu Deutschland oder Europa immer noch eine deutlich höhere Zahl potenzieller Investoren, eine lebhaftere und weiter entwickelte Venture Capital Szene und vielfach noch immer eine höhere Investitionsbereitschaft, insbesondere in risikoreichere Unternehmen. Auch aufgrund der tieferen sektoralen Diversifizierung bieten Investoren dem Jungunternehmer hier häufig besseres Know-how sowie bessere Kontakte und ein besseres Mentoring. Technologieriesen mit massiven Exits wie Facebook, Google, Instagram und zahllose andere haben ein reiches sekundäres

Ökosystem an Angel Investoren hervorgebracht, die wissen, wie man Start-ups erfolgreich skalieren kann und das sowohl auf der technischen als auch der operativen Seite. Dieses Wissensreservoir ist in anderen Teilen der Welt nicht so leicht verfügbar und eine Finanzierungsrunde in der Bay Area kann die Chancen erhöhen, von diesem Wissen zu profitieren.

Natürlich bevorzugen US-Investoren im Zweifel den ihnen vertrauten US-amerikanischen Rechtsrahmen – z.B. sind Ihnen Investorenvorzugsrechte, die nach dem Recht Delawares ausgestaltet sind, bekannt und vertraut, während ihnen die Feinheiten unseres großartigen deutschen (Gesellschafts-) Rechtssystems oft verborgen bleiben (ganz zu schweigen davon, dass viele relevante Geschäftsvorfälle in der GmbH notariell beurkundet werden müssen...). Darüber hinaus kann das deutsche Start-up mit einer US-Holdinggesellschaft bisweilen überhaupt erst für Investitionen durch bestimmte institutionelle Investoren in Frage kommen, die nach ihrer Unternehmensverfassung nur in US-Unternehmen investieren dürfen.



Die Kapitalbeschaffung war sicher einer der wesentlichen Gründe, als wir unsere amerikanisch-deutsche Holdingstruktur errichtet haben. Erstens ist die Mittelbeschaffung durch sog. SAFEs um ein Vielfaches einfacher als andere Finanzierungsformen. Eine SAFE Finanzierung erlaubt es, Investoren zu unterschiedlichen Zeitpunkten an Bord zu holen, reduziert den Zeitaufwand für Verhandlungen und kann elektronisch abgeschlossen werden. Diese Faktoren sind in Zeiten von Covid-19 besonders wichtig. Zweitens fühlten sich internationale Investoren viel wohler mit einer Unternehmensstruktur, die sie schon oft gesehen haben und die die Bewertung des Unternehmens erleichtert.

(Maik Taro Wehmeyer, Gründer von tactile, Inc.)



1. Die Angaben stammen aus dem Global Start-up Ecosystem Ranking 2019, veröffentlicht vom Global Start-up Genome Project.

## 1. ADVANTAGES OF HAVING A TWO-TIER STRUCTURE

There are various potential benefits for a German company that adopts a U.S. holding structure. Not only do U.S. companies have better access to U.S. investors, but the new structure might also have a positive impact on its valuation and exit opportunities. It might also grant the start-up access to a richer talent pool, not only in the tech hotbeds in the United States but also in other international hubs.

### WHEN A FLIP IS NOT REQUIRED:



Only because we have encountered this question over and over again: A flip is not called for if the goal is to simply do business in the United States, e.g., sign contracts and hire people there. In most of these cases, setting up a U.S. subsidiary of OpCo will suffice. As a further side note, even if a flip is implemented, it is often beneficial to keep HoldCo as a mere holding company and concentrate all commercial and operational activities in the United States in a separate U.S. subsidiary of HoldCo, i.e., a sister company of OpCo.

### 1.1 Access to Investors

A central motive for the flip is that in many cases the start-up will receive improved access to the significantly more liquid U.S. venture capital markets. The U.S. has 9 of the top 20 start-up locations worldwide, with Silicon Valley being number 1. The only German location on this list is Berlin coming in tenth place <sup>2</sup>.

Despite the enormous progress that the European start-up and funding ecosystems have made over the last couple of years, the United States investor base still has a significantly greater number of potential investors, a more vibrant and developed venture capital scene, and a stronger disposition to invest, especially in riskier ventures than Germany or Europe. Also due to deeper sectoral diversification, U.S. investors may sometimes offer better know-how, contacts and guidance for first time founders and early stage companies. Tech giants with massive exits, such as Facebook, Google, Instagram and countless others, have also

created a rich secondary ecosystem of people who have scaled them before, be it on the technical or operational side. This reservoir of knowledge isn't as readily available in other parts of the world and raising money in the Bay Area can be a great way to tap into this knowledge and ecosystem.

For obvious reasons, U.S. investors will often feel most comfortable with the corporate mechanics available in a U.S. entity – e.g., they understand and are comfortable with the way in which the rights of preferred stock can be structured under Delaware law while the nuts and bolts of our awesome German corporate law system remain alien to them (not to speak of the notarization requirements for many corporate transactions and financings involving a GmbH...). Moreover, by operating through a U.S.-domiciled company, the start-up may become eligible for certain institutional investors that might otherwise be prohibited by their charters from investing in and buying securities of non-U.S. companies.



**Raising financing was one of our primary motivations for setting up a U.S./German holding structure. First, raising money through a SAFE is orders of magnitude easier than through other means. The SAFE allows for asynchronous signing, reduces the time required for negotiation, and it can be signed electronically. These factors are particularly important in times of COVID-19. Second, international investors felt much more comfortable with a standard corporate structure that they have seen many times before, which supports the valuation of the company.**

*(Maik Taro Wehmeyer, Founder of tactile, Inc.)*

2. The figures are taken from the 2019 Global Start-up Ecosystem Ranking published by the Global Start-up Genome Project.

Allerdings sollten Gründer kritisch prüfen, wie groß ihre Chancen sind, in den USA Kapital einzusammeln, und wie sehr eine US-Holdinggesellschaft dabei weiterhelfen kann. Auf die Gefahr hin, hier etwas pessimistischer als gewollt zu klingen (eine Eigenschaft, die ja vielen Vertretern unseres Berufsstands nachgesagt wird...), sollten sich Gründer über folgende Aspekte Gedanken machen, ehe sie sich in den Flip stürzen:

- Bei etablierteren Start-ups (also so ab der Series B) haben wir festgestellt, dass viele US-amerikanische VC-Fonds in den letzten Jahren bereit waren, direkt in eine deutsche GmbH zu investieren (immer vorausgesetzt, dass diese VCs überhaupt in Unternehmen außerhalb der USA investieren). Darüber hinaus konnten wir – jedenfalls vor COVID-19 – auch ein zunehmendes Interesse von US-Investoren an frühen Finanzierungsrunden deutscher Start-ups beobachten. Viele US VCs wollen mittlerweile von Anfang an dabei sein und investieren bereits in der Series A und teilweise noch früher, ohne die betreffenden Start-ups dazu zu drängen, in eine US-Gesellschaft zu flippen.
- Für viele Unternehmen in der Frühphase sind die besten Chancen auf eine Finanzierung oft eher auf lokaler Ebene zu finden. So werden US-Frühphaseninvestoren (insbesondere Business Angels) trotz einer US-Holdinggesellschaft bisweilen zurückhaltend sein, es sei denn, der Gründer ist bereit, in die USA zu ziehen und einen Business Plan in den USA zu verfolgen. Mit anderen Worten: Eine US-Holdinggesellschaft ist für manche US-Investoren oft eine notwendige, aber eben noch keine hinreichende Bedingung, um sich im Rahmen einer Seed- oder Series A Finanzierung zu engagieren.

- Demgegenüber werden sich deutsche Frühphaseninvestoren naturgemäß mit Investitionen in die ihnen bekannte Rechtsform der GmbH leichter tun, obwohl wir gerade in diesem Bereich in den letzten Jahren beobachten konnten, dass viele der aktivsten Business Angels in Deutschland durchaus Erfahrungen mit US-Investitionen gewonnen haben, z.B. mit der Finanzierung durch die in Amerika verbreiteten SAFEs (siehe zu den SAFEs auch Kapitel A.IV.2). Zu guter letzt gibt es öffentlich oder quasi-öffentlich geförderte Investoren, die wiederum nicht in Unternehmen mit einem Satzungssitz außerhalb der EU (wie ihn HoldCo ja hätte) investieren dürfen.

#### US-ACCELERATOR-PROGRAMME



Im Gegensatz zu anderen bekannten internationalen Accelerator-Programmen, verlangt der Y Combinator (oder einfach "YC"), der wohl bekannteste Accelerator der Welt, nach wie vor – zumindest in der Regel – einen US-Flip für deutsche Start-ups als Bedingung für die Aufnahme in sein Programm. Dabei müssen die Gründer diese Anforderung gegen den erwarteten Nutzen des Programms abwägen. Gegenwärtig bringt YC jedes Jahr zwei dreimonatige sog. Batches an den Start, einen von Januar bis März und einen von Juni bis August. YC verlangte bisher, dass die Gründer eines jeden Start-ups für die Dauer ihres Batches in die Bay Area übersiedeln (freilich hat auch YC sein Programm in der COVID-19-Pandemie anpassen und aktuell überwiegend auf Online-Formate umstellen müssen). Jeder Batch gipfelt in dem berühmten "Demo Day", einem dreitägigen Pitch-Event, das Hunderte von Investoren anzieht, darunter einige der weltbesten Start-up-Investoren. In Kapitel A.V. berichten einige Gründer deutscher Technologieunternehmen und YC-Alumni von ihren Erfahrungen mit ihren US-amerikanischen/deutschen Flips als Teil des YC-Programms.



However, founders should think carefully about their chances of raising money in the U.S. and how much having a U.S. holding company will actually improve their chances of raising money. At the risk of sounding a bit too pessimistic (a common trait among our profession...), founders should have thought about the following aspects before they venture into a U.S. holding structure:

- For later stage companies (Series B and beyond), we noted that over the last couple of years many U.S. VC funds have become much more comfortable with investing in a German GmbH (that is, of course, if they invest in companies outside the U.S. at all). In addition, we saw – at least pre-COVID-19 – an increasing appetite of U.S. investors for earlier financing rounds in German companies, and many of them already came in on the ground floor, *i.e.*, in Series A financings without requesting the start-ups flip to the U.S. structure.
- For many early stage companies, the best chances of getting funded are found more on a local level. Thus, U.S. early stage investors will often take a pass despite a U.S. holding company being established unless a founder is prepared to move there and pursue a U.S. business plan. In other words, a U.S. holding company often is a necessary – but not sufficient – condition for U.S. investors to lead a Seed or Series A financing.
- On the flip side, German investors might feel more comfortable with a home turf legal entity such as a GmbH although we note that many of the most active business angels in Germany also gained some familiarity with U.S. investments, *e.g.*, through SAFEs (see Chapter A.IV.2). There are also semi-public or publicly financed investors which may be prohibited from investing in non-EU entities.

### U.S ACCELERATOR PROGRAMS



Unlike other well-known international accelerator programs, the world's arguably most renowned accelerator, the Y Combinator (or simply "YC"), still – at least as a general rule – insists on a U.S. flip for German start-ups as a condition to enter into its program and founders need to weigh this requirement against the expected benefits from the program. Currently, YC runs two three-month funding cycles a year, one from January through March and one from June through August. YC makes it a requirement for the founders of each start-up to move to the Bay Area for the duration of their cycle (though it had to temporarily adjust its program in the ensuing COVID-19 pandemic by relying largely on remote events and training sessions). Each cycle culminates in the famous "Demo Day," a three day pitch event that can attract hundreds of investors, including some of the world's best seed investors. In Chapter A.V. below, some founders of German tech companies and YC alumni share the lessons they've learned from their U.S./German flips.

## 1.2 Höhere Unternehmensbewertungen und Exit-Optionen

Viele (hauptsächlich in den USA sitzende) VC-Investoren glauben, dass eine US-Gesellschaft vorteilhaftere Möglichkeiten für einen "Exit" bietet, sei es bei einem Verkauf des Start-ups an einen Dritterwerber oder einem Börsengang (IPO). Ob diese Behauptung in jedem Fall einer empirischen Überprüfung standhalten mag, steht auf einem anderen Blatt, aber die wesentlichen Argumente, die für diese Ansicht regelmäßig angeführt werden, sind:

- Start-ups mit einer "US-Story" – das bedeutet in der Regel eine "Silicon Valley Story" – können oft höhere Bewertungen erzielen;
- als Käufer solcher Start-ups werden mit hoher Wahrscheinlichkeit US Private-Equity-Investoren oder US-Unternehmen auftreten; und
- die USA verfügen über einige der weltweit führenden Aktienmärkte, die im Vergleich zu anderen international anerkannten Börsen für Börsengänge junger Technologieunternehmen besonders geeignet erscheinen.

**Höhere Bewertungen:** Start-ups mit einer "Silicon Valley Story" erhalten in Finanzierungsrunden und bei Exit-Szenarien vielfach höhere Bewertungen. Es besteht ein zunehmendes Interesse US-amerikanischer VC-Investoren an europäischen Technologieunternehmen (und ein Set-up mit einer doppelstöckigen US-Holdingstruktur kann dann Finanzierungsrunden mit solchen US-Investoren natürlich erleichtern). Laut dem vom VC-Investor Atomico veröffentlichten State of European Tech Report 2019 floss im Jahr 2019 mehr Kapital als je zuvor in europäische Technologieunternehmen. Dieses stammte dabei zu einem immer größeren Anteil von den besten amerikanischen VC Investoren. Demnach wurden im Jahr 2019 bereits ca. 19% der Finanzierungsrunden europäischer Technologieunternehmen unter Beteiligung mindestens eines US-Investors durchgeführt, doppelt so viele wie noch zu Beginn der Datenerfassung durch Atomico im Jahr 2015 (auf diese US-Investoren entfiel dabei sogar fast ein Drittel des gesamten Investmentvolumens im Jahr 2019). Für die US-Investoren sind die finanziellen Anreize klar. Lässt man die gefragtesten

Technologie-Scale-ups in Europa einmal außer Acht, deren Bewertungen sich mittlerweile in die Größenordnungen der Bay Area bewegen, müssen nach Einschätzung Atomicos Investoren für den Gegenwert eines Dollars an Eigenkapitalbeteiligung in der Series A eines europäischen Start-ups im Schnitt USD 1,60 in einer vergleichbaren Finanzierungsrunde eines US Start-ups zahlen.

**Akquisitionen durch US-Erwerber:** Mit Blick auf einen möglichen Verkauf eines Start-ups an einen (US-) Erwerber als Exit-Option, fällt auf, dass die Bewertung von Technologieunternehmen in den Vereinigten Staaten im Durchschnitt höher ausfällt. Zudem verfügen viele US-Unternehmen über reichlich Erfahrung mit dem Erwerb von Start-ups im Rahmen ihrer Innovations- und Wachstumsstrategie, während das Thema "Start-up M&A" in Deutschland noch Aufholpotential hat (obwohl es – zumindest vor der COVID-19-Pandemie – sicherlich auf dem Vormarsch war). Das Aufsetzen einer US-Struktur kann einen solchen Exit-Prozess erleichtern, da US-Erwerber mit den gesellschaftsrechtlichen Eigenheiten und dem Ablauf der Übernahme einer US-Zielgesellschaft vertrauter sein werden. Darüber hinaus sind bestimmte vorteilhafte Bewertungsmethoden wie die "forward or reverse triangular statutory merger" im US-Stil für nicht-amerikanische Unternehmen nicht verfügbar.

**US-Börsengang:** Entgegen der bei Ausbruch der COVID-19 Pandemie vielfach befürchteten Eintrübung der Kapitalmarktaussichten und trotz des abgesagten Börsengang von WeWork, und der vielfach ja relativ enttäuschenden Kursentwicklung anderer Technologieunternehmen nach ihrem Parkettdebüt war der IPO-Markt zuletzt recht aktiv und auch der Ausblick ist aktuell weiterhin verhalten optimistisch. Für viele Unternehmen ist ein Börsengang an der NYSE oder NASDAQ immer noch ein erstrebenswertes Ziel, gilt doch der Gang an die Börse hier oftmals als wichtiges Signal, dass das Unternehmen die Start-up Welt hinter sich gelassen hat und jetzt ein "richtiges" Unternehmen ist. Auf Technologietransaktionen spezialisierte Investmentbanker und VC-Investoren argumentieren zudem oft, dass eine Börsennotierung eines US-Unternehmens an der NASDAQ oder NYSE nicht nur mit höheren

## 1.2 Valuation and Exit Options

We don't want to comment on the merits of these claims, but the reality is that many (primarily U.S.-based) VC investors believe that a U.S. entity will offer more advantageous opportunities for an "exit," either through an acquisition or an initial public offering (IPO). The main reasons for this argument are:

- Start-ups with a U.S. – this usually means a Silicon Valley – story can often fetch higher valuations;
- Chances are that many of the potential acquirers will be U.S.-based private equity investors or corporations; and
- The U.S. has some of the world's premier stock markets that, compared to other internationally recognized stock exchanges, seem particularly suited for IPOs of young technology companies.

**Higher Valuations:** Start-ups with a "Silicon Valley story" tend to receive higher valuations in future financing rounds and in exit scenarios. There is an increasing appetite of U.S. VC investors for European tech companies (and setting them up with a two-tier U.S. holding structure can facilitate financing rounds led by such U.S. investors). According to the 2019 State of European Tech Report published by VC investor Atomico, in 2019 more money than ever was flowing into European tech, and it was increasingly coming from elite U.S. venture capital firms. According to Atomico, in 2019 approximately 19% of funding rounds for European tech companies included an American firm, which is double the corresponding percentage from 2015 when Atomico started tracking these data points. For additional context, such U.S. investors accounted for nearly a third of the total amounts invested in European tech companies in 2019. For the U.S. investors, the financial incentives are clear. Leaving the most in-demand tech scaleups in Europe aside, for which prices had already risen into regions not too far from those found in the Bay Area, Atomico believes that on average, in recent years one dollar's worth of equity in a European start-up in a Series A funding round would have cost USD 1.60 in the U.S. for a comparable share.

**Acquisitions by U.S. Acquirers:** When considering a sale of the start-up to a (U.S.) acquirer as an exit route, it must be noted that, on average, valuations for technology companies are higher in the United States and many U.S. corporations have ample experience in acquiring emerging companies as part of their innovation and growth strategy, while start-up M&A is still an emerging field in the German market (though – at least prior to the COVID-19 pandemic – it was definitely on the rise). Operating through a U.S. company may ease such an exit process given that U.S.-based acquirers will likely be more comfortable dealing with the corporate mechanics and structuring of the acquisition of a U.S. target. Furthermore, certain favorable valuation methods such as the U.S.-style "forward or reverse triangular statutory merger" are not available for non-U.S. companies.

**U.S. IPO:** Contrary to the feared clouding of the capital market outlook at the outbreak of the COVID-19 pandemic and the non-debut of WeWork as well the lackluster performance of certain other technology companies following their recent IPOs, the IPO market has been quite active recently and the outlook remains cautiously optimistic. For many companies, going public by a stock exchange listing on NYSE or NASDAQ is still a highly desirable outcome. In the U.S., an IPO is often seen as a significant step in the maturation of a business from a small start-up stage to a successful operating company. Technology investment bankers and VC investors often argue that a listing on NASDAQ or NYSE of a U.S. entity company will come with the benefits of a higher valuation and increased liquidity (which in turn enable VCs to exit the company without adverse trading consequences). On the other side of the Atlantic, the window for technology IPOs in Germany has not been wide open over the last couple of years. Indeed, 2019 saw only four IPOs amounting to an issue volume of a mere EUR 3.5 billion, making 2019 the weakest year for German IPOs since the financial crisis in 2009<sup>4</sup>.

4. Figures taken from Emissionsmarkt Deutschland Q4 2019, published by PwC.

Bewertungen einhergeht, sondern auch den Aktien mehr Liquidität gibt. Märkte mit mehr Liquidität erleichtern natürlich VC-Investoren und anderen Gesellschaftern die kursschonende Veräußerung größerer Aktienpositionen. Auf der anderen Seite des Atlantiks waren die Aussichten für Technologie-Börsengänge in Deutschland in den letzten Jahren dagegen nicht sonderlich rosig. Tatsächlich gab es 2019 gerade einmal vier Börsengänge mit einem Emissionsvolumen von lediglich 3,5 Milliarden Euro. Damit war 2019 das schwächste Jahr für deutsche Börsengänge seit der Finanzkrise 2009.<sup>3</sup>

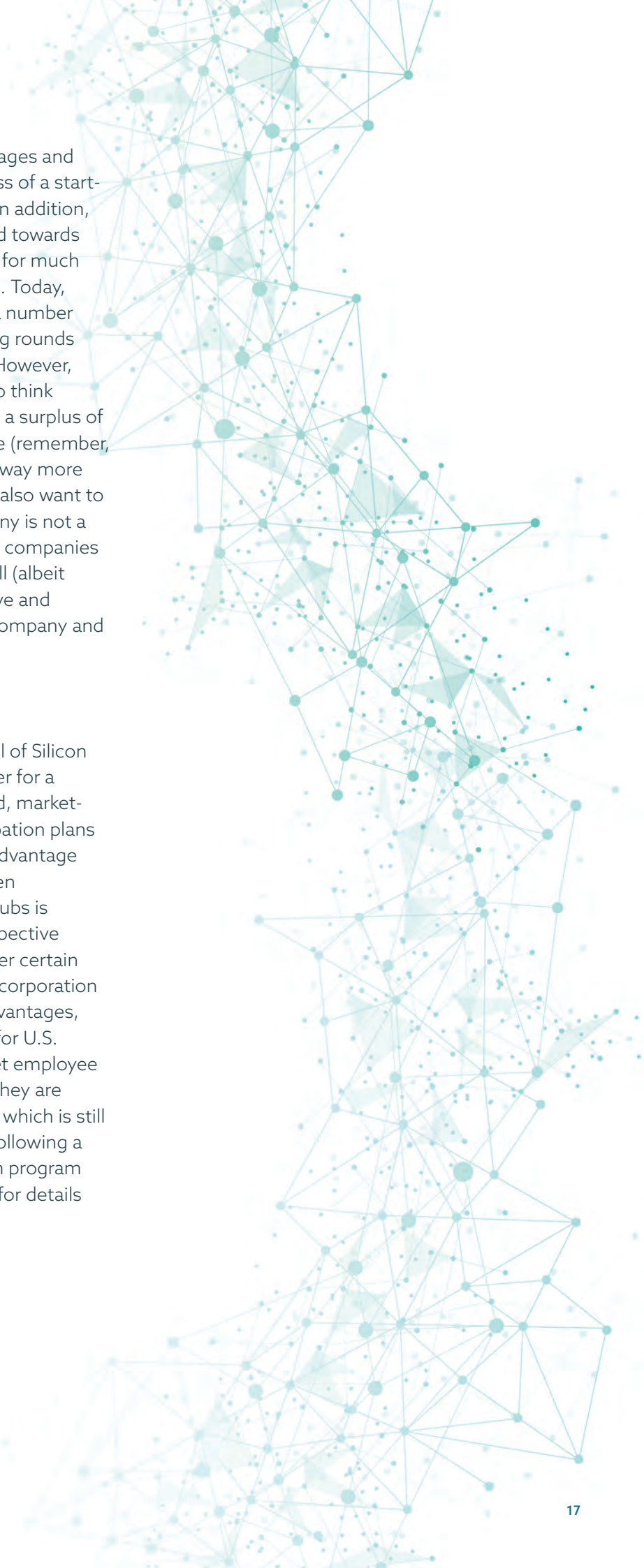
Eine Diskussion über die Vor- und Nachteile eines Börsengangs für den Erfolg eines Start-ups würde den Rahmen dieses Leitfadens sprengen. Darüber hinaus haben wir in den letzten Jahren einen deutlichen Trend beobachtet, dass junge Technologieunternehmen deutlich später als in der Vergangenheit den Weg an die Börse einschlagen. Heutzutage durchlaufen die meisten Börsenkandidaten eine Reihe von Finanzierungsrunden und sind mehrere Jahre im Geschäft, ehe sie das Mammutprojekt "Börsengang" angehen. Wir glauben zwar, dass es sinnvoll ist, frühzeitig über Exit-Szenarien nachzudenken und ein Maximum an Flexibilität in die eigene Unternehmensstruktur einzubauen (wie schon erwähnt, ein Flip in späteren Jahren löst mglw. viel höhere Steuern aus). Allerdings ist es für einen Börsengang in den USA nicht zwingende Voraussetzung, ein US-Unternehmen zu werden, da auch ausländische Unternehmen unter bestimmten Voraussetzungen an US-Börsen notiert werden können (auch wenn dieser Prozess teurer und umständlicher sein kann als die Notierung eines US-Unternehmens und die Bewertungen letztlich darunter leiden können).

### 1.3 Zugang zu Talenten und Mitarbeiterbeteiligungsprogramme

Schließlich sind US-Unternehmen als Arbeitgeber für qualifizierte Mitarbeiter in den Technologiezentren des Silicon Valley und anderen Teilen der USA tendenziell attraktiver, da sie die in den dortigen Märkten etablierten eigenkapitalbasierten Mitarbeiterbeteiligungsprogramme anbieten können. Ein potenzieller Nachteil, mit dem deutsche Technologieunternehmen im Wettbewerb um Talente in den US-Tech-Hubs konfrontiert sind, liegt darin, dass sie ihren potentiellen Mitarbeitern häufig keine "echte" Unternehmensbeteiligung anbieten können, wie es die umworbenen Talente in den USA gewohnt sind. Während Anteile an einer Delaware C Corporation unter bestimmten Umständen Steuervorteile für in den USA Steuerpflichtige bieten können, bestehen solche Steuervorteile bei typischen Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen, wie man sie von deutschen Start-ups kennt, bislang nicht (insbesondere wenn es sich um die in Deutschland nach wie vor vorherrschenden virtuellen Programme handelt). Nach einem Flip kann auf Ebene der HoldCo dagegen ein Mitarbeiterbeteiligungsprogramm (ESOP) nach US-amerikanischem Vorbild eingerichtet werden (zu Einzelheiten siehe Kapitel A.III.4).

3. Zahlen aus dem von PwC veröffentlichten Emissionsmarkt Deutschland Q4 2019.





A discussion about the various advantages and disadvantages of an IPO for the success of a start-up is beyond the scope of this Guide. In addition, over the last years we saw a clear trend towards young tech companies staying private for much longer periods of time than in the past. Today, most start-ups will be in business for a number of years and complete several financing rounds before they can prepare to go public. However, while we believe that it makes sense to think about exit scenarios early on and build a surplus of flexibility into one's corporate structure (remember, a flip later down the road will often be way more expensive from a tax perspective), we also want to point out that becoming a U.S. company is not a requirement for a U.S. IPO as non-U.S. companies can list on U.S. stock exchanges as well (albeit that the process can be more expensive and cumbersome than a listing for a U.S. company and valuations might take a hit as well).

### **1.3 Access to Talent Pool and Employee Incentive Programs**

Finally, tapping into the rich talent pool of Silicon Valley and other U.S. tech hubs is easier for a U.S. legal entity as it can offer standard, market-tested equity-based employee participation plans with stock options. One potential disadvantage that German tech companies face when competing for talent in the U.S. tech hubs is that often they cannot offer their prospective hires equity compensation. While under certain circumstances shares in a Delaware C corporation can provide U.S. taxpayers with tax advantages, such tax advantages are not available for U.S. taxpayers under typical German market employee participation programs (particularly if they are phantom equity or "virtual" programs, which is still the standard approach in Germany). Following a flip, a U.S. style employee stock option program (ESOP) can be established at HoldCo (for details see Chapter A.III.4).

## 2. NACHTEILE EINER DOPPELSTÖCKIGEN STRUKTUR

Natürlich müssen Gründer und bestehende Investoren eines deutschen Start-ups sich auch mit den möglichen Nachteilen und Risiken eines Flips und einer doppelstöckigen Struktur auseinandersetzen.

### 2.1 Zusätzliche Komplexität

Lasst uns für einen Moment philosophisch werden. "Complexity is the enemy of execution", zu deutsch etwa: "Die Komplexität ist der Feind jedes Tuns". Klingt ganz smart, oder? Ja, wir wissen, dass dieses Zitat nicht von uns stammt, sondern von Anthony "Tony" Robbins, Bestsellerautor und Erfolgscoach und es ist hier auch aus dem Zusammenhang gerissen, aber es ist eingängig und fasst einen der größten Nachteile eines Flips gut zusammen. Das vielfach für deutsche Gründer unbekannte US-Rechtssystem und die verschiedenen Unternehmensebenen mit unterschiedlichen rechtlichen und steuerrechtlichen Anforderungen werden schlicht die Komplexität der Unternehmensführung für die Gründer erhöhen. Komplexität kann wie ein Klotz am Bein des Start-ups wirken und die beiden oftmals einzig relevanten Vorteile des Unternehmens untergraben: Geschwindigkeit und Fokussierung.

**Steuerrechtliche Erwägungen:** Vor allem bei der Errichtung einer doppelstöckigen Struktur müssen sich die Gründer verschiedener steuerlicher Fallstricke bewusst sein.

- Um nur einen Aspekt vorwegzunehmen, auf den wir später noch zurückkommen werden, Start-ups sollten nach Möglichkeit vermeiden, dass die HoldCo aus steuerlicher Sicht sowohl in Deutschland als auch den USA ansässig wird (Problem der sog. "Doppelansässigkeit").
- Ein Flip wird die steuerliche Komplexität auch in anderer Hinsicht erhöhen, da OpCo als Tochtergesellschaft der HoldCo eine so genannte "Controlled Foreign Corporation" (CFC) ist und in die US-Steuererklärung der HoldCo gemäß Abschnitt 5471 Internal Revenue Code (IRC) aufgenommen werden

muss, obwohl die Einkünfte der OpCo weiterhin in Deutschland besteuert werden. Darüber hinaus gelten im Hinblick darauf, dass die OpCo nun eine CFC ist, recht umfangreiche Berichts- und Rechnungslegungspflichten.

So viel vorab, aber keine Sorge, wir gehen an späterer Stelle noch auf weitere steuerliche Problemfelder eines Flips ein, insbesondere Steuerlasten der Gesellschafter aus dem Flip selbst (siehe Kapitel II.2.2).

**Ein unbekannter Rechtsrahmen:** Während deutsche Gründer mit den rechtlichen Rahmenbedingungen ihres Heimatlandes mehr oder weniger vertraut sind (zumindest hofft man das), führt die Expansion in die USA mit ihrem teilweise doch relativ stark abweichenden Rechtssystem zu zusätzlicher Komplexität in der Unternehmensführung. Wie wir weiter unten sehen werden, sind beispielsweise die "Board"-Konzepte einer GmbH und einer Corporation verschieden und die Rollen eines *Directors* und *Corporate Officers*<sup>5</sup> in einer US-amerikanischen Corporation mit einer Reihe von Pflichten und Haftungsrisiken verbunden, die nicht immer mit dem vergleichbar sind, was wir hier in Deutschland haben.

Zudem kann sich für das Start-up durch die Etablierung einer HoldCo früher das Risiko verwirklichen, in kostspielige Rechtsstreitigkeiten in den USA verwickelt zu werden. Ohne eine wie auch immer geartete Präsenz in den USA ist erfahrungsgemäß dieses Risiko tendenziell geringer<sup>6</sup>.

5. Zur besseren Lesbarkeit verwenden wir im Folgenden auch in der deutschen Sprachfassung die englischen Ausdrücke und verzichten auf eine deutsche Übersetzung.

6. Für eine kurze Einführung zu Prozessrisiken in den USA und möglichen Gegenmaßnahmen siehe unseren Guide "Go West - Venture Financings and Market Entry Projects in the United States":

<https://www.orrick.com/en/Insights/2018/10/Go-West-Venture-Financing-and-Business-Expansion-Projects-in-the-United-States-Second-Edition>.

---

## 2. DISADVANTAGES OF HAVING A TWO-TIER STRUCTURE

On the – be careful, lawyer humor ahead – flipside, founders and existing investors of a German start-up also have to assess the disadvantages and potential drawbacks of a flip and a two-tier structure.

### 2.1 Additional Complexity

Let's get philosophical for a moment. "Complexity is the enemy of execution." Sounds sophisticated, right? Yes, we know, that quote is not ours but stems from Anthony "Tony" Robbins, bestselling author and successful coach, and it is also taken out of context here; however, it is catchy and summarizes one of the most relevant drawbacks of a flip. The unknown U.S. legal system and the two corporate and tax layers will simply add complexity to your business structure. Complexity can be like a giant anchor threatening the only two real advantages many start-ups have: speed and focus.

**Tax Considerations:** Most notably, when establishing a two-tier structure, the founders need to be aware of various tax pitfalls.

- To foreshadow just one aspect that we will revisit later on, it should be ensured (to the extent possible) that HoldCo does not become a "dual resident" from a tax perspective.
- A flip will add greater tax complexity in another regard as well since OpCo as a subsidiary of HoldCo is a so-called "controlled foreign corporation" (CFC) and needs to be included in the U.S. tax return of HoldCo, although income of OpCo will still be taxed in Germany. In addition, rather extensive reporting and accounting obligations apply with respect to OpCo now being a CFC.

Rest assured, we have more tax considerations, in particular taxes for the shareholders directly resulting from the flip, and we know that you are looking forward to reading about those as well (see Chapter II.2.2 below).

### Operating in an Unknown Legal Framework:

Whereas German founders will be more or less familiar with their home country's legal framework (at least one would hope they are), expanding to the U.S. adds further complexity to their business. The founders are confronted with a significantly different legal governance system. As we will see below, the "board concepts" of a German GmbH and a U.S. corporation are different and the roles of directors and officers in a U.S. corporation come with a number of duties and liability risks that are not always comparable to what we have here in Germany.

Furthermore, though we are not aware of any empirical evidence supporting this claim, some founders fear that by setting up a HoldCo, their start-up might be subject to litigation in the U.S. at an earlier point in time. With no presence in the U.S., the risk of litigation in the U.S. appears otherwise to be more remote<sup>7</sup>.

---

7. For a brief introduction to U.S. litigation risks and potential countermeasures, please see our publication "Go West – Venture Financings and Market Entry Projects in the United States," which can be found on our website: <https://www.orrick.com/en/Insights/2018/10/Go-West-Venture-Financing-and-Business-Expansion-Projects-in-the-United-States-Second-Edition>.



## 2.2 Transaktionskosten

Ein weiteres Problem sind die Transaktionskosten für den Aufbau einer doppelstöckigen Struktur. Diese können je nach Einzelfall in die Zehntausende gehen, vor allem bei einem komplexeren Flip mit erheblichen steuerlichen Auswirkungen. Zum Beispiel muss ein Start-up, das mehrere Finanzierungsrunden hinter sich hat, bei der Planung eines Flips zahlreiche bisweilen konkurrierende Gesellschafterinteressen zum Ausgleich bringen. Auch wenn ein Flip idealerweise eng mit einer weiteren Finanzierungsrunde verknüpft sein sollte, muss das Unternehmen prüfen, ob die erhofften besseren Finanzierungsmöglichkeiten die höheren initialen Kosten aufwiegen.

Ein weiterer Aspekt, über den sich deutsche Start-ups im Klaren sein sollten, ist, dass ihre Rechtsberatungskosten bei einem Wechsel in die USA steigen werden (obwohl wir grundsätzlich unseren Mandanten dazu raten, Rechtsberatungskosten eher als eine Investition zur Vermeidung höherer Kosten in der Zukunft zu sehen, aber wir mögen da auch nicht ganz unvoreingenommen sein...). *Jonathan Chou*, Partner in unserem New Yorker Büro merkt dazu an: "Meiner Erfahrung nach unterschätzen viele deutsche Unternehmen die Kosten, die auf dem US-Markt auf sie zukommen. Die Führung eines Unternehmens ist hier teurer, ebenso wie Finanzierungsrunden und Exits. Wenn man sich für einen Flip entscheidet, muss man bereit sein, das notwendige Geld zu investieren."

Die Schätzungen variieren, aber viele Studien zeigen, dass US-Unternehmen im Vergleich zu ihren globalen Konkurrenten im Durchschnitt das Anderthalb- bis Zweifache für Rechtskosten ausgeben. Zwar sind uns keine ähnlichen Studien bekannt, die sich speziell mit den Rechtskosten für Start-ups befassen. Die Muster dürften aber vergleichbar sein. Während eine US-Gesellschaft relativ kostengünstig gegründet werden kann, steigen die Beratungskosten danach oft schnell an. Gründe hierfür sind u.a.:

- Die meisten Anwaltskanzleien rechnen ihre Arbeit nach wie vor auf der Grundlage von Stundensätzen ab oder verwenden diese Sätze zumindest als Ausgangspunkt für die Berechnung von Pauschalen oder sonstigen alternativen Vergütungsmodellen. Die Stundensätze für Rechtsberatung in den USA sind deutlich höher als die auf dem deutschen Markt. Erstklassige Partner in den besten Anwaltskanzleien der USA mit Fokus auf Technologieunternehmen haben oft Standardsätze um oder sogar über 1.000 US-Dollar.
- Gute Tech-Anwälte müssen mehr sein als "nur" Rechtsberater. Vielmehr müssen sie den Gründern und dem Board auch strategisch beratend zur Seite stehen. Während diese Beobachtung natürlich gleichermaßen für Deutschland gilt, stellen wir aber fest, dass die Beratung in den USA häufiger bereits in der Frühphase der Unternehmensentwicklung eine proaktive und vorausschauende Einbindung von erfahrenen Anwälten einschließt. Durch eine dauerhafte und vertrauensvolle Zusammenarbeit sollen Technologieunternehmen frühzeitig vor rechtlichen Fallstricken und in den USA besonders kostspieligen Rechtsstreitigkeiten geschützt werden. Daher haben Anwälte hier vielfach eine relativ gesehen umfassendere Rolle und sind stärker in die Geschehnisse des Start-ups involviert.
- Unserer Erfahrung nach werden Vertragsbedingungen mit US-Kunden oder -Lieferanten tendenziell auch intensiver und länger verhandelt, was den Beratungsaufwand weiter erhöhen kann.



## 2.2 Transaction Costs

A further concern are the out-of-pocket costs of setting up a two-tier structure. These costs might run into the tens of thousands, especially in the case of a more complex flip with considerable tax consequences to be kept in mind. For example, as we will see, after various fundraising rounds, a company has to balance numerous competing shareholder interests when planning a flip. Even though a flip should ideally be closely linked to a further financing round, the company needs to evaluate whether the better access to funding can be justified against the incurrance of these set-up costs.

One thing German start-ups should also be aware of is that their legal costs after a move to the U.S. will be higher (though we would usually counsel our clients to think of legal costs more as an investment into avoiding higher costs down the road, but we may be biased here...). *Jonathan Chou*, partner in our New York office observes: "In my experience, many German companies underestimate the costs to compete in the U.S. market. Running your business is more expensive, as are the funding rounds and the exits. If you decide to flip, you have to be willing to invest the necessary money."

Estimates vary, but many studies find that U.S. companies in general spend 1.5-2.0x on legal costs compared to their global peers. While we are not aware of similar studies that particularly research legal costs for start-ups, we believe that patterns are likely similar here as well. While the U.S. entity can be set up fairly inexpensively, legal costs thereafter quickly ramp up. Reasons include the following:

- Most law firms still charge for their work based on hourly rates or at least use these rates as measuring sticks for calculating flat fee or lump sum agreements. The U.S. hourly rates are significantly higher than those in the German market for legal advice. Top-notch partners in the best tech law firms in the U.S. often have standard billing rates around or even north of USD 1,000.

- Good tech lawyers need to be more than "only" legal advisers. Rather, they need to be strategic counsel to the founders and the board. While this observation holds true also for Germany, we observe that in the U.S. market being a trusted legal advisor more often involves proactive and forward-looking advice to help the tech company avoid legal pitfalls and costly litigation down the road. Hence, tech lawyers in the U.S. often have a broader role and are more involved.
- According to our experiences, when expanding into the U.S. market, founders should be aware that commercial contracts with U.S. customers often tend to be negotiated more aggressively on contract terms than with non-U.S. companies, adding further to the legal bill.

## II. Der Weg in eine doppelstöckige Struktur

Wie Gründer in eine doppelstöckige Struktur gelangen können, hängt weitgehend davon ab, ob sie in Deutschland bereits eine Gesellschaft gegründet haben, d.h. ob bereits eine (deutsche) OpCo existiert oder nicht.

- Besteht noch keine OpCo oder ist die bestehende Gesellschaft noch sehr "jung", so dass sie unter Übertragung der (wenigen) bestehenden Vermögenswerte (oft IP und vielleicht einige erste Verträge) auf eine neue OpCo aufgelöst werden kann, ohne dabei eine signifikante Steuerlast auszulösen, können die Gründer die Doppelstockstruktur auf der grünen

Wiese aufsetzen. Hierzu gründen sie zunächst ihre persönlichen Holdinggesellschaften, die dann die HoldCo gründen und in einem letzten Schritt gründet die HoldCo die (neue) OpCo.

- Wenn die Gründer bereits eine OpCo gegründet haben und es keine einfache Möglichkeit gibt, mit einer zweiten OpCo "neu zu beginnen", erfordert der Weg in eine doppelstöckige Struktur in der Regel einen Tausch der Anteile an der bestehenden OpCo gegen Anteile an der neuen HoldCo, den sog. Flip.

### 1. DAS SETUP AUF DER GRÜNEN WIESE

Wenn die Gründer die Möglichkeit haben, auf der grünen Wiese zu beginnen, so können sie in der einfachsten Form zunächst eine (US amerikanische) HoldCo gründen, welche dann die (deutsche) OpCo gründet. Da die Gründer in einem solchen Fall aber noch ein Maximum an Flexibilität haben, ist es sinnvoll, einen Moment innezuhalten und eine steuerlich vorteilhaftere Lösung zu prüfen. Insbesondere dürfte es sich oftmals empfehlen, zwischen Gründern und HoldCo noch deutsche Holdinggesellschaften für den einzelnen Gründer (in der Regel in Form einer UG (haftungsbeschränkt)) einzuziehen und dann die persönlichen Holdings und nicht die Gründer selbst die HoldCo gründen zu lassen.

#### 1.1 Gründung von persönlichen Holdinggesellschaften

Gründer, aber auch andere Personen, die in das Unternehmen investieren, wie z.B. Business Angels, können ihre Anteile an der HoldCo entweder unmittelbar oder über eine hundertprozentige Tochtergesellschaft (nachfolgend "Gründer-Holding") halten. Während das Halten der Beteiligung über eine Gründer-Holding die Finanzierungsdocumentation etwas komplizierter macht und einige Kosten für den Aufbau und die laufende Verwaltung einer separaten juristischen Person mit sich bringt, lohnt es sich, frühzeitig über eine angemessene

## II. Getting into a Two-Tier Structure

How founders can get into a two-tier structure largely depends on whether they have already incorporated an entity in Germany or not, *i.e.*, whether or not there is already a (German) OpCo.

- If they haven't yet incorporated (or their existing German entity is still very "fresh" and can be dissolved by transferring existing assets (often IP and maybe some first contracts) to a new OpCo without triggering significant taxes), the founders can set up the structure from scratch by first setting up their personal holding companies, then having such holding companies incorporate HoldCo and in a final step having HoldCo establish OpCo.
- If the founders have already established OpCo and there is no easy option to "start over" with a new OpCo, the way into a two-tier structure usually requires a little reorganization, colloquially known as a "flip," as further described below.

### 1. SET UP FROM SCRATCH

If the founders have the opportunity to start with a blank slate, they would in the simplest form first set up a (U.S.) HoldCo and that HoldCo in turn would incorporate the (German) OpCo. However, given that in this scenario the founders are not constrained by legacy decisions, it makes sense to pause for a moment and consider a more tax-advantageous solution with first setting up personal German holding companies (usually in the form of a UG (haftungsbeschränkt)) for each founder and then have these personal holding companies rather than the founders themselves set up HoldCo.

#### 1.1 Setting up Personal Holding Companies

Founders, or other people investing in the company, such as business angels, can hold their shares in HoldCo either directly or through a wholly owned subsidiary. While holding one's participation through a founder holding company makes the financing documentation a little more complex and causes some costs for setting up and maintaining a separate legal entity, it is worth thinking about an adequate holding structure early on, as its implementation at a later point in time can have negative tax consequences.

Holdingsstruktur nachzudenken. Der Wechsel in eine solche Struktur zu einem späteren Zeitpunkt, ist vielfach mit u.U. erheblichen negativen steuerlichen Folgen verbunden.

Das Halten von Anteilen an der HoldCo über Gründer-Holdings hat gewisse Steuervorteile, die wir im Folgenden kurz skizzieren. Dabei haben die folgenden Ausführungen die in Deutschland ansässigen und steuerpflichtigen Gründer im Blick; die Situation in anderen Ländern kann davon abweichen und es sollte immer eine Prüfung und Beratung im Einzelfall erfolgen.

#### **Besteuerung von Veräußerungsgewinnen:**

Eine Gründer-Holding bietet Steuervorteile, wenn der Gründer seine Beteiligung an der HoldCo verkaufen möchte. Ohne eine Gründer-Holding würden bei Verkauf seiner Beteiligung an der HoldCo Veräußerungsgewinne mit einem Steuersatz von bis zu 28,5% besteuert werden (ggf. zzgl. Kirchensteuer). Die Verwendung einer Gründer-Holding würde es dem Gründer dagegen ermöglichen, die Besteuerung der Gewinne aus dem Verkauf seiner (indirekt über die Gründer-Holding gehaltenen) Beteiligung an der HoldCo auf effektiv maximal 1,5% zu senken. Für die Gründer-Holding sind 95% der Kapitalerträge aus der Veräußerung steuerfrei, während die verbleibenden 5% mit etwa insgesamt 30% Körperschaftsteuer, Solidaritätszuschlag und Gewerbesteuer besteuert werden (im Ergebnis eine Steuerquote von etwa 1,5%). Hält der Gründer seine Beteiligung an der HoldCo unmittelbar, müsste er auf Veräußerungsgewinne und Dividenden ggf. auch Kirchensteuer zahlen. Bei einer Gründer-Holding fällt hingegen keine Kirchensteuer auf Kapitalerträge an.

Wenn der Gründer Gewinne aus dem Exit auf seine persönliche Ebene übertragen will und eine Dividende aus seiner Gründer-Holding an sich ausschüttet, neutralisiert dies grob betrachtet den Steuervorteil der Gründer-Holding. Allerdings kann der Gründer natürlich auch nur einen Teil seiner Exiterlöse ausschütten, während der Rest von seiner Gründer-Holding für Reinvestitionen in andere Unternehmen oder Anlagen (Aktien, Immobilien usw.) genutzt werden kann. Zudem kann der Gründer bei Ausschüttungen einer Gründer-Holding den Zeitpunkt der Besteuerung bestimmen. Ohne eine Gründer-Holding würde die Steuerlast in dem Zeitpunkt entstehen, in dem die

Veräußerung der HoldCo erfolgt.

**Besteuerung von Dividenden:** Eine persönliche Holdinggesellschaft bietet unter Umständen auch dann Steuervorteile, wenn die HoldCo ihren Gesellschaftern Dividenden ausschüttet. Ohne Gründer-Holding kann sich die individuelle Steuerlast in diesem Fall auf bis zu 26,4% belaufen, wobei Kirchensteuer sogar noch hinzukäme. Erfolgt die Ausschüttung dagegen an die Gründer-Holding, läge die Steuerlast wiederum bei effektiv ca. max. 1,5%, wenn die Gründer-Holding mindestens 15% des Nennkapitals der HoldCo hält (ggf. auch durch die von mehreren Gründern in einer gemeinsamen Gründer-Holding gepoolten Beteiligung an der HoldCo).

Bei Beteiligung unter 15% ist für Dividenden die direkte Beteiligung in der Regel per Saldo steuergünstiger als das Halten über die persönliche Holdinggesellschaft. Jeder Gründer sollte sich daher fragen, ob der zukünftige Business Case hohe Dividendenzahlungen beinhaltet. In der Regel wird dies nicht der Fall sein. Dann wirkt sich dieser Nachteil nicht aus.

## **1.2 Gründung der HoldCo**

### **1.2.1 Welche Gesellschaftsform bietet sich an?**

In der Regel empfiehlt sich die Gründung einer HoldCo in Delaware. In den USA werden Gesellschaften üblicherweise nach dem Recht des Bundesstaates Delaware gegründet, was insbesondere an dem unternehmerfreundlichen Ruf des Staates liegt. Die Gründer profitieren von einer hohen Flexibilität bei der Gesellschaftsgründung (etwa bei der Struktur des Unternehmens oder beim Festlegen von Gesellschafterrechten und -pflichten), spezialisierten und sehr erfahrenen Gerichten und einer ausdifferenzierten Rechtsprechung (welche für ein hohes Maß an Rechtssicherheit sorgt) sowie einen effizienten Secretary of State (dies ist die für gesellschaftsrechtliche Angelegenheiten zuständige Behörde in Delaware was wiederum bürokratische Hürden und administrative Verzögerungen gering hält). Zudem sind die meisten Rechtsberater in den USA mit dem Gesellschaftsrecht Delawares gut vertraut.

Nach dem Recht des Staates Delaware kann zwischen folgenden Gesellschaftsformen gewählt werden:



The main reasons and benefits for holding one's shares in HoldCo through personal holding companies are tax-driven. We briefly outline them below. Note that the following comments are directed at German resident and taxable founders and that the situation may be different in other cases.

**Taxation of Capital Gains:** A personal holding company offers tax advantages if the founder wants to sell her participation in HoldCo. Without a personal holding company, she would incur up to 28.5% personal tax cost on capital gains when she sells her participation in HoldCo (pot. increased by church tax). Using a personal holding company, however, would allow the founder to reduce the taxation on capital gains from selling her participation in HoldCo to effectively max. 1.5%; the personal holding company is eligible for a 95% tax exemption on capital gains. The remaining 5% are taxed at a total of approx. max. 30% corporate tax (including the solidarity surcharge) and trade tax, reducing her tax to approx. max. 1.5%. Church tax may still come on top in a scenario where the founder would hold her shares in HoldCo directly but would not accrue to capital gains in case of a personal holding company.

If the founder then wants to enjoy the gains from the exit on her personal level and pays out a dividend from her personal holding company to herself, this would neutralize the tax advantage of the personal holding company. However, depending on the volume of the capital gain, the founder may only need a fraction of the wealth on her personal level, with the remainder being available for reinvestments out of the founder's personal holding company in other ventures or assets (shares, property, etc.). Also, with a personal holding company, the founder can determine the point in time when the tax on the distribution accrues. Without a personal holding company, the tax would accrue upon the divestment of the shares in HoldCo by the founder.

**Taxation of Dividends:** Similarly, a personal holding company structure may offer tax advantages if HoldCo pays dividends to its shareholders, depending on the circumstances. Without a personal holding company, taxation

on the personal level may go up to 26.4%, excluding church tax, whereas with a personal holding company, the tax burden would be limited to approx. max. 1.5%, but only if the founder's personal holding company holds at least 15% of the nominal capital of HoldCo (including in suitable cases through pooled holdings in HoldCo).

If the founder holds less than 15% in HoldCo, (merely) for dividends, a direct investment in HoldCo is often more tax advantageous than holding the investment through a personal holding company. Each founder should therefore ask herself whether the future business case includes high dividend payments. As a rule, this will not be the case. Then this disadvantage will not have an impact.

## 1.2 Setting up HoldCo

### 1.2.1 What Company Form to Choose?

In most cases, it is advisable to incorporate HoldCo in Delaware. U.S. companies are most commonly incorporated in Delaware because of the state's business-friendly reputation, which includes flexible business formation statutes (allowing flexibility in structuring business entities and allocating rights and duties), specialized, highly experienced courts dedicated to hearing corporation cases (which brings with it the additional benefit of well-established case precedent, which, in turn, provides greater guidance reducing the risk of litigation) and an efficient Secretary of State (which reduces administrative burdens and holdups). Most U.S. investors also tend to prefer Delaware because of the ease with which capital stock can be transferred (including the ability to go public). Furthermore, the corporate law of Delaware enjoys the advantage of being widely familiar to legal practitioners across the United States.

Under Delaware law, it is possible to choose between the following company forms:

- **C Corporations:** Most venture capital-backed companies are C Corporations and unless there are compelling other reasons this should be the preferred choice for German founders;

- **C Corporations:** Die meisten VC-finanzierten Start-ups sind sog. C Corporations. Auch für deutsche Start-ups sollte sie die erste Wahl sein, wenn keine zwingenden Gründe entgegenstehen;
- **S Corporations:** Eine S Corporation ist eine personalistisch organisierte Gesellschaft (nicht mehr als 100 Gesellschafter), welche ein Wahlrecht dahingehend ausgeübt hat, nach Kapitel 1 Unterkapitel S des US Internal Revenue Code besteuert zu werden. Durch die Wahl wird die Gesellschaft steuerlich transparent (die S Corporation schuldet also selbst keine Körperschaftsteuer, sondern Einkünfte und Verluste werden den Gesellschaftern zugerechnet); und
- **LLCs:** Diese – ebenfalls dem Recht der einzelnen Bundesstaaten unterliegende – (relativ) neue Rechtsform einer haftungsbeschränkten Gesellschaft, kann für Steuerzwecke sowohl in den USA als auch in Deutschland als Personen- oder als Kapitalgesellschaft behandelt werden. In den USA besteht ein diesbezügliches Wahlrecht, während in Deutschland im Rahmen eines Rechtstypenvergleichs anhand der Ausgestaltung der LLC geprüft werden muss, ob sie als Personen- oder Kapitalgesellschaft zu behandeln ist. Im Zweifel wird die steuerliche Lage durch die Verwendung einer LLC aber komplexer (z.B. bei Entstehen eines Qualifikationskonflikts). Gründer, die früher oder später VC-Investoren an Bord bringen wollen, sollten ihre Gesellschaft nicht als LLC gründen, da VC-Investoren oftmals nicht in solche Gesellschaftsformen investieren dürfen oder wollen.

### 1.2.2 Was ist bei der Gründung zu beachten?

Als Gründungsdokumente spielen für die HoldCo vor allem das sog. *Certificate of Incorporation*, durch das die Gesellschaft auf Antrag beim Secretary of State des Gründungsstaates (in der Regel Delaware) gegründet wird, und die sog. Bylaws, die die wesentlichen "Spielregeln" und Verfahrensvorschriften für die Gesellschaft und ihre Gesellschafter bestimmen, eine Rolle. Unverzüglich

#### DIE FIRMA DER HOLDCO



Bei der Namenswahl für die HoldCo gilt es, Probleme mit der Verletzung von Drittmarken oder -domains zu vermeiden und sicherzustellen, dass der Name tatsächlich noch verfügbar ist. Eine Marke wird verletzt, wenn die Nutzung des Namens geeignet ist, die beteiligten Verkehrskreise (insbesondere Kunden) in die Irre zu leiten, was die Herkunft der Waren und Dienstleistungen angeht. Hier gibt es einige Schritte, die bei der Namenswahl bedacht werden sollten. Gründer können die ersten der im Folgenden genannten Maßnahmen selbst vornehmen und die gewonnenen Erkenntnisse dann einem kompetenten US-Rechtsberater zur weiteren Prüfung vorlegen (um die letzten zwei Buletpoints sollte sich unseres Erachtens in jedem Fall ein entsprechend qualifizierter Rechtsberater kümmern):

- Eine Google-Suche gibt ersten Aufschluss darüber, welche anderen Unternehmen den gleichen oder einen ähnlichen Namen noch nutzen.
- Auch die Website des US-amerikanischen Patent- und Markenamts sollte zu Rate gezogen werden.
- Außerdem zeigt eine Suche auf GoDaddy.com oder anderen Domain-Registrierungsstellen, ob die gewünschte Domain verfügbar ist. Wenn die ".com"-Domain schon vergeben ist, spricht dies für eine vorherige Verwendung und ist eine "Red Flag".
- Eine Suche in den Gesellschafts- und LLC-Dokumenten des Secretary of State in den Staaten, in denen die Gesellschaft Geschäfte betreiben will, kann gleiche oder ähnliche Namen anderer Unternehmen aufzeigen<sup>8</sup>.
- Ein US-Rechtsberater sollte anschließend ggf. eine professionelle Markenrecherche aufsetzen.

nach Gründung der Gesellschaft wird das Board of Directors bestellt, welches dann zu einer ersten Sitzung zusammentritt und hierin den Verkauf von Gesellschaftsanteilen an die neuen Gesellschafter genehmigt, die *Officers* der Gesellschaft bestellt und andere erste Maßnahmen genehmigt.

Das Certificate of Incorporation muss enthalten:

- Die Firma der Gesellschaft;
- Die Adresse des Geschäftssitzes in Delaware sowie den Namen des eingetragenen Vertreters (der sog. Registered Agent);
- Den Unternehmensgegenstand; und
- Bei Corporations zudem noch Informationen zu den ausgegebenen Wertpapieren (Aktien oder Mitgliedschaftsanteile).

8. Vgl. für Delaware: <https://icis.corp.delaware.gov/ecorp/entitysearch/namesearch.aspx>.

- **S Corporations:** These, like C Corporations, are formed under state law. An S Corporation is a closely held corporation (not more than 100 stockholders) that makes a valid election to be taxed under Subchapter S of Chapter 1 of the U.S. Internal Revenue Code. The election results in the corporation becoming a pass-through entity for tax purposes (meaning that the S Corporation itself does not pay income tax; rather, profits and losses are passed through and divided among the corporation's stockholders); and
- **LLCs:** This (relatively) new legal form of a limited liability company, which is also subject to the laws of the individual Federal States, can be treated for tax purposes in the USA and Germany as a partnership or a corporation. In the USA there is an option to do so, whereas in Germany it has to be examined within the scope of a comparison of legal types whether the specific LLC is to be treated as a partnership or as a corporation. In case of doubt, however, the tax situation becomes more complex when using an LLC (e.g., if a conflict of qualification arises). Founders who sooner or later want to bring VC investors on board should not set up their company as an LLC, as VC investors are often not allowed to invest, or interested in investing, in such corporate forms.

### 1.2.2 How to Incorporate

The basic constitutional documents relevant for HoldCo are the certificate of incorporation, which establishes the formation of the corporation upon filing with the Secretary of State of the state in which the corporation is incorporated (i.e., usually Delaware), and the bylaws, which set forth the fundamental rules and procedures by which the corporation will be governed. As promptly as practicable after incorporation, the incorporator would typically elect the initial board of directors,

#### CHOOSING HOLDCO'S NAME



When picking a company name, it is important to do research to help avoid trademark infringement or domain name problems and to ensure that the chosen name is actually available to use. Someone's trademark may be infringed if the use of a mark is likely to cause confusion among customers as to the source of the goods or services. Here are some steps to take in order to avoid naming issues. Founders can do the first steps themselves and then provide their U.S. counsel options for further review and confirmation (the last two bullets should, however, be done by a U.S. counsel):

- Do a Google search on the name to see what other companies may already be using the same or a similar name.
- Do a search on the U.S. Patent and Trademark Office site for federal trademark registrations on your proposed name.
- Do a search on GoDaddy.com or other name registrars to see if the domain name you want is available. If the ".com" domain name is taken, this could signal the potential of prior use and is therefore a red flag.
- Do a search of Secretary of State corporate or LLC records in the states where the company will do business to see if anyone is using the same or a similar name<sup>9</sup>.
- U.S. counsel should then do a professional trademark search where this seems advisable.

who would then hold their first organizational meeting in which shares of stock are approved to be sold to the incoming shareholders, officers are appointed, and other initial actions are authorized.

The certificate of incorporation must include:

- The name of the company;
- The address of the company's registered business office in Delaware and the name of its registered agent;
- The nature of the business purposes to be conducted or promoted; and
- In the case of corporations, information about the company's securities (stock or membership interests).

9. Cf. for Delaware: <https://icis.corp.delaware.gov/ecorp/entitysearch/namesearch.aspx>.

Die folgenden Bestimmungen sind zwar nicht verpflichtend, finden sich aber dennoch häufig im Certificate of Incorporation:

- Das Recht der Directors, die Bylaws oder das sog. Limited Liability Company Agreement zu ändern oder aufzuheben;
- Schutz der Directors, einschließlich Beschränkungen der persönlichen Haftung unter bestimmten Umständen; und
- Etwaige Beschränkungen der Dauer der Gesellschaft.

Die Bylaws können insbesondere zu folgenden Themen alle Bestimmungen enthalten, die nicht im Widerspruch zum Gesetz oder zum Certificate of Incorporation stehen:

- Dem Unternehmensgegenstand des Unternehmens;
- Der Führung der Geschäfte des Unternehmens; und
- Den Rechten und Befugnissen der Gesellschaft, ihrer Gesellschafter oder Anteilseigner, Directors oder Manager und Corporate Officers oder Arbeitnehmer.

Die Bylaws bestimmen üblicherweise, wie das Unternehmen geführt wird, das Verfahren und die Frequenz von Versammlungen, die Haftungsfreistellung der Directors und Manager usw. Für die Annahme, die Änderung und den Widerruf der Bylaws sind die stimmberechtigten Gesellschafter oder, wenn das Certificate of Incorporation dies zulässt, das Board of Directors zuständig.

### 1.3 Gründung der OpCo

Die OpCo kann gegründet werden wie jede andere deutsche Gesellschaft auch. Die einzige Besonderheit ist, dass die HoldCo die einzige Gesellschafterin der OpCo ist, sodass die geschäftsleitenden Directors der HoldCo diese im Gründungsprozess zu vertreten haben.

Als OpCo bieten sich eine GmbH oder eine UG (haftungsbeschränkt) an. Beide Gesellschaftsformen unterscheidet vor allem, dass das Mindeststammkapital einer GmbH EUR 25.000 beträgt, wohingegen bereits ein Euro

für eine UG (haftungsbeschränkt) ausreicht (auch wenn in der Praxis in der Regel eine etwas höhere Stammkapitalziffer gewählt wird).

Sobald der Entschluss zur Gründung der OpCo getroffen wurde, muss der Gesellschaftsvertrag aufgesetzt und notariell beurkundet werden. Anschließend werden die Geschäftsführer der OpCo bestellt, bei denen es sich um die gleichen Personen wie bei den Directors oder Officers der HoldCo handeln kann, aber nicht muss.

Unsere Erfahrung mit dem Aufsetzen von Doppelstockstrukturen zeigt, dass sich Gründer oftmals gerade am Anfang für eine längere Zeit in den USA aufhalten und für eine notarielle Beurkundung der Gründungsdokumente in Deutschland dann möglicherweise nicht mehr kurzfristig greifbar sind. In einem solchen Fall kann ein bevollmächtigter Vertreter (in der Regel ein Anwalt) die notarielle Beurkundung der OpCo-Gründung für die HoldCo wahrnehmen. Das deutsche Recht schreibt vor, dass eine für die Gründung einer deutschen GmbH erteilte Vollmacht selbst von einem Notar beglaubigt werden muss. Dies kann auch ein Notar in den USA sein (dann ist weiterhin noch eine Apostille beizubringen). Orrick beschäftigt in allen größeren US-Büros Notare und kann so gewährleisten, dass alle für die Gründung der OpCo erforderlichen Vollmachten und sonstigen in diesem Zusammenhang erforderlichen Dokumente rechtzeitig beigebracht werden.

Als Nächstes muss die HoldCo als Alleingründerin der OpCo die Mindesteinlage in Höhe der Hälfte des Stammkapitals einzahlen (Annahme ist hier, dass wie in der Praxis üblich eine Bargründung der OpCo erfolgt). Wenn beispielsweise die OpCo ein Stammkapital von EUR 25.000 hat (das Mindeststammkapital für eine GmbH), müssen in diesem Stadium zunächst nur EUR 12.500 eingezahlt werden.

Schließlich müssen die Geschäftsführer der OpCo die Eintragung der Gesellschaft ins Handelsregister beantragen. Nach erfolgter Eintragung besteht die OpCo als GmbH oder UG (haftungsbeschränkt) und die HoldCo als einzige Gesellschafterin der OpCo haftet grds. nur noch beschränkt auf das Stammkapital der OpCo.



Though not mandatory, the following provisions are frequently found in certificates of incorporation:

- The right of directors to amend or repeal company bylaws or the limited liability company agreement;
- Director protections, including limitations on personal liability under certain circumstances; and
- Any limitations on the term of the company's existence.

The bylaws can contain any provision, not inconsistent with law or with the certificate of incorporation or formation, relating to:

- The business of the company;
- The conduct of the company's affairs; and
- The company's rights or powers or the rights or powers of its stockholders or members, directors or managers, and officers or employees.

The bylaws typically specify how the company is managed, the conduct and frequency of meetings, indemnification of directors or managers, etc. The bylaws may be adopted, amended or repealed by the stockholders entitled to vote or if the certificate of incorporation permits, the board of directors.

### 1.3 Setting up OpCo

OpCo can be set up just like any other German company. The only peculiarity is that the only shareholder of OpCo is HoldCo so that the managing directors of HoldCo need to represent HoldCo during the incorporation process.

It is advisable to choose either a GmbH or a UG (haftungsbeschränkt) as OpCo. The main difference between both company forms is that while a GmbH's minimum share capital amounts to EUR 25,000, in the UG (haftungsbeschränkt), EUR 1 is sufficient (though in practice we usually see for practical purposes a somewhat higher share capital amount for UGs).

After having taken the decision to form OpCo, the articles of association need to be drafted and notarized. Afterwards, the managing directors for OpCo are appointed who can but do not need to be the same as HoldCo's directors or officers.

We have also experienced in the past that founders have already set sail for the U.S. and may therefore not be available in Germany for having the incorporation documents for OpCo notarized in front of a German notary. In such case the notarization can be executed by a representative (usually a lawyer) on behalf HoldCo based on a power of attorney. German law requires that a power of attorney granted for the incorporation of a German GmbH or UG (haftungsbeschränkt) must itself be notarized by a notary who can also be commissioned in the U.S.. Orrick employs notaries in all its major offices in the U.S. and can help get the power of attorney and other U.S. documents proofing HoldCo's existence and proper representation in place on time.

Next, HoldCo as the only founder needs to pay the minimum contribution which amounts to half of the share capital (assuming the standard case of a company founded by cash rather than in kind). If, e.g., OpCo has a share capital of EUR 25,000 (the minimum capital required for a GmbH), only EUR 12,500 need to be paid as a contribution at this stage (certain exceptions apply).

Finally, OpCo's managing directors need to file an application for the company's registration with the competent commercial register. As soon as the company is entered into the commercial register, OpCo is set up.

## 2. FLIP

Kommen wir endlich zum berühmten Flip. Wie schon erwähnt, versteht man unter einem Flip die Überführung eines deutschen Start-ups in eine US-amerikanische (Holding-) Struktur. Hierbei "tauschen" die Gesellschafter ihre Anteile an der unternehmenstragenden deutschen OpCo gegen Anteile an der US-amerikanischen HoldCo.

Für gewöhnlich verbleiben Vermögensgegenstände, IP-Rechte und Arbeitnehmer bei OpCo, während HoldCo die Rolle einer Holding- bzw. Management-Gesellschaft übernimmt, die manchmal auch operative Geschäftsbeziehungen mit Kunden in den USA eingeht. Wobei es sich aber aus verschiedenen Gründen empfiehlt, eine neue US-Gesellschaft unter der HoldCo, also eine Schwestergesellschaft der OpCo, zu gründen, und das und aus der HoldCo herauszuhalten.

### 2.1 Wie funktioniert ein Flip?

#### 2.1.1 Überblick

Hier zunächst ein kurzer und vereinfachter Überblick der typischen Schritte bei einem Flip, in den folgenden Kapiteln werden wir dann noch einige Details ergänzen. Welches die beste Transaktionsstruktur ist, lässt sich jedoch nur im konkreten Einzelfall beurteilen.

Die Gründer und Investoren der OpCo sind gut beraten, einen erfahrenen Berater an Bord zu holen, der sowohl das deutsche als auch das

US-amerikanische Steuer- und Gesellschaftsrecht überblickt und eine an die konkreten Bedürfnisse angepasste Transaktionsstruktur empfehlen kann.

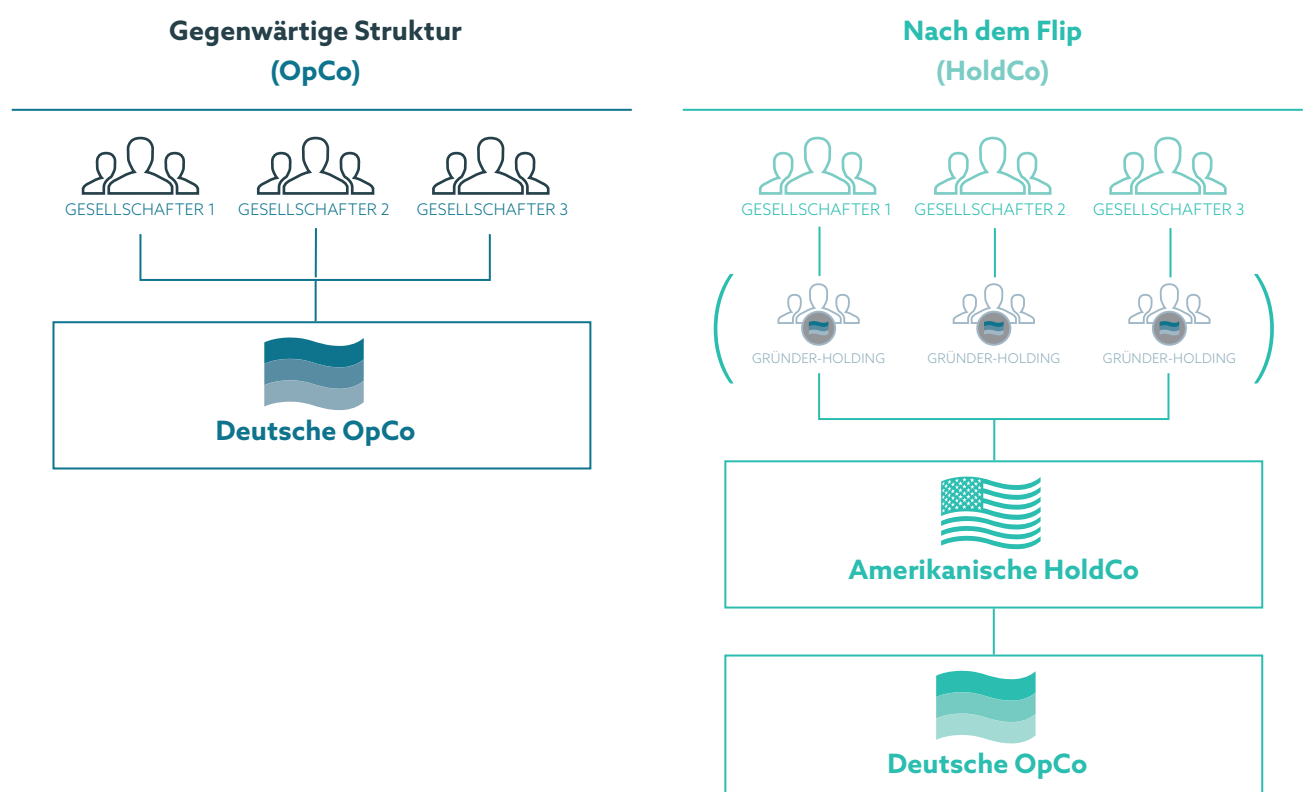
**Schritt 1:** Die Gesellschafter der OpCo (d.h. die Gründer bzw. ihre Gründer-Holdings und die Bestandsinvestoren) gründen die HoldCo.

**Schritt 2:** Die Gesellschafter der HoldCo (also die bisherigen Gesellschafter der OpCo) und ggf. neu hinzukommende Investoren (wenn der Flip im Rahmen einer Finanzierungsrunde erfolgt) schließen typische Vereinbarungen über ihre Rechte und Pflichten als künftige Gesellschafter der HoldCo, insbesondere Exit-Regelungen, Vorzugsrechte usw. Zu den Einzelheiten siehe Kapitel A.IV.3.

**Schritt 3:** Die Gesellschafter der OpCo übertragen 100% der Anteile an der OpCo an die HoldCo. Dies erfordert eine von einem Notar in Deutschland zu beurkundende Übertragungsvereinbarung. Im Gegenzug erhalten die bestehenden Gesellschafter der OpCo Anteile an der HoldCo. Bildlich gesprochen tauschen oder "flippen"/"swapen" sie ihre Anteile an der OpCo gegen Anteile an der HoldCo und die OpCo wird unter die HoldCo "umgehängt".

#### 2.1.2 Gründung der US-HoldCo

Für Einzelheiten zu der Gründung der HoldCo siehe bereits oben im Kapitel A.II.1.2.



## 2. FLIP

Now, finally, let's get to the famous "flip." As mentioned above, a "flip" refers to the "transfer" of a German start-up to a U.S. legal structure. In this process, the shareholders "swap" or "flip" their shares in the business-carrying (German) OpCo for shares in the (U.S.) HoldCo.

Usually, assets, intellectual property rights and employees remain with OpCo while HoldCo assumes the role of a holding and management company that sometimes also enters into business relationships with customers in the United States (though for various reasons, it is often more advisable to establish another new U.S. company beneath HoldCo, *i.e.*, a sister company to OpCo, to act as operating company in the U.S. market).

### 2.1 How to Flip

#### 2.1.1 Overview

Here is a brief and simplified summary of the typical steps to be taken in a flip, though in the following Chapters, we will add some nuances. The best transaction structure will, however, always depend on the specific case at hand. Founders and investors of OpCo are well-advised to bring an experienced counsel on board who can cover both the German and the U.S. tax and corporate law angles.

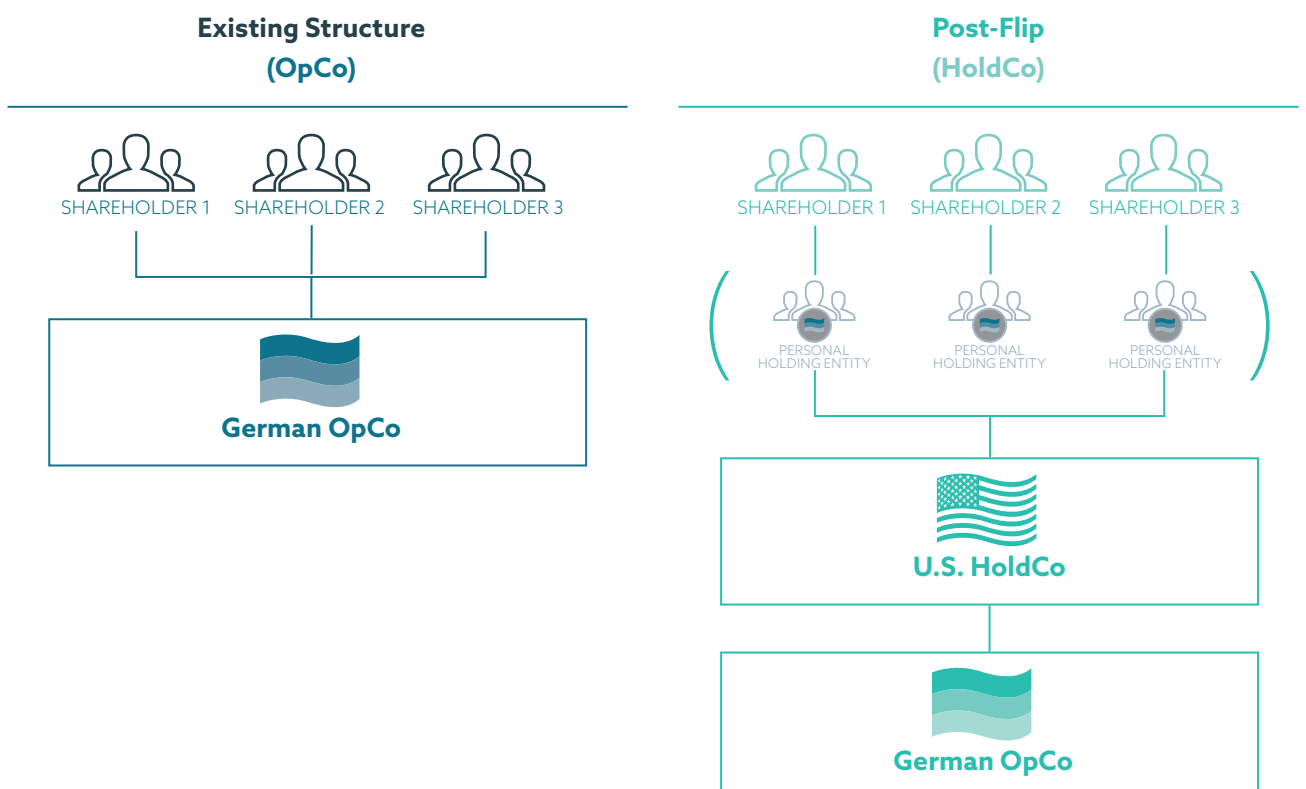
**Step 1:** The current shareholders of OpCo (*i.e.*, the founders or their founder holding entities and the existing investors) incorporate HoldCo.

**Step 2:** The current shareholders of HoldCo and potentially existing and/or new investors enter into the typical agreements governing their rights and obligations as future shareholders of HoldCo, including exit options, preference rights etc. (for more details, please see Chapter A.IV.3).

**Step 3:** The existing shareholders of OpCo transfer 100% of the shares in OpCo to HoldCo. This will require a transfer deed to be notarized in front of a German notary. In exchange, the existing shareholders of OpCo receive shares in HoldCo.

#### 2.1.2 Setting up a U.S. HoldCo

For details regarding how to set up HoldCo please see Chapter A.II.1.2 above.



### 2.1.3 Die Vereinbarung über den Anteilstausch (Securities Exchange Agreement)

Auch wenn die OpCo theoretisch sämtliche Vermögensgegenstände einfach auf die HoldCo übertragen könnte, ist es praktischer und bei einem Flip üblich, dass die Gesellschafter ihre Anteile an der OpCo in die HoldCo einbringen und im Gegenzug Anteile an der HoldCo erhalten. Die OpCo bleibt bestehen und erhält lediglich mit der HoldCo eine neue Alleingesellschafterin. So kann die OpCo ihr laufendes Geschäft fortführen und bestehende Verträge mit Arbeitnehmern, Lieferanten und Kunden müssen nicht übertragen werden.

Hierbei erhalten die bestehenden Gesellschafter der OpCo Anteile an der HoldCo *pro rata* zu ihrer Beteiligung an der OpCo. Statt einer Barzahlung übertragen sie als Gegenleistung ihre OpCo-Anteile an die HoldCo. Die Einzelheiten werden in einer Anteilstauschvereinbarung (i.d.R. ein sog. "Sale and Purchase Agreement") zwischen der HoldCo und den bestehenden Gesellschaftern der OpCo geregelt, der im Regelfall US-Recht unterliegen wird.

Um ihrer Verpflichtung aus der Anteilstauschvereinbarung nachzukommen, schließen die Gesellschafter der OpCo eine Übertragungsvereinbarung mit der HoldCo unter der die Gesellschafter alle OpCo-Anteile an die HoldCo übertragen. Diese Übertragungsvereinbarung bewirkt also den dinglichen Vollzug des schuldrechtlichen Verpflichtungsgeschäfts aus der Anteilstauschvereinbarung; die Vereinbarung unterliegt deutschem Recht und muss vor einem Notar in Deutschland notariell beurkundet werden.

Sollte die OpCo vor dem Flip noch keine Finanzierung von Investoren erhalten und deshalb nur Stammanteile ausgegeben haben, werden die Gesellschafter diese gegen Stammanteile (sog. Common Stock) an der HoldCo "eintauschen". Häufig wird die OpCo jedoch bereits vor dem Flip in die USA von Business Angels oder auf Frühphasen spezialisierten VC-Investoren finanziert worden sein. In diesem Fall haben die Investoren in der Regel Vorzugsanteile an der OpCo erhalten und darüber hinaus möglicherweise weitere Sonderrechte vertraglich eingeräumt bekommen (z.B. Liquidationspräferenzen, sog. Drag-Along Rechte oder Zustimmungsvorbehalte). Weil die Bestandsinvestoren diese Vorzugsrechte

regelmäßig nicht werden aufgeben wollen, müssen ihre Vorzugsanteile wiederum gegen Vorzugsanteile an der HoldCo eingetauscht werden. Allerdings empfiehlt es sich, diese Sonderrechte der Bestandsinvestoren bereits beim Flip mit den Interessen und Erwartungen der späteren US-Investoren abzugleichen und möglichst in Einklang zu bringen. Hier empfiehlt sich der Austausch mit einem erfahrenen US-Berater, der weiß, was in den USA marktüblich ist und was US-Investoren in den bevorstehenden Finanzierungsrunden erwarten werden. Es sollte wohlüberlegt sein, ob es sich lohnt, Zeit und Geld darin zu investieren, die bestehenden Vorzugsrechte und Corporate Governance der OpCo (die ja durchaus deutschen Marktstandards entsprechen mögen) auch auf Ebene der HoldCo zu etablieren, wenn solche Bestimmungen mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht mit den Vorstellungen zukünftiger US-Investoren zu vereinbaren sein werden (weil die VC-Märkte in den USA teilweise anderen Usancen folgen).

### 2.1.4 Die US-Gesellschaftervereinbarung

Bei der Gründung der HoldCo ist es ratsam und üblich, eine Gesellschaftervereinbarung aufzusetzen. In dieser Vereinbarung regeln die Gesellschafter ihre Beziehung zueinander, d.h. wie die Gesellschaft geführt wird und welche Verpflichtungen und Rechte den Gesellschaftern zukommen sollen. Derartige Gesellschaftervereinbarungen enthalten üblicherweise Bestimmungen zu Management und Governance der HoldCo. Dazu zählt unter anderem die Zusammensetzung sowie der Entscheidungsfindungsprozess des Board of Directors. Zudem werden die Gesellschafter oft bestimmte Maßnahmen festlegen (wie die Änderung des Certificate of Incorporation oder der Bylaws), die nur mit einer qualifizierten Stimmenmehrheit beschlossen werden können. Des Weiteren könnten Investoren bestimmte Vetorechte einfordern, die dann üblicherweise ebenfalls im Stockholder Agreement geregelt werden. Zudem werden die Gesellschafter Regelungen und Voraussetzungen für die Übertragung der Beteiligung an der HoldCo treffen. Hierzu zählen z.B. Vorkaufsrechte, Bezugsrechte für neue Anteile und Mitverkaufspflichten. Einzelheiten zu üblichen Regelungen haben wir im Kapitel A.IV.3 zusammengestellt.



### 2.1.3 The Securities Exchange Agreement

Although OpCo could also transfer its entire assets to HoldCo (or a newly set up second OpCo as a subsidiary of HoldCo), it is more practical and customary for a flip that the shareholders contribute (*einbringen*) their shares in OpCo into HoldCo and, in return, receive shares in HoldCo. This way, OpCo continues as a going concern legal entity and the existing contracts with the employees, suppliers and customers can continue without interruption.

To this end, the existing shareholders of OpCo acquire shares in HoldCo *pro rata* to their shareholdings in OpCo. Instead of paying in cash, they transfer their OpCo shares to HoldCo. The details will be set out in a sale and purchase agreement between HoldCo and the existing shareholders of OpCo, which will normally be governed by U.S. law.

To fulfill their obligation under the Exchange Agreement, the shareholders of OpCo will enter into a transfer agreement with HoldCo under which the shareholders transfer all shares in OpCo to HoldCo; this agreement is governed by German law and needs to be notarized in front of a notary in Germany.

In the case OpCo, before flipping, has not yet received any investments from VC investors and has, therefore, only issued common shares, the shareholders will exchange these for common shares of the new HoldCo. However, more often than not, OpCo will already have been financed by business angels or early-stage VC investors in Germany before moving to the U.S.. In this case, preferred shares in OpCo have been issued and the investors have been granted additional rights, e.g., liquidation preferences, drag-along rights or certain veto rights. Because the shareholders will seek to maintain these preference rights, their shares must be exchanged for preferred shares in HoldCo. These rights must be aligned with the interests of subsequent U.S. investors. Here, the founders and existing investors in OpCo should receive advice from an experienced U.S. counsel who knows what is "market" in the U.S. and what U.S. investors will

likely want to see in an upcoming financing round. It needs to be well considered whether it makes sense to spend time and money on mirroring the existing preference rights and governance of OpCo on the level of HoldCo if such legacy provisions will in all likelihood not square with the expectations of future U.S. investors.

### 2.1.4 The U.S. Stockholder Agreement

When setting up HoldCo, it is advisable and customary to draw up a stockholder agreement. This is an agreement (or in some cases, a collection of agreements) between the stockholders to set up rules for their relationship to one another, *i.e.*, how the company should be operated and what the obligations and rights of the stockholders should be. Stockholder agreements customarily contain provisions on HoldCo's management and governance. These include among others the composition of the board of directors and the decision-making process. The stockholders will often agree on certain major decisions (such as amending the certificate of incorporation or the bylaws) which can only be decided with a qualified majority of votes. Furthermore, investors might require certain veto rights. In addition, the stockholders will set up specific terms and restrictions on the transfer of interest in order to control each stockholder's influence on the company. Investors might e.g., negotiate rights of first refusal, pre-emptive rights or drag-along rights. For details, please read the section of Terms in U.S. Financings in Chapter A.IV.3.

### 2.1.5 Die Behandlung von Wandeldarlehen

Nochmal zur Erinnerung: Nach Umsetzung des Flips (und vor dem Einstieg neuer Investoren) soll die Gesellschafterstruktur der HoldCo die vor dem Flip bestehende Gesellschafterstruktur der OpCo widerspiegeln. Entsprechend sind im Zuge des Flips auch alle etwaig bestehenden Rechte, Anteile an der OpCo zu erwerben, in entsprechende Rechte auf Anteilserwerb an der HoldCo zu überführen. Dies gilt insbesondere für der OpCo gewährte Wandeldarlehen. Nach der Umsetzung eines Flips sollten alle bestehenden Gesellschafter an der neuen Muttergesellschaft des Darlehensnehmers (d.h. der HoldCo) beteiligt sein, die wiederum alle Anteile des Darlehensnehmers (OpCo) halten sollte. Diese doppelstöckige Struktur würde komplizierter, wenn der Wandeldarlehensgeber in einer späteren Phase noch immer einen Anspruch auf Wandlung seiner Darlehensforderung nebst Zinsen in Anteile an der OpCo hätte. Auch aus der Perspektive des Darlehensgebers wäre dies oftmals wenig attraktiv, ist doch davon auszugehen, dass ein zukünftiger Exit auf Ebene der HoldCo und nicht der darlehensnehmenden OpCo stattfinden dürfte. Auch wenn es in der Praxis hier stets einer Einzelfallbetrachtung bedarf, kann ein "Tausch" der Wandeldarlehen auf Ebene der OpCo gegen neue Wandeldarlehen auf Ebene der HoldCo oft wie folgt umgesetzt werden:

- Der Darlehensgeber des ursprünglichen Wandeldarlehens an die OpCo schließt einen

neuen Darlehensvertrag mit der HoldCo ab, dessen Konditionen wirtschaftlich denjenigen des bisherigen Wandeldarlehens an die OpCo entsprechen.

- Das neue Darlehen wird nicht in bar ausbezahlt. Stattdessen überträgt der Darlehensgeber (mit Zustimmung der OpCo) alle Ansprüche, die ihm gegen die OpCo aus dem alten Wandeldarlehen zustehen, an die HoldCo. Hierdurch wird die HoldCo zum Darlehensgeber des ursprünglichen Darlehens.
- Anschließend kann die HoldCo ihre Gläubigerrechte an dem ursprünglichen Darlehen an die OpCo übertragen. Eine solche Einbringung würde dazu führen, dass das Darlehen erlischt, weil nun Gläubiger und Schuldner identisch sind (sog. Konfusion). Allerdings kann die Einbringung aus steuerlicher Sicht ggf. nachteilig sein. Dann bietet es sich an, das Darlehen den geänderten Gegebenheiten anzupassen und es als Gesellschafterdarlehen zwischen HoldCo und OpCo bestehen zu lassen.

### 2.2 Steuerrechtliche Folgen

Damit wären wir schließlich bei der Achillesferse der meisten Flips angekommen: den Steuern.

„Menschen, die sich über Steuern beschweren, kann man in zwei Gruppen einteilen – Männer und Frauen.“  
(unbekannt)



### 2.1.5 Dealing with Convertible Loans

As explained above, the desired outcome of the flip is that the resulting shareholder structure on the level of HoldCo after the flip mirrors the pre-existing shareholder structure at OpCo. This means that as part of the flip any outstanding options to acquire shares in OpCo will also need to be exchanged for new options to acquire shares in HoldCo. A case in point are convertible loan financings of OpCo. Following the implementation of a flip, all existing shareholders should participate in the new parent company of the borrower (*i.e.*, HoldCo), which, in turn, then will hold all shares of the borrower (OpCo). This two-tier structure would become more complicated if the lender would then at a later stage still have a claim for conversion into the shares of the original borrower. Also, from the lender's point of view, this may not be an attractive option if she has to expect that the later exit will take place at the level of HoldCo and not of the borrower (OpCo). While in reality the situations differ and require a detailed analysis on a case-by-case basis, conceptually the "swap" of a convertible loan on the level of OpCo to a new convertible loan on the level of HoldCo can be implemented as follows:

- The lender of the original loan to OpCo enters into a new convertible loan agreement with HoldCo that provides for similar economic terms as the original loan.

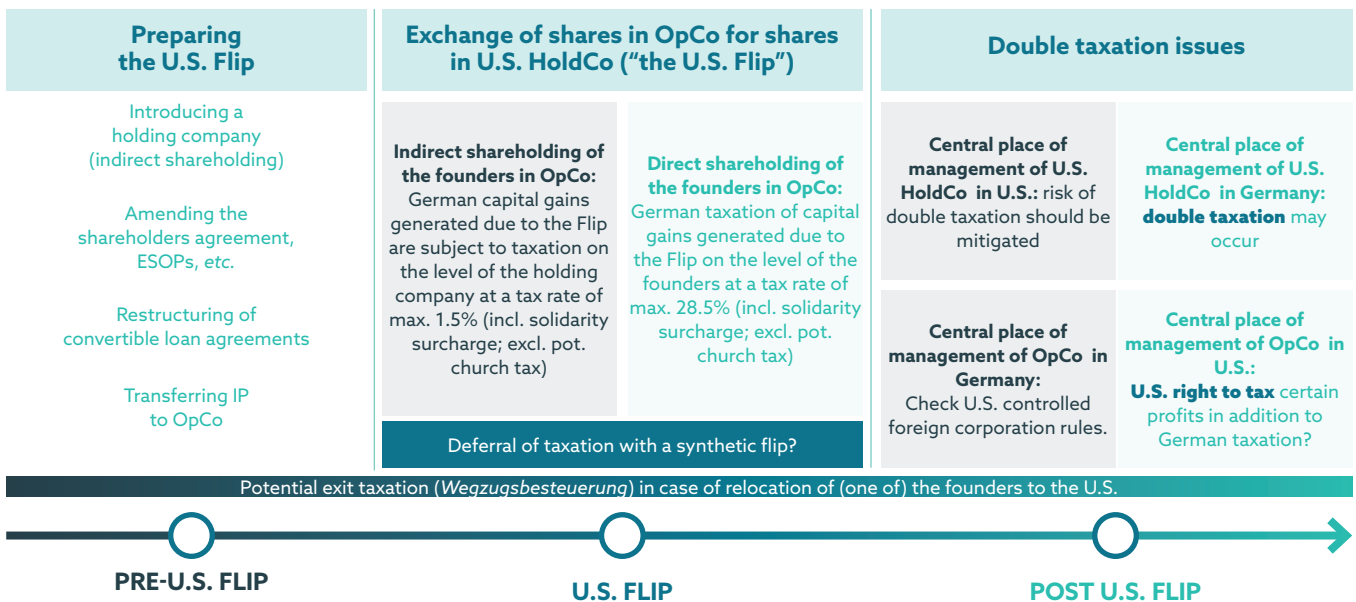
- The new loan is not paid out in cash. Rather, in return for receiving a convertible loan promise, the lender assigns and transfers (with the consent of OpCo) any and all claims she may have against OpCo to HoldCo. Thereby HoldCo becomes the lender under the original loan.
- The original loan can subsequently be contributed by HoldCo into OpCo (in which case it would lapse due to confusion) though such contribution might be disadvantageous from a tax perspective. In the latter case, the original loan can be amended and then remains in existence as a shareholder loan between HoldCo and OpCo.

### 2.2 Tax Consequences

Now let's get to the Achilles' heel of most flips – taxes.

People who complain about taxes can be divided into two classes: men and women.  
(anonymous)

Bear with us, we know this might appear mind-bogglingly difficult and opaque, but it is nevertheless important. The potential tax consequences of a flip must be analyzed and considered carefully. Detailed tax advice should be sought from experienced tax advisers for both the



Zugegeben, das Thema mag furchtbar kompliziert und undurchsichtig erscheinen, aber es ist dennoch wichtig. Die steuerlichen Folgen eines Flips verdienen besondere Beachtung und vor einem Flip sollte immer anhand des konkreten Einzelfalls eine umfassende steuerliche Beratung eingeholt werden; das gilt gleichermaßen für die Gesellschaft und die Gesellschafter. Entsprechend können wir hier nur einen kursorischen Überblick über einige zentrale Themen geben.

### 2.2.1 Steuerliche Folgen eines Flips

#### Besteuerung eines Veräußerungsgewinns:

Der Anteilstausch im Zuge des Flips erfüllt nach deutschem Steuerrecht als veräußerungssähnliches Ereignis einen Steuertatbestand. Anders als beim Anteilstausch unter Beteiligung von EU/EWR-Unternehmen ist eine steuerneutrale Buchwertfortführung bei einer Einbringung in eine US-Gesellschaft nicht möglich.

Somit werden die derzeitigen Gesellschafter der OpCo bei der Umsetzung des Flips einen steuerrelevanten Gewinn (Verlust) realisieren und zwar in Höhe der Differenz zwischen (i) dem "gemeinen Wert" der OpCo-Anteile und (ii) ihrem Buchwert und den Transaktionskosten (jeweils ermittelt auf den Zeitpunkt der Übertragung des dinglichen Eigentums oder, falls abweichend: des wirtschaftlichen Eigentums).

Für deutsche einkommensteuerrechtliche Zwecke ist der gemeine Wert von Anteilen eines nicht börsennotierten Unternehmens in erster Linie von der Bewertung abzuleiten, die bei der Veräußerung von Anteilen an dem betreffenden Unternehmen in den vergangenen 12 Monaten zu Grunde gelegt wurde. Hat es solche Veräußerungen nicht gegeben oder kann der Wert nicht aus diesen Veräußerungen abgeleitet werden (keine fremdüblichen Bedingungen, Veräußerung von Anteilen einer anderen Anteilsklasse, etc.), ist der Wert auf Basis einer im allgemeinen Geschäftsverkehr für nichtsteuerliche Zwecke üblichen Bewertungsmethode zu ermitteln.

Hinsichtlich der effektiven Steuerlast unterscheidet sich die Situation, je nachdem ob es sich beim jeweiligen Anteilseigner der OpCo um eine deutsche Kapitalgesellschaft (wie z.B. eine persönliche Holdinggesellschaft des Gründers in Form einer UG (haftungsbeschränkt), siehe hierzu oben im Kapitel A.II.1.1) oder eine der deutschen

Besteuerung unterliegende natürliche Person handelt.

- Kapitalgesellschaften sollten regelmäßig in den Genuss der üblichen deutschen Steuererleichterung kommen. Damit wären effektiv 95% aller Gewinne aus dem Flip steuerfrei, während die verbleibenden 5% das zu versteuernde Einkommen erhöhen würden. Ein Verlust wäre vollständig steuerneutral (kein Steuervorteil). Abhängig vom lokalen Gewerbesteuerhebesatz führt die 95%ige Steuerbefreiung bei einer deutschen Kapitalgesellschaft zu einer effektiven Besteuerung von ca. max. 1,5% des Gewinns aus dem Flip. Eine Ausnahme (mit der Folge voller Besteuerung und einer Effektivsteuerlast auf einen Gewinn aus dem Flip von ca. 30%) besteht unter Umständen für Banken, Finanzdienstleistungsinstitute, Versicherungen und einige weitere Unternehmen mit besonderem Geschäftsmodell in der Form der Körperschaft.
- Handelt es sich bei dem Anteilseigner dagegen um eine natürliche Person, die der deutschen Besteuerung unterliegt und innerhalb der letzten fünf Jahre zu irgendeinem Zeitpunkt zu mindestens 1% an der OpCo beteiligt war, wäre ihr Gewinn aus dem Flip nur zu 40% steuerfrei, womit die effektive Steuerlast häufig bis zu ca. 28,5% betragen würde (ggf. zzgl. Kirchensteuer).

**Verlustvorträge:** Regelmäßig wird die OpCo auch über (u.U. erhebliche) Verlustvorträge verfügen. Diese könnten normalerweise mit zukünftigen steuerpflichtigen Gewinnen der OpCo verrechnet werden, man spricht hier von einem Steuersparpotential. Nach deutschem Recht gehen solche Verlustvorträge vorbehaltlich bestimmter Ausnahmen wie der so genannten "Stille-Reserven-Klausel" vollständig verloren, wenn innerhalb von fünf Jahren mehr als 50% des Stammkapitals der OpCo veräußert oder anderweitig an einen Dritten übertragen werden. Es besteht also ein erhebliches Risiko, dass im Falle eines Flips sämtliche Verlustvorträge verloren gehen. Wir können an dieser Stelle nicht ins Detail gehen; der Vollständigkeit halber sei aber erwähnt, dass das deutsche Recht seit einigen Jahren auch die Möglichkeit vorsieht, trotz der Übertragung der Anteilsmehrheit eine fortdauernde



company and its shareholders prior to effecting a flip based on the facts and circumstances of the individual case. Hence, in this Guide we limit ourselves to giving an overview of certain tax considerations from a 30,000 feet cruising altitude.

### 2.2.1 Tax Consequences of a Flip

**Capital Gains Taxation:** The share swap underlying the flip is a taxable (sales-like) event under German tax law. Unlike for share swaps involving EU/EEA companies, a flip into a company organized under the laws of the United States cannot be effected on a “no gain/no loss” basis and there is no rollover of acquisition costs under the German Transformation of Companies Tax Act (*Umwandlungssteuergesetz*) available.

Thus, when implementing the flip, the current shareholders of OpCo will record a gain (loss) at the balance of (i) the fair-market value (*gemeiner Wert*) of OpCo shares and (ii) their carrying book value and transaction costs, each at the time of transfer of title (or if differing, upon transfer of economic ownership) in the OpCo shares to HoldCo.

For German income tax purposes, the determination of the fair-market value of shares in a non-listed company must primarily be derived from comparable sales that have occurred during the last year or, in the absence of any such share sales or if the valuation cannot be derived from any such sale (no arm’s length conditions, sale of shares of a different share class, etc.), from a valuation method customary in general business transactions for non-tax purposes.

With respect to the effective tax burden, the situation differs whether the respective shareholder of OpCo which transfers its shares to HoldCo is a German corporation (such as a founder holding entity in the form of a UG (*haftungsbeschränkt*) as described above under Chapter A.II.1.1) or a natural person subject to German taxation.

- For corporate shareholders, the regular German tax relief should often be available. Thus, 95% of any gain from the flip would be tax exempt, with the remaining 5% increasing such corporate shareholder’s taxable income. A loss would be fully tax-exempt (no tax relief). Depending on the local trade tax multiplier, the 95% tax exemption leads to an effective taxation for a German corporate shareholder at approx. max. 1.5% of the respective gain resulting from the flip. An exception to the rule of 95% tax exemption (with the consequence of full taxability of a gain from the flip and an effective tax rate of c. 30%) exists for financial institutions, insurers and certain other enterprises with special business models in the form of a corporation.
- In contrast to that, if the shareholder is a natural person subject to German taxation and has been holding an equity stake in OpCo of at least 1% at any point in time in the last five years, her gain from the flip would only be 40% tax exempt, with effective taxation often ranging up to approx. 28.5% (pot. increased by church tax).

**Loss Carry Forwards:** OpCo might have a significant amount of losses carried forward which are normally credited against any taxable profits of OpCo and can thus be considered a “tax asset.” However, under German law, subject to certain exceptions such as the “Untaxed Reserve-Escape” (“*Stille Reserven-Klausel*”), such losses carried forward will be fully forfeited if more than 50% of the share capital in OpCo is sold or otherwise transferred to a third party within five years. Thus, there is a significant risk that in case of a flip all losses carried forward will be forfeited. We can’t go into detail at this point, but note that for some years now, German tax law has also provided the possibility to apply for a continuous use of such losses carried forward despite a transfer of the majority of shares to a third party.

Nutzungsmöglichkeit von Verlustvorträgen zu beantragen.

### 2.2.2 Zeitliche Verschiebung des steuerbaren Ereignisses durch eine Deferred Exchange-Vereinbarung – der synthetische Flip

Wie wir gesehen haben, kann die Umsetzung des Flips erhebliche Steuerlasten auslösen. Hinzu kommt, dass ein möglicher Exit noch in der Zukunft liegt und den Anteilseignern der OpCo daher vielfach die Mittel fehlen werden, die durch den Flip verursachte Steuerlast heute zu tragen. Hier kann sich ggf. ein sog. synthetischer Flip anbieten. Ein synthetischer Flip wird in der Praxis häufig durch eine sogenannte Deferred Exchange-Vereinbarung umgesetzt und verschiebt die (dann u.U. aber erheblich höhere) Steuerlast in die Zukunft, genauer gesagt, wenn ein Exit oder Liquiditätsereignis ansteht.

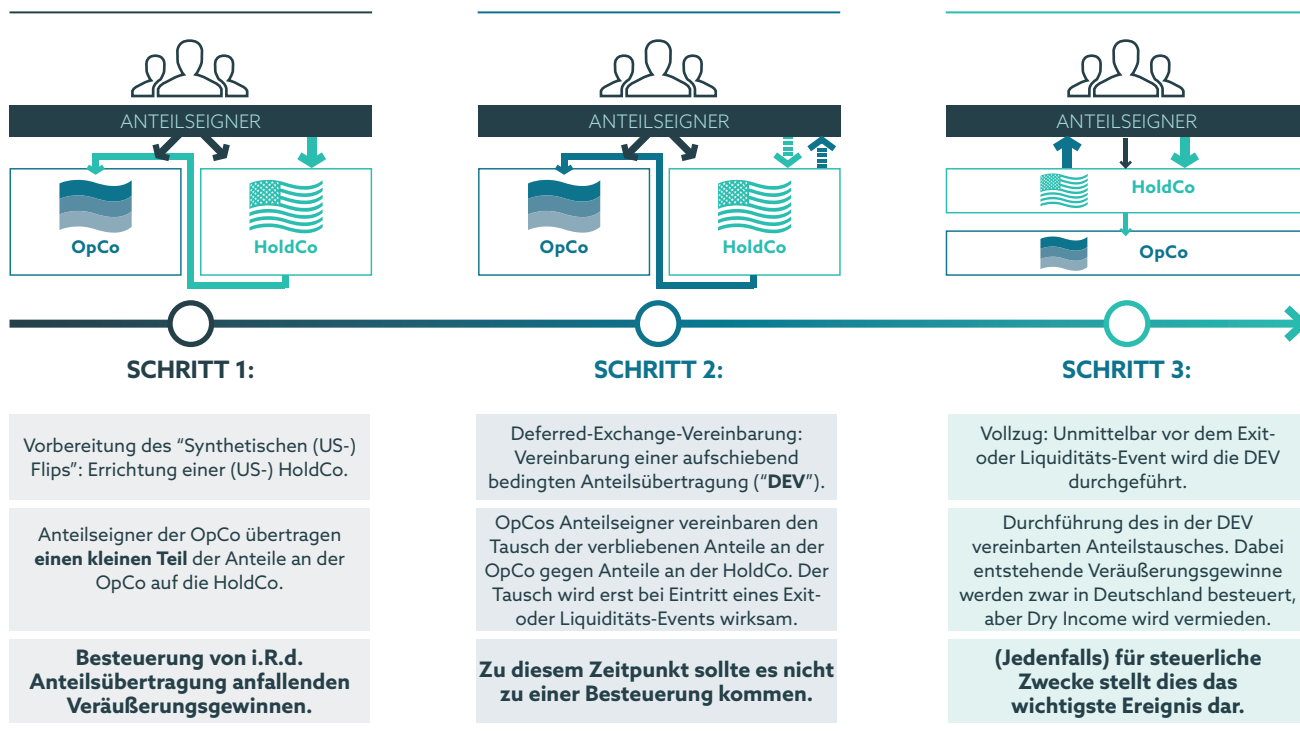
Und so funktioniert das Ganze in der Kurzfassung:

- Die Gesellschafter der OpCo bringen zunächst nur einen kleinen Teil ihrer OpCo-Beteiligung in die HoldCo ein und bleiben im Übrigen Gesellschafter der OpCo (nunmehr zusammen mit der HoldCo). Indem zunächst nur wenige

Anteile eingebracht werden, kann die bei Einbringung entstehende Steuerlast niedrig gehalten werden.

- Die Gesellschafter der OpCo schließen eine sog. Deferred Exchange-Vereinbarung mit der HoldCo. Unter dieser verpflichten sich die Parteien, die verbleibenden OpCo-Anteile gegen HoldCo-Anteile zu tauschen, wobei dieser Tausch erst unmittelbar vor einem Exit / Liquiditätsereignis (oder nach einer bestimmten Zeitspanne) verlangt werden kann. Dies lässt sich mit gegenseitigen Call- und Put-Optionen der OpCo-Gesellschafter und der HoldCo umsetzen. Nach deutschem Steuerrecht ist darauf zu achten, dass das wirtschaftliche Eigentum an den Anteilen nicht aufgrund wechselseitig eingeräumter Optionsrechte bereits durch Abschluss der Deferred Exchange-Vereinbarung übergeht. Insbesondere sollte darauf geachtet werden, dass Put- und Call- Optionen mit einem festen Kaufpreis sich zeitlich nicht überschneiden.

### Der "Synthetische (US-) Flip"



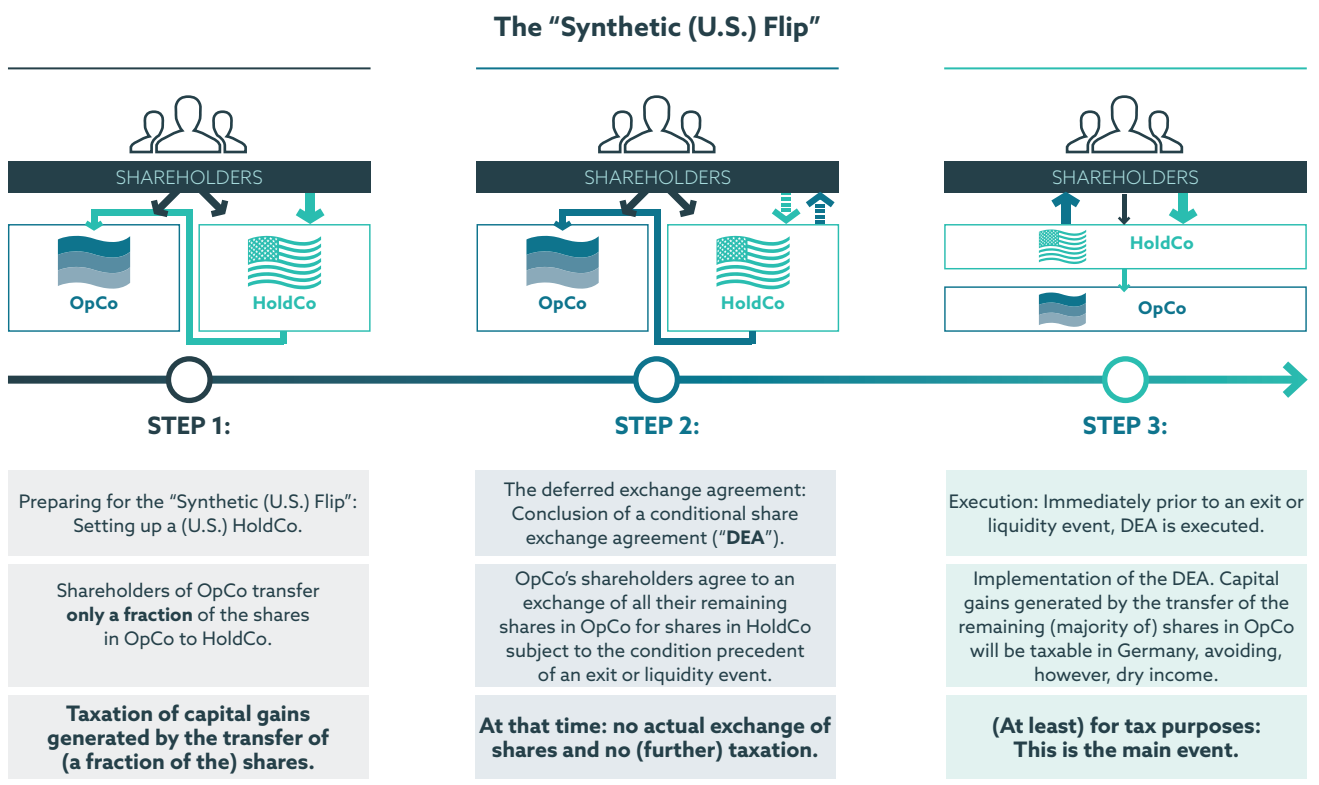
### 2.2.2 Deferred Exchange Agreement as Alternative - the Synthetic Flip

As we have seen, a flip may have severe tax consequences. If the taxes resulting from a full flip are considered too high at the relevant point in time given that without an imminent exit option the existing shareholders of OpCo might not have the necessary liquidity to pay such taxes, a potential alternative could be a so-called "synthetic flip." Such synthetic flip is often implemented by way of a deferred exchange agreement that postpones the (potentially relevantly increased) tax burden to a later point in time (e.g., to the time of an exit or other liquidity event).

Here is how it works in a nutshell:

- The shareholders of OpCo would initially contribute only a fraction of their shares into HoldCo but would otherwise remain shareholders in OpCo together with HoldCo. By limiting the initial contribution to a relatively small number of shares, the contributing shareholders will only realize a limited tax gain and the upfront tax burden can be minimized.

- The shareholders of OpCo enter into a deferred exchange agreement with HoldCo whereby the shareholders of OpCo agree to an exchange of all their remaining shares in OpCo for shares in HoldCo with such exchange to become effective immediately prior to an exit / liquidity event (or after a certain time period).
- This is implemented by mutual call and put options between OpCo and HoldCo shareholders. Under German tax rules, these call and put options should not be exercisable at will and not overlap, but only in the event of an imminent exit/liquidity event or after a certain period of time. Such exchange agreement would need to be accompanied by a corresponding voting agreement for HoldCo.



Zusätzlich schließen die Parteien eine entsprechende Stimmvereinbarung für die HoldCo ab.

Man sollte allerdings im Hinterkopf behalten, dass ein synthetischer Flip zwar den Steuertatbestand in die Zukunft verschiebt, allerdings in vielen Fällen auch unter dem Strich zu einer insgesamt höheren Steuerlast führen kann. Vielfach wird im Zeitpunkt der Übertragung des Großteils der OpCo-Anteile an die HoldCo der gemeine Wert der OpCo-Anteile weiter gestiegen sein, was zu einer höheren Steuerlast führt. Allerdings fällt diese erst zu einem Zeitpunkt an, zu dem den Steuerpflichtigen durch den Exit (hoffentlich) entsprechende Liquidität zufließen wird.

### **2.3 Von Anfang an auf den Flip vorbereiten**

Ist ein Flip für ein Start-up in absehbarer Zeit eine realistische Option, kann man dies beim Aufsetzen einiger für das Start-up zentraler Dokumente bereits frühzeitig berücksichtigen und damit den Flip später leichter umsetzen:

- Beispielsweise kann der Flip in einem Wandeldarlehensvertrag auf Ebene der OpCo bereits berücksichtigt werden. Zunächst sollte hierin klargestellt werden, dass der Flip keinen Exit darstellt und deshalb kein Wandlungsrecht bzw. keine Wandlungspflicht auslöst. Darüber hinaus kann bereits im Vertrag selbst ein Mechanismus vorgesehen werden, wonach im Falle eines Flips der Darlehensgeber sein Wandeldarlehen mit dem Darlehensnehmer

gegen eine wirtschaftlich gleichwertige Vereinbarung mit der neuen Muttergesellschaft (HoldCo) zu tauschen hat.

- Ein Mitarbeiterbeteiligungsprogramm (in Deutschland sind diese üblicherweise als virtuelle und nicht als eigenkapitalbasierte Programme aufgesetzt) auf Ebene der OpCo sollte der OpCo das einseitige Recht geben, das Programm zu beenden und sämtliche hiernach bestehenden Ansprüche durch wirtschaftlich vergleichbare Ansprüche unter einem (eigenkapitalbasierten) Mitarbeiterbeteiligungsprogramm auf Ebene der HoldCo zu ersetzen. Bei der Gestaltung des Mitarbeiterbeteiligungsprogramms ist aus steuerrechtlichen Gründen erhöhte Vorsicht geboten, wenn zum Zeitpunkt des Flips fällige Ansprüche (also ausübbarer Optionen) bestehen.
- Auch mag es sich anbieten, bereits in der Gesellschaftervereinbarung der OpCo Bestimmungen vorzusehen, wonach eine (qualifizierte) Mehrheit die Umsetzung des Flips verlangen kann und die Obstruktionsmöglichkeit der den Flip ablehnenden Minderheitsgesellschafter möglichst weit minimiert wird.



It should be noted that while a synthetic flip can delay the occurrence of the major tax event to some point in the future, it will in many cases ultimately increase the tax bill as often the fair market value of the shares in OpCo will (presumably) be higher when the flip is finally fully implemented (which, however, will occur at a time when the taxable person will (hopefully) receive corresponding liquidity through the exit or another liquidity event).

### 2.3 Anticipating a Future Flip

So, if a flip is a realistic option for a start-up in the near future, it may make sense to set up certain documents that are key for young companies in a way that makes the implementation of a flip easier down the road. This might include for example the following:

- Convertible loan agreements on OpCo's level can already take account of a flip restructuring. First of all, the convertible loan agreement should clarify that a flip shall not qualify as an exit and does thus not trigger a conversion right or conversion obligation. In addition, a mechanism should then be provided on how the lender has to replace her convertible loan with the borrower against an economically equivalent agreement with the new parent company.
- Any employee participation program (usually, in Germany, these programs are set up as virtual, *i.e.*, not equity-based programs) on OpCo's level should give OpCo the unilateral right to terminate the program and exchange any existing claims thereunder for economically similar claims under an equity-based stock option program on HoldCo's level. However, the tax consequences of the structure should be examined, especially, in case of claims that are already due at the time of the flip.
- Though in light of the potential tax consequences, some shareholders might be reluctant here, it might also make sense to include provisions in OpCo's shareholders' agreement that allow a (qualified) majority of shareholders to request the implementation of a flip and prevent to the extent possible any options for dissenting minority shareholders to drag their heels.

### 3. WEITERE STEUERRECHTLICHE ASPEKTE - ANSÄSSIGKEIT UND WEGZUGSBESTEuerung

#### 3.1 Die steuerliche Ansässigkeit der HoldCo

Wie wir gesehen haben, wird die HoldCo nach der Umsetzung des Flips eine Holdinggesellschaft ohne operatives Geschäft sein, deren einziger Vermögensgegenstand (jedenfalls anfangs) die Beteiligung an der OpCo ist. Die Frage ist, in welchem Land HoldCo steuerliche Pflichten zu erfüllen hat (maßgeblich ist hierfür insbesondere, in welchem Land die HoldCo steuerlich ansässig ist). Dabei kommt es nicht allein darauf an, dass HoldCo eine US-amerikanische und in Delaware registrierte Gesellschaft ist. Vielmehr würden die deutschen Steuerbehörden danach fragen, wo die HoldCo ihren zentralen Verwaltungssitz hat, also von wo die Mehrheit der Managemententscheidungen getroffen werden. Lautet die Antwort "Deutschland", liegt aus deutscher Sicht auch der steuerlich relevante Sitz der HoldCo in Deutschland und sie unterliegt der deutschen Besteuerung. Da aus Sicht der US-Behörden die HoldCo zudem der Besteuerung in den USA unterliegt, besteht dann das Risiko einer doppelten steuerlichen Ansässigkeit von HoldCo und OpCo in den USA und Deutschland. Dem sollte bei der steuerlichen Strukturierung des Flips Rechnung getragen werden.

Von wo eine Gesellschaft zentral geleitet wird, lässt sich nicht pauschal beantworten. Die Steuerbehörden ziehen hier regelmäßig verschiedene Kriterien im Rahmen einer Gesamtbetrachtung heran. Im Prinzip liegt dieser Ort dort, wo die Mehrheit der relevanten Geschäftsführungsentscheidungen der HoldCo getroffen werden. In der Praxis werden von den Steuerbehörden hierzu z.B. der Ort, an dem Board-Meetings abgehalten werden, die Wohnsitze der Directors oder wo Büroräume der Gesellschaft liegen, berücksichtigt. Aufgrund der Vielfalt möglicher Fallkonstellationen bedarf es hier jeweils einer genauen Einzelfallbetrachtung.

Will man eine steuerliche Ansässigkeit der HoldCo in Deutschland vermeiden, kann dem insbesondere durch eine entsprechende Zusammensetzung des Führungsteams der HoldCo Rechnung getragen werden. Ziel ist es,

darzulegen, dass die HoldCo aus den USA heraus geführt wird. Hierfür sollte lokal klar unterschieden werden zwischen den Leitungsfunktionen (in den USA – z.B. durch Bestellung von in den USA ansässigen Directors und Officers der HoldCo) und den Überwachungsfunktionen der Gesellschafter (diese können in Deutschland verbleiben).

#### 3.2 Doppelbesteuerung

Wenn die Geschäftsleitung der HoldCo aus Deutschland heraus erfolgt, unterfallen die Einkünfte der HoldCo grundsätzlich der Besteuerung in Deutschland (für die deutschen Steuerbehörden ist der tatsächliche Sitz der Geschäftsleitung der HoldCo maßgeblich – hier Deutschland) **und** in den USA (die US-Steuerbehörden stellen primär auf die Rechtsform ab, hier also die US-Rechtsform der HoldCo als Inc.), was zu einer Doppelbesteuerungsthematik führt.

Solange die HoldCo keine Gewinne erzielt, führt eine steuerliche Doppelansässigkeit regelmäßig nicht zu größeren Problemen, da in diesem Fall keine Ertragsteuern anfallen. Ein relevantes Doppelbesteuerungsrisiko aufgrund einer Doppelansässigkeit kann aber entstehen, wenn die HoldCo Gewinne erzielt.

Dabei unterliegen Einkünfte der HoldCo aus Dividenden und Veräußerungsgewinnen regelmäßig einer effektiven deutschen Steuerlast von maximal ca. 1,5%.

Zu beachten ist, dass bei Doppelansässigkeit in jedem Fall doppelte Steuererklärungspflichten und damit in der Regel höhere Beratungskosten entstehen.

Sofern die HoldCo Umsätze (z. B. aus gruppeninternen oder sonstigen Dienstleistungen) erzielt, sollte geprüft werden, ob Umsatzsteuerpflichten in Deutschland oder Sales-Tax-Pflichten in den USA entstehen. In vielen Fällen sollte die Umsatzsteuer selbst, sofern die Umsatzsteuerpflicht erkannt und richtig behandelt wird, keine große wirtschaftliche Belastung sein. Dies sollte immer dann gelten,

---

### 3. OTHER TAX CONSIDERATIONS - TAX RESIDENCE AND EXIT TAXATION

#### 3.1 Tax Residency of HoldCo

As we have seen, once the flip has been implemented, HoldCo will be a holding company with no operations and its sole asset (at least initially) will be its equity in OpCo. The question is which tax regime applies to HoldCo, *i.e.*, will HoldCo be considered as U.S. or German tax resident? The fact that HoldCo is a U.S. company and registered in Delaware alone is not sufficient to answer this question. Instead, German tax authorities would ask for HoldCo's central place of management. If the central place of management is in Germany, from a German tax perspective, HoldCo would be considered a German tax resident and would be subject to German taxation. This in turn may result in double taxation as the U.S. tax authorities will regard HoldCo as U.S. tax resident irrespective of the place of its central place of management due to its status as U.S. entity. The above should be taken into consideration in tax structuring.

There is no bright-line test for determining where a company is centrally managed and controlled. Authorities will look out for the location from where the majority of relevant management decisions will be taken on behalf of HoldCo. In determining that location, in practice, tax authorities will *inter alia* apply criteria such as the physical location of board meetings, the residence of directors, the location of offices and similar matters could be taken into account by the tax authorities. These criteria are complex and should be reviewed in detail.

Against this background, if it is the goal to avoid German tax residency for HoldCo, the board and executive team of HoldCo should be staffed in a way that the "center of gravity" for HoldCo's management can be demonstrated to be in the United States. A clear distinction of management functions (in the United States, *e.g.*, by appointing directors and officers who are domiciled in the United States) and shareholder supervisory functions (may be located in Germany) should be implemented to that end.

#### 3.2 Double Taxation

If HoldCo's central place of management is in Germany, its income is generally subject to taxation in Germany (for the German tax authorities it is decisive where HoldCo's center of management is, *i.e.*, here Germany) **and** in the United States (for the U.S. tax authorities the U.S. legal form of HoldCo as an Inc. is decisive), which gives rise to double taxation issues.

As long as HoldCo does not generate profits, a dual tax residence does not lead to major problems, as income taxes should not accrue. A relevant double taxation risk due to a dual tax residence should only arise if HoldCo generates profits.

However, to the extent that HoldCo's income is comprised of dividends and capital gains from the sale of shares, the effective German tax burden is regularly reduced to a maximum of approximately 1.5%.

It should be noted that a dual tax residence leads in any case to a doubling of tax filing obligations and thus usually to higher advisory costs.

If HoldCo generates revenues (*e.g.*, from intra-group or other supplies of services), it should be checked whether German VAT obligations or U.S. sales tax obligations arise. In many cases VAT itself should not be a major economic burden, provided that the VAT obligations are recognized and properly dealt with in due course. This should apply in any case if there is a right to deduct input VAT. It might become expensive, however, if HoldCo does not recognize its VAT obligations.

wenn ein Vorsteuerabzugsrecht besteht. Teuer kann es jedoch werden, wenn die HoldCo ihre umsatzsteuerlichen Pflichten nicht (rechtzeitig) erkennt.

### 3.3 Wegzugsbesteuerung der Gründer

Im Rahmen des Aufsetzens einer US-deutschen Doppelstockstruktur könnten sich die Gründer dazu entschließen, dass zumindest einer von ihnen in die USA ziehen sollte, um das Geschäft von dort aus zu führen. Wenn Gründer Deutschland allerdings verlassen, um in die USA zu ziehen, kann dies zu einer Wegzugsbesteuerung führen (siehe zu den Besonderheiten des Wegzugs nach dem Flip am Ende dieses Abschnitts). Folge einer Wegzugsbesteuerung ist eine fiktive Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften, an denen der wegziehende Gründer in den letzten fünf Jahren mit mindestens 1% am Nominalkapital beteiligt war (z.B. Anteile an der HoldCo oder der Gründer-Holding). Dadurch werden stille Reserven aufgedeckt und einer Besteuerung von bis zu 28,5% unterworfen (ggf. zzgl. Kirchensteuer). Zu einer Wegzugsbesteuerung kommt es, wenn eine natürliche Person (Gründer), die insgesamt mindestens zehn Jahre in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtig war, ihren deutschen Wohnsitz und gewöhnlichen Aufenthalt (und damit die unbeschränkte Steuerpflicht) aufgibt. Derzeit sieht der Entwurf einer Gesetzesreform vor, dass die Wegzugsbesteuerung ausgelöst wird, wenn (neben den übrigen Voraussetzungen) eine natürliche Person innerhalb der letzten zwölf Jahre mindestens sieben Jahre in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtig war.

**Beispiel:** Zwei Gründer sind zu je 50% an ihrem Start-up beteiligt. Entsprechend belaufen sich ihre Anschaffungskosten für die Beteiligung auf je EUR 12.500, also die Hälfte des Mindeststammkapitals, das für eine GmbH-Gründung auf den Tisch gelegt werden muss. Nach mehreren Finanzierungsrunden will das Start-up in die USA expandieren. Einer der Gründer, dessen Beteiligung nach der letzten Finanzierungsrunde EUR 1.000.000 wert ist, soll im Zuge dessen in die Bay Area ziehen, damit das Start-up mit einer glaubhaften "Silicon Valley Story" punkten kann. Auch wenn kein einziger Geschäftsanteil veräußert wird, können hierdurch im Zuge des Teileinkünfteverfahrens bis zu ca. EUR 280.000

(exklusive Kirchensteuer) an Steuern anfallen.

Dem Gründer bleiben aber noch einige Möglichkeiten, die Wegzugsbesteuerung auszuschließen:

- Der Gründer behält einen Wohnsitz oder Aufenthaltsort in Deutschland (je nach Einzelfall kann hierfür schon ein kleines Zimmer im Elternhaus mit Schlüsseln hierzu ausreichen) und kommt von Zeit zu Zeit zurück nach Deutschland. Je enger die Bindungen an Deutschland sind, desto einfacher lässt sich auch zeigen, dass der Gründer seinen Lebensmittelpunkt nicht aus Deutschland verlegt hat. Liegt der Lebensmittelpunkt noch immer in Deutschland, kann der Gründer – je nach Doppelbesteuerungsübereinkommen zwischen Deutschland und dem Zielland – zeigen, dass er in steuerlicher Hinsicht Deutschland überhaupt nicht verlassen hat, sodass keine Wegzugsbesteuerung anfällt, so zumindest die Logik des Doppelbesteuerungsabkommens mit den USA.
- Besteht keine realistische Aussicht, einen deutschen Wohnsitz oder Aufenthalt beizubehalten, plant der Gründer aber
  - nur einen vorübergehenden Wegzug aus Deutschland von höchstens fünf Jahren (die Frist kann um weitere fünf Jahre verlängert werden, wenn die Ausreise ausschließlich aus beruflichen Gründen erfolgt), entfällt die Wegzugsbesteuerung, wenn der Gründer innerhalb der Frist wieder in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtig wird und die Anteile in der Zwischenzeit nicht veräußert hat; oder
  - einen Wegzug in ein EU/EWR-Land und ist Bürger eines EU/EWR-Landes kann der Gründer bei den Steuerbehörden einen Aufschub der Steuerzahlung (ggf. gegen Sicherheiten) beantragen. Die Steuer wird dann erst bei einem Exit (oder anderen verkaufsähnlichen Szenarien) erhoben.
- Steht keine der vorgenannten Optionen zur Verfügung, kann der Gründer noch einen Aufschub oder eine anteilige Zahlung der Durch den Wegzug anfallenden Steuern



### 3.3 Exit Taxation for Founders

As part of the setup of a U.S.-German holding structure, the founders might decide that at least one of them should relocate and run the business from the U.S. However, if the founders leave Germany and move to the U.S., this may trigger exit taxation (*Wegzugsbesteuerung*) (but please see treatment of relocations after a flip at the end of this section). The consequence of an exit taxation is a fictitious sale of shares in corporations in which the founder has held at least 1% of the nominal capital in the last five years (e.g., shares in HoldCo or the founder's personal holding company). This means that hidden reserves become subject to taxation of up to 28.5% (excluding church tax) at the founder's level. Exit taxation occurs when a natural person (founder), who was subject to unlimited taxation in Germany for a total of at least 10 years, gives up her German residence and habitual abode (and thus the unlimited taxation). Currently, the draft of a legislative reform stipulates that exit taxation should be triggered if (in addition to the other requirements) an individual has been subject to unlimited taxation in Germany for at least seven years within the last twelve years.

**Example:** Two founders each hold a 50% share in their start-up. Their respective acquisition costs for the shares amount to EUR 12,500 (*i.e.*, 50% of the minimum capital amount that you have to put on the table when setting up a GmbH.) After several financing rounds, the start-up expands operations to the U.S.. One of the founders, whose shares are worth EUR 1,000,000 based on the valuation of the latest financing round, plans to relocate to the Bay Area to help develop a credible "Silicon Valley story." The move from Germany to the U.S. may trigger taxes at an amount of up to approx. EUR 280,000 (excluding church tax) even though no shares have been transferred at all.

However, the founder still has some options to exclude the exit taxation:

- The founder maintains a domicile or a residence in Germany (depending on the individual circumstances it might be sufficient to maintain a room in her parents' house while being in possession of the keys to it) and visits Germany from time to time. The closer the relations to Germany are, the more feasible it may be to demonstrate that the founder really has not moved the center of life interest out of Germany. With the center of life interest still in Germany and depending on the destination country's double tax treaty with Germany, the founder may argue that taxwise she has not left Germany after all, and, hence, no exit taxation accrues (most notably, the U.S. treaty would follow that logic).
- In case there is no realistic prospect that the founder will maintain a German domicile or residence, but the founder plans
  - a temporary leave from Germany of not more than five years (term can be prolonged for five more years if the leave is strictly for professional reasons) the exit taxation will not be levied if the founder becomes subject to unlimited taxation in Germany again within the deadline and has not sold the shares in the meantime; or
  - a leave to an EU/EEA country and is a citizen of an EU/EEA country, she can apply for deferral of tax payments (possibly against security) with the tax authority. The tax will then only be collected in an exit (or sales-like scenario).

In the absence of the aforementioned scenarios, the founder can apply for deferral and/or prorated payment of the exit tax if she can demonstrate that immediate payment would cause relevant hardship. Here, the tax authorities have wide discretion as to the details of the prorating.

beantragen, wenn er zeigen kann, dass die sofortige Zahlung einen Härtefall darstellen würde. Über die Details der anteiligen Zahlung haben die Steuerbehörde allerdings einen weiten Ermessensspielraum.

Wenn ein Gründer ins Ausland zieht, sollte man außerdem darauf achten, den Hauptverwaltungssitz des Start-ups (OpCo) vor dem Hintergrund des deutschen Steuerrechts in Deutschland zu behalten. Der Hauptverwaltungssitz kann manchmal unbeabsichtigt verlegt werden, wenn Führungskräfte der OpCo ins Ausland ziehen. Dies ist aber unwahrscheinlicher, wenn die wegziehende Führungskraft statt geschäftsführender nur noch

überwachende Funktionen wahrnimmt und/oder ein neuer Manager seine Aufgaben übernimmt und glaubhaft dargelegt werden kann, dass er die wesentlichen Entscheidungen aus Deutschland heraus trifft.

### **Besonderheiten für Flips:**

Führen die Gründer einen Flip durch, so werden die stillen Reserven in ihren Anteilen an der OpCo in vielen Fällen allerdings bereits durch den Flip aufgedeckt. Dies gilt grundsätzlich bei einem US-Flip. Dadurch wird es insoweit nicht mehr zu zusätzlicher Wegzugsbesteuerung kommen, wenn der Wegzug eines Gründers zeitnah nach dem Flip erfolgt.

Allerdings kann der Wegzug immer noch eine Wegzugsbesteuerung auf der Ebene seiner persönlichen Holdinggesellschaft oder der OpCo selbst auslösen. Letzteres kann verhindert werden, wenn in diesen Gesellschaften ein (weiterhin) von Deutschland aus tätiger Geschäftsführer installiert wird und der weggezogene Gründer sich auf die Aufsichts- und Weisungsrechte als Gesellschafter beschränkt.

Another issue to look at when a founder moves abroad is the OpCo's central place of management. As explained above, for German tax reasons, it's best not to move the company's central place of management to the founder's new location. This can sometimes happen involuntarily, but it is less likely to happen if the company removes the founder from her executive director's post to a supervisory role and/or puts in place a new manager who credibly makes the majority of management decisions "at home."

### **Special observations for flips:**

If the founders have made a flip, however, the hidden reserves in their shares will already have been disclosed in the event of the flip. This is certainly true in case of a U.S.-flip. In that case, the relocation of a founder to the U.S. will not lead to additional taxation on her personal level insofar as the relocation occurs shortly after the flip.

Note that the relocation may still accrue exit taxes on the level of OpCo or her personal holding company. Exit taxation on each corporate level can be mitigated if a managing director is installed on these levels which will continue to act from German soil and the relocating founder exercises influence on these levels through supervision and instructions as a shareholder.

### III. Unternehmensführung in einer doppelstöckigen Struktur

Auf dem Weg zu einer erfolgreichen doppelstöckigen Struktur, mit der das Start-up sowohl auf dem deutschen als auch dem US-amerikanischen Markt tätig wird, lauern verschiedene rechtliche Fallstricke, die den Gründern bewusst sein sollten. Nach dem Flip müssen die Gründer in zwei sehr komplexen

Rechtssystemen agieren, die jeweils ihren eigenen Regeln folgen. In den folgenden Kapiteln möchten wir einige rechtliche Besonderheiten vorstellen, mit denen sich nach unserer Erfahrung viele Gründer und Investoren deutscher Tech-Unternehmen auseinandersetzen sollten.

#### 1. GRUNDLAGEN DES US-GESELLSCHAFTSRECHTS UND WESENTLICHE UNTERSCHIEDE ZWISCHEN EINER GMBH UND EINER CORPORATION

Im amerikanischen Recht gibt es nur eine Form von Kapitalgesellschaft, die Corporation, die als *Close Corporation* eher personalistisch oder als *Public Corporation* eher kapitalistisch ausgestaltet sein kann. Die deutsche GmbH ist am ehesten mit der *Close Corporation* zu vergleichen. Nichtsdestotrotz gibt es Unterschiede zwischen beiden Gesellschaften; die folgenden sind aus der Sicht deutscher Unternehmer besonders relevant.

**Corporate Governance:** Dem amerikanischen Verständnis von Corporate Governance liegt das Prinzip der Teilung von Eigentümerstellung und Unternehmensführung zugrunde. Dabei geht man im Grunde von folgender Vorstellung aus – die, wie wir ergänzen möchten, aber gerade bei Start-ups in der Praxis so nicht zutrifft. Eine Gesellschaft steht im Normalfall im Eigentum verschiedener Anteilseigner, denen das erforderliche Know-how und aufgrund ihrer oftmals geringen

Beteiligungsquote auch regelmäßig die Motivation fehlt, sich im Tagesgeschäft des Unternehmens zu engagieren. Deshalb ist es effizienter, Management-Verantwortung an eine kleine Anzahl erfahrener Experten zu delegieren, deren alleiniger Fokus der Entwicklung des Unternehmens gilt.

US-amerikanische Gesellschaften sind pyramidenförmig strukturiert. Die Gesellschafter bilden das Fundament und haben das Recht, über bestimmte grundlegende Maßnahmen abzustimmen und die Mitglieder des *Board of Directors* zu bestimmen. Auf der nächsten Stufe steht das Board of Directors, dessen Rolle es ist, die Unternehmensstrategie und -politik zu entwickeln und bei Management-Entscheidungen zu beraten. An der Spitze stehen *Corporate Officers* und *Corporate Agents*, die für das operative Geschäft zuständig sind und die vom Board of Directors bestellt und abberufen werden.



### III. Operating in a Two-Tier Structure

The path to successfully establishing a two-tier U.S./German holding structure and operating in both markets is paved with a number of legal pitfalls. Founders need to be aware of these roadblocks. After the flip, founders have to navigate two complex legal systems that

sometimes follow very different paths. In the following Chapters we want to highlight a couple of legal issues that according to our experiences many founders and investors of German tech companies will face after they have set up the two-tier holding structure.

#### 1. U.S. CORPORATE LAW BASICS AND MAIN DIFFERENCES BETWEEN A GMBH AND A CORPORATION

Under U.S. law, there is only one type of corporation (*Kapitalgesellschaft*), which, however, can be rather personalistic as a close corporation or rather capitalistic as a public corporation. The German GmbH is most comparable to a close corporation. Nonetheless, from the perspective of a German entrepreneur, a few major differences between both company forms are striking.

**Corporate Governance:** American corporate governance structure is rooted in the separation of ownership and control. The underlying idea can be summarized as follows – though we note that this obviously does not reflect the reality of many start-ups. While a corporation is typically owned by multiple stockholders, these stockholders likely lack sufficient knowledge and incentive to participate in the daily management of the business given their (often) small stake in the corporation. Therefore, it is more efficient to

delegate management responsibilities to a small number of experienced professionals whose sole focus is to grow the business.

Against this background, in its purest sense, the U.S. corporate governance structure is pyramidal in form. Stockholders occupy the base and are empowered to vote on major corporate actions and to elect members to sit on the board of directors. The next tier is the board of directors who serve at the pleasure of the stockholders and whose role is to develop corporate strategy and policy and to advise on management decisions. At the apex is the band of corporate officers and their inferior agents or employees. Generally, the corporate officers and agents are the individuals who run the day-to-day business operations and are appointed and subject to removal by the board of directors.

Im Gegensatz zum doppelstöckigen Corporate Governance-Modell verschiedener Jurisdiktionen außerhalb der USA (z.B. Deutschland, wo in einer Aktiengesellschaft zwischen Vorstand und Aufsichtsrat unterschieden wird) herrscht in den USA ein einstufiges System vor. Dieses weist die primäre Kontrolle über die Gesellschaft entweder einer oder mehreren Personen zu, die zusammen das Board of Directors bilden. Das Board of Directors, das rechtlich verpflichtet ist, im besten Interesse der Gesellschafter zu handeln, überwacht die Geschäfte und Angelegenheiten des Unternehmens und ist verantwortlich für die Einstellung von Führungskräften, die dann das Tagesgeschäft leiten.

**Finanzverfassung:** Was die Finanzverfassung angeht, so gibt es nur bei der GmbH ein Mindeststammkapital von EUR 25.000. Eine Delaware-Corporation hingegen kennt kein Mindestkapital, sondern nur ein sog. *Stated Capital*, das Auszahlungen an die Gesellschafter beschränkt. Einfach gesprochen ist das Stated Capital die Summe des Nennwerts aller zum Nennwert ausgegebenen Anteile und der Gegenleistung für die nicht zum Nennwert ausgegebenen Anteile, sofern diese nicht Teil der Rücklagen ist. Da das Board of Directors dafür verantwortlich ist, die Anteile auszugeben, kann es auch darüber entscheiden, welcher Teil der Gegenleistung dem Stated Capital und welcher Teil den Rücklagen zugerechnet wird.

Des Weiteren steht den Gesellschaftern einer GmbH im Falle einer Kapitalerhöhung ein Bezugsrecht für die neuen Anteile zu, durch welches sie so viele Anteile zeichnen können, wie sie benötigen, um ihre prozentuale Beteiligung an der Gesellschaft ohne Verwässerung aufrechtzuerhalten. Das Gesellschaftsrecht des Staates Delaware sieht kein derartiges Bezugsrecht vor. Die Investoren werden jedoch im Regelfall darauf bestehen, ein solches in den entsprechenden Vereinbarungen zwischen der Gesellschaft und den Hauptinvestoren der Gesellschaft zu regeln.

**Minderheitenschutz:** Zusätzlich genießen GmbH-Gesellschafter verschiedene unveräußerliche Rechte. Beispielsweise haben sie umfassende Informationsrechte gegenüber den Geschäftsführern und können fehlerhafte Beschlüsse der Gesellschafterversammlung anfechten. Im Gegensatz hierzu können die Gesellschafterrechte in den USA deutlich weitreichender eingeschränkt werden. Vor diesem Hintergrund (und aus einer Reihe weiterer (steuer-)rechtlicher Unterschiede) sind etwa eigenkapitalbasierte und ESOPs in den USA viel verbreiteter als in Deutschland (wo weiterhin die virtuellen Mitarbeiterbeteiligungsprogramme vorherrschen), weil die Minderheitsgesellschafter in den USA trotz ihrer Eigenkapitalbeteiligung weitestgehend von jeder Einflussnahme auf die Führung der Gesellschaft ausgeschlossen sind.

Unlike the two-tier corporate governance model used by jurisdictions outside the United States (e.g., Germany with its distinction between a management board (*Vorstand*) and a separate supervisory body (*Aufsichtsrat*) for its stock corporations (*Aktiengesellschaft*)), the single board corporate governance scheme adopted by U.S. corporate law allocates primary control of the corporation to either one or multiple individuals who are collectively called a “board of directors.” Legally required to act in the best interests of the stockholders, the board of directors supervises the corporation’s business and affairs and is responsible for hiring corporate officers to manage day-to-day business operations.

**Financial Constitution:** In terms of the companies’ financial constitution, only a GmbH has a minimum share capital of EUR 25,000. A Delaware corporation, in contrast, has no share capital but a so-called stated capital, which restricts distributions to the shareholders. Put simply, the stated capital is the sum of the nominal value of all shares that have been issued at the nominal value plus the consideration of shares that have been issued without a nominal value unless they are part of the surplus. Since the board of directors is responsible for the issuance of the shares, it is also at liberty to decide which part of the consideration is assigned to the stated capital and which to the surplus.

Furthermore, in case of a capital increase, the shareholders of a GmbH are generally entitled pursuant to statutory law to a subscription right (*Bezugsrecht*), under which they are able to

subscribe for as many shares as they need to maintain their percentage share in the company without dilution (obviously, the financing documentation of many VC-backed German start-ups provides for certain exceptions from this general rule). Under Delaware law, the capital can be increased without mandatory subscription rights. However, investors will often insist that such subscription rights be included in an agreement between the company and other major investors.

**Minority Protection:** In addition, all shareholders in a GmbH enjoy various inalienable rights. For instance, they are entitled to comprehensive information rights vis-à-vis the company’s managing directors and are able to challenge any resolution of the shareholders’ meeting. In contrast, the shareholders rights in a U.S. corporation can be restricted to a much broader extent. Against this backdrop (and for a number of tax and other legal reasons), for example equity-based employee stock option programs (ESOPs) are much more common in the U.S. in comparison to Germany (where still the virtual participation programs prevail) because the shareholders are, although gaining an interest in the company, exempt from those shareholders’ rights that could interfere with the company’s management.

## 2. DAS BOARD OF DIRECTORS EINER CORPORATION – WAS MAN BEACHTEN SOLLTE

### 2.1 Unterschiede der Board-Konzepte einer GmbH und einer Corporation

Einer der wesentlichen Unterschiede zwischen dem deutschen und amerikanischen Gesellschaftsrecht ist, dass amerikanische Gesellschaften ein einstufiges, deutsche Unternehmen hingegen ein doppelstöckiges Board-System haben. Das darf man nicht aus den Augen verlieren, wenn man von einem "Board" redet, was im deutschen Gesellschaftsrecht verschiedene Bedeutungen haben kann. Eine deutsche GmbH hat zunächst einen oder mehrere Geschäftsführer, die die Gesellschaft vertreten und das Tagesgeschäft abwickeln. Zudem kann ein Beirat als weiteres Gesellschaftsorgan gegründet werden, um die Geschäftsführer zu überwachen, zu kontrollieren und zu beraten. In größeren GmbHs ist weiterhin ein Aufsichtsrat zwingend vorgesehen. Dies ist eine doppelstöckige Struktur: Im deutschen Gesellschaftsrecht werden das Management und die Überwachung von zwei unterschiedlichen Gesellschaftsorganen wahrgenommen.

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

#### WIE WIRD DIE GRÖSSE DES BOARDS FESTGELEGT



Einige Mandanten ver zweifeln regelmäßig an der Frage, wie groß das Board of Directors sein sollte. Hierbei soll es nicht um die Vorzüge eines drei- vs. fünfköpfigen Boards, auch nicht um dessen beste Zusammensetzung gehen<sup>10</sup> - sondern einzig und allein darum, wie die aktuelle Anzahl der genehmigten Board-Sitze zu ermitteln ist. § 141 des Delaware General Corporation Law (DGCL) bestimmt hierzu: Die Anzahl der Direktoren soll durch die Bylaws oder in der darin vorgesehenen Weise festgelegt werden, es sei denn, das Certificate of Incorporation legt die Anzahl der Directors fest; in diesem Fall soll eine Änderung der Anzahl der Directors nur durch eine Änderung des Certificate of Incorporation erfolgen.

Üblicherweise wird die Anzahl der Board-Mitglieder festgelegt, indem man in den ursprünglichen Bylaws eine Anzahl bestimmt und regelt, dass diese Anzahl durch einen Beschluss des Boards geändert werden kann. Das verschafft ein Maximum an Flexibilität für das bestehende Board, die Anzahl der Board-Mitglieder nach Bedarf anzupassen. Man sollte allerdings auch im Blick behalten, dass in den meisten VC-Finanzierungsrunden eine die Investoren schützende Bestimmung festgelegt wird, die die Zustimmung der Vorzugsanteilsinhaber erfordert, um die Anzahl der Directors zu ändern. Im Zusammenhang mit einer Finanzierung oder anderen wesentlichen Unternehmensereignissen sollte bei einer Erweiterung des Boards dann darauf geachtet werden, dass der Beschluss des Boards, eine neue Board-Größe festzulegen, ordnungsgemäß gefasst wird, BEVOR man versucht, neue Board-Mitglieder zu wählen oder zu ernennen.

Häufig enthalten die Bylaws der HoldCo eine Bestimmung, die Inhabern von einer oder mehreren Serien von Vorzugsanteilen und den Inhabern von Stammanteilen eine bestimmte Anzahl an Board-Sitzen zuweist und anschließend bestimmt, dass die Stamm- und Vorzugsanteilsinhaber die verbleibenden Board-Mitglieder wählen. Hierdurch wird die ANZAHL DER BOARD-MITGLIEDER NICHT FESTGELEGT. Man sollte daher immer darauf achten, dass die Beschlüsse des Boards zu seiner Größe so gefasst werden, dass sowohl die bereits zugewiesenen Sitze als auch die gewünschte Anzahl von zusätzlichen Sitzen, die von allen Gesellschaftern gewählt werden, untergebracht werden können. Achtet zusätzlich auf die Einhaltung aller bereits bestehenden Schutzbestimmungen in Bezug auf die Anzahl der genehmigten Board-Mitglieder, um sicherzustellen, dass die im Zusammenhang mit der Finanzierung vorgenommenen Ernennungen und Wahlen auch wirklich wirksam werden.

10. Beide Themen werden in diesem hervorragenden Blogbeitrag von YC behandelt: <https://blog.ycombinator.com/how-to-manage-a-board/> .



## 2. THE BOARD OF DIRECTORS IN A CORPORATION - WHAT TO KEEP IN MIND

### 2.1 Differences between Board Concepts in a GmbH and a Corporation

**“Boards” in Germany and the U.S.:** When looking at the corporate governance of a German company from an American perspective, one of the most fundamental differences is that U.S. corporate law follows the one-tier approach while German corporate law follows the two-tier approach. This difference needs to be kept in mind when talking about the “board,” which has a different meaning under German corporate law. A German GmbH must have a management board (*Geschäftsführung*), which is responsible for representing the company and running its day-to-day operations. In addition, a separate corporate body called an advisory board (*Beirat*) may be established to supervise, monitor and advise the management board (in larger GmbHs, the establishment of a so-called supervisory board (*Aufsichtsrat*) as controlling body instead is mandatory; in such companies one would normally not find a voluntary advisory board in addition to the supervisory board). This is the two-tier structure: In Germany the management and the supervision are separated into two distinct corporate bodies of which the advisory board is optional (though frequent in VC-backed German start-ups) while the supervisory board would be mandatory (though in German start-ups supervisory boards tend to be the rare exception).

#### BOARD SIZE MATTERS - GETTING IT RIGHT



A source of constant confusion for some clients is figuring out the size of the board of directors in a U.S. corporation. This isn't referring to the merits of a 3-person board vs. a 5-person board, nor about the best composition of the board<sup>11</sup> – this is laser focused on what should be the simple matter of figuring out the current number of authorized board seats. Under Delaware General Corporation Law (DGCL) Section 141: “The number of directors shall be fixed by, or in the manner provided in, the bylaws, unless the certificate of incorporation fixes the number of directors, in which case a change in the number of directors shall be made only by amendment of the certificate.”

The usual method of fixing the board size will have the initial bylaws of a company set a board size and provide that such number can be changed by resolution of the board. This provides maximum flexibility for the existing board to adjust the number of authorized directors as needed (keeping in mind that most venture financing rounds will impose a protective provision requiring preferred stockholder approval to change the number of directors). In connection with a financing or other inflection points when the board is expanded, care should be taken to properly record the board's resolution to fix a new board size BEFORE attempting to elect or appoint new directors.

Often an amended and restated charter will contain a provision allocating a certain number of board seats to one or more preferred stock series, other seat(s) to directors elected by the common shareholders and then states that the common and preferred shareholders voting together will elect the remaining directors. This language DOES NOT FIX THE BOARD SIZE. Thus, take care to ensure that the proper board resolutions are adopted to set the authorized number at the correct size to accommodate the allocated seats and the desired number of additional seats elected by all stockholders. Take additional care to comply with any preexisting protective provisions regarding the number of authorized directors to ensure that the appointments and elections done in connection with the financing take the full and desired effect.

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

11. Both of those topics are touched on in this excellent blog post from YC: <https://blog.ycombinator.com/how-to-manage-a-board/>.

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

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

- Kritische Diskussion und Genehmigung der zentralen Unternehmensstrategie sowie der Pläne und Ziele des Unternehmens;
- Beratung und Betreuung der Unternehmensleitung, insbesondere des CEO, in wichtigen Unternehmensfragen;
- Gewährleistung wirksamer Kontrollsysteme, so dass das Board of Directors angemessen über die finanzielle Lage des Unternehmens informiert wird (einschließlich der Auswahl unabhängiger Prüfer und ggf. der Einrichtung von Prüfungsausschüssen);
- Überwachung der Arbeit des Managements, Bewertung der Leistungen des Managements sowie Auswahl und Abberufung des CEO;
- Änderung der Bylaws oder der Charter des Unternehmens;
- Genehmigung von Kapitalbeschaffungsmaßnahmen;
- Genehmigung von M&A-Projekten; und
- Nominierung von Board-Mitgliedern.

Am Ende des Tages ist das Board of Directors für die Leitung und Überwachung der Geschäfte und Angelegenheiten des Unternehmens verantwortlich. Das Board of Directors delegiert die Befugnis zur Führung des Tagesgeschäfts an das Management und die Corporate Officer des Unternehmens. Das Board of Directors ist für die Corporate Governance verantwortlich und muss sicherstellen, dass das Unternehmen angemessene Vorkehrungen für die Einhaltung der Gesetze trifft (insbesondere durch die Etablierung entsprechender Unternehmensrichtlinien).

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

### 2.2 Unterschiedliche Maßstäbe für Haftung und Haftungsfreistellung

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

**The Role of the Board in the U.S.:** In a Delaware corporation principal functions of the board traditionally include:

- Reviewing and approving major strategies, plans, and objectives of the Company;
- Advising and counseling the company's management, especially its chief executive officer, on significant issues affecting the company;
- Providing effective auditing procedures so that the board will be adequately informed of the company's financial status (including selecting independent auditors and establishing audit committees when appropriate);
- Monitoring the performance of management, evaluating the accomplishments of management, and selecting and removing the chief executive officer;
- Amending the company's charter or bylaws;
- Approving capital raising activities;
- Approving acquisitions or mergers; and
- Nominating directors.

The board of directors is ultimately responsible for managing and overseeing the business and affairs of the company. The board of directors

delegates the authority for managing the day-to-day operations to the Company's management and corporate officers. The board of directors is responsible for corporate governance and the directors must make sure the company has adequate policies to comply with law.

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

## **2.2 Different Standards of Liability and Indemnification**

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

### 2.2.1 Aufgaben und Pflichten von Board-Mitgliedern und Corporate Officers in einer Corporation – ein Überblick

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

**Sorgfaltspflicht:** Board-Mitglieder einer nach dem Recht des Staates Delaware organisierten Gesellschaft sind verpflichtet, mit der Sorgfalt zu handeln, die eine in normalem Umfang vorsichtige und umsichtige Person an den Tag legen würde. Auch wenn Board-Mitglieder nicht per se verpflichtet sind, die Gewinne des Unternehmens zu maximieren, müssen sie dennoch den notwendigen Grad an Sorgfalt walten lassen, um die finanziellen Interessen der Organisation und ihrer Gesellschafter zu wahren. Daher ist es die Pflicht der Board-Mitglieder, sich vor einer unternehmerischen Entscheidung aus allen wesentlichen zur Verfügung stehenden Quellen zu informieren und ggf. Expertenrat einzuholen.

**Treuepflicht:** Da die Gesellschafter zwar die eigentlichen Eigentümer des Unternehmens, aber mit Blick auf die Unternehmensstrategie und -leitung weitgehend machtlos sind, sichert die Treuepflicht die Verpflichtung der Board-Mitglieder und Corporate Officer, im besten Interesse der Gesellschaft und ihrer Gesellschafter zu handeln. Die Treuepflicht zielt darauf ab, das Unternehmen davor zu schützen, dass ein Board-Mitglied oder Corporate Officer das in ihn gesetzte Vertrauen zu seinem persönlichen Vorteil nutzt.

**Treu und Glauben:** In den vergangenen mehr als zehn Jahren haben Gerichte in Delaware darüber diskutiert, ob die Pflicht, nach Treu und Glauben zu handeln eine unabhängige Pflicht oder "nur" eine Ausprägung der allgemeinen Sorgfalts- und Treuepflicht ist. Die jüngste Rechtsprechung unterschied das Konzept von Treu und Glauben von der Sorgfalts- und von der Treuepflicht und ordnete Treu und Glauben als ein Element der Treuepflicht ein. Der Supreme Court of Delaware hat dabei nicht positiv definiert was Handeln in

#### ERFÜLLUNG DER SORGFALTS- UND TREUEPFLICHT - EINIGE ALLGEMEINE HINWEISE



Die Sorgfaltspflicht verlangt vom Board ein gewissenhaftes Vorgehen. Hier sind einige (Verfahrens-) Empfehlungen, um dieser Pflicht genüge zu tun:

- Wende die erforderliche Aufmerksamkeit auf, die der Situation angemessen ist, und "mach deine Hausaufgaben".
- Lies alle Hintergrundinformationen, die dem Board of Directors zur Verfügung stehen.
- Nimm an allen Board- und Ausschusssitzungen teil und komm vorbereitet; nimm aktiv an den Sitzungen teil, diskutiere Vor- und Nachteile von Vorschlägen und äußere deine Bedenken.
- Directors müssen sich über alle wesentlichen Informationsquellen, die für sie mit zumutbarem Aufwand verfügbar sind, informieren, ehe sie eine Entscheidung treffen. Dies schließt auch falls notwendig die Einholung externen Expertenrats in Finanz-, Rechts-, Buchhaltungs- oder sonstigen Fragen ein. Board-Mitglieder können sich auf Aufzeichnungen und Berichte des Unternehmens, von Experten und Fachleuten stützen, sofern sie insoweit in gutem Glauben handeln.
- Die Board-Mitglieder müssen sich ausreichend Zeit nehmen, um relevante Themen zu verstehen und abzuwägen sowie relevante Fragen zu stellen. Erkundige dich nach Themen, die Anlass zur Besorgnis oder zu Weiteren Maßnahmen zu geben scheinen.
- Wende stets die Zeit für Beratungen auf, die der Tragweite der Entscheidung angemessen ist.
- Stelle dem Management und externen Experten Fragen, um einer Sache auf den Grund zu gehen und hake nach.
- Finde heraus, ob es zu einer vorgeschlagenen Handlung Alternativen gibt und bewerte diese.
- Sieh die Board- und Ausschussprotokolle sorgfältig durch und korrigiere diese falls notwendig.

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



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

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

**Duty of Care:** Directors and officers of a Delaware corporation have a duty to act with the “amount of care which ordinarily careful and prudent men would use in similar circumstances.” While directors have no *per se* duty to maximize the profits of the corporation, directors must exercise the requisite degree of due care to protect the financial interests of the organization and its stockholders. Therefore, it is the director’s obligation to inform themselves, if necessary, by obtaining expert advice, “prior to making a business decision, of all material information reasonably available to them.”

**Duty of Loyalty:** Against the background that stockholders, who are the true owners of the corporation, are largely powerless with respect to the corporation’s strategy and management, the duty of loyalty fulfills the directors’ and officers’ obligations to act in the best interests of the corporation and its stockholders. The duty of loyalty intends to protect the corporation from a director or officer “us[ing] their position of trust and confidence to further their private interests.”

**Duty of “Good Faith”:** Over the last decade or so, Delaware courts have debated whether the duty to act in good faith is an independent fiduciary duty or a component of the duties of care and loyalty. The most recent jurisprudence on the matter distinguished the “concept of good faith from the duty of care and duty of loyalty” and established good faith as an element of the duty of loyalty. The Supreme Court of Delaware has not explicitly defined good faith and instead chose to outline two categories of behavior constituting bad faith. The first category includes “fiduciary conduct motivated by an actual intent to do harm.” Under

#### FULFILLING THE DUTY OF CARE - SOME GENERAL GUIDANCE



To satisfy the requirements of the duty of care, the board of directors must engage in a deliberative process. This may include the following:

- Act with the deliberation that is appropriate under the circumstances and be sure to “do your homework.”
- Read all background materials made available to the board of directors.
- Attend and be prepared for all board and committee meetings; participate actively in board and committee meetings, discuss the pros and cons of proposals and voice any concerns.
- Directors must inform themselves of all material information reasonably available to them prior to making a decision, including outside financial, legal, tax, accounting and other experts as appropriate. Directors may, in good faith, rely on records and reports of the company, experts, and professionals.
- Directors must take sufficient time to understand and consider relevant issues and ask appropriate questions. Inquire into areas that seem to merit concern or follow-up.
- Spend the time in deliberation appropriate to the magnitude of the decision.
- Ask probing questions to management and third party experts.
- Become familiar about the company’s business and management.
- Learn about and evaluate the existence and availability of alternatives.
- Carefully review and correct minutes of all board and committee meetings.

the second category, bad faith is established when “the fiduciary intentionally acts with a purpose other than that of advancing the best interests of the corporation, where the fiduciary acts with the intent to violate applicable positive law, or where the fiduciary fails to act in the face of a known duty to act, demonstrating a conscious disregard for her duties.” The latter category may be applicable in circumstances where a director’s actions are more culpable than gross negligence without a traditional self-interest conflict.



**Überwachungspflicht:** Die Sorgfaltspflicht der Board-Mitglieder erstreckt sich auch darauf zu überwachen, ob die Corporate Officer die ihnen zugewiesenen Aufgaben ordnungsgemäß ausführen. Diese Überwachungspflicht leitet sich aus den Sorgfalts- und Treuepflichten ab, wird aber von den Gerichten in Delaware nicht als eigenständige Treuepflicht anerkannt. Der Supreme Court of Delaware hat entschieden, dass ein Board-Mitglied z.B. dann gegen seine Aufsichtspflicht verstößt, wenn es gänzlich versäumt hat, ein Berichts- oder Informationssystem oder Kontrollen in seinem Unternehmen einzuführen oder ein solches System oder solche Kontrollen zwar eingeführt, es aber bewusst versäumt hat, das Unternehmen dann auch entsprechend zu überwachen und zu beaufsichtigen, wodurch er sich selbst daran hindert, über Risiken oder Probleme informiert zu werden, die seine Aufmerksamkeit erfordern.

**Offenlegungspflicht:** Wie die Überwachungspflicht ist auch die Offenlegungspflicht keine eigenständige Treuepflicht, sondern eine Unterkategorie der allgemeinen Sorgfalts- und Treuepflicht. Nach dem Recht des US-Staates Delaware haben Board-Mitglieder die Pflicht, den Gesellschaftern alle wesentlichen Informationen im Zusammenhang mit einer angestrebten Gesellschafterklage offenzulegen.

#### **VERFAHRENSABLÄUFE IM BOARD - EINIGE ALLGEMEINE HINWEISE**



Hier sind einige zentrale Regeln für die Vorbereitung und Durchführung von Board-Sitzungen, die dabei helfen sollen, rechtliche Risiken möglichst zu vermeiden:

- Verteile rechtzeitig vor den Sitzungen an die Board-Mitglieder die für die Tagesordnung relevanten Unterlagen, z.B. Kopien von Studien, Vereinbarungen, Berichten und anderen wesentlichen Unterlagen.
- Vertage die Sitzungen und tretet zu einem späteren Zeitpunkt wieder zusammen, wenn die Board-Mitglieder mehr Zeit benötigen, um die aufgerufenen Themen zu erörtern oder relevante Informationen zu prüfen.
- Sei dir bewusst, dass bei Rechtsstreitigkeiten die Directors wahrscheinlich aufgefordert werden, über den Ablauf und Inhalt der relevanten Sitzungen Auskunft zu geben.
- Die Protokolle der Board-Sitzungen sind die offiziellen Aufzeichnungen über die Arbeit des Boards und sollten mit der entsprechenden Sorgfalt erstellt und geprüft werden.
- Dokumente, auch Notizen und E-Mails, sollten sorgfältig erstellt und aufbewahrt werden. Auf diese Dokumente könnte in späteren gerichtlichen Auseinandersetzungen oder bei behördlichen Ermittlungen zurückgegriffen werden. Wenn du dich entschließt, Notizen von Board-Sitzungen (oder -Gesprächen) aufzubewahren oder Notizen zu von der Gesellschaft erhaltenen Materialien anzufertigen, stelle sicher, dass sie sachlich, genau, vollständig und frei von redaktionellen Kommentaren oder Aussagen sind, die, wenn aus dem Zusammenhang gerissen, missverstanden werden könnten.

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

**Duty of Disclosure:** Like the duty of oversight, the duty of disclosure is not an independent fiduciary duty but a subset of the duties of care and loyalty. Under Delaware common law, directors have a fiduciary duty to “disclose all material information to stockholders when seeking stockholder action.” (e.g., such as in proxy solicitations or self-tender offers).

#### **BOARD PROCEDURES - SOME GENERAL GUIDANCE**



Here are some general best practices on how to prepare and conduct board meetings that should be observed to mitigate legal risks:

- Distribute to directors in advance of meetings copies of studies, agreements, reports and other key documents relating to proposed discussions.
- Adjourn meetings and reconvene at a later time if the directors need more time to consider the issues presented or to review pertinent information.
- Be aware that in litigation directors are likely to be deposed about how meetings were conducted.
- Minutes of board meetings are the official record of the board's proceedings.
- Be thoughtful as to the creation and retention of documents, including notes and emails. Documents may be discoverable in litigation or government investigation. If you choose to keep notes of board meetings (or conversations) or if you make notations on the materials that you receive, ensure that they are factual, accurate, complete and free from editorial comments or statements which could be misunderstood out of context.

## 2.2.2 Haftungsrisiken und Möglichkeiten der Reduktion von Haftungsrisiken von US-Board-Mitgliedern

### Die Business Judgment Rule und die Entire

**Fairness Doctrine:** Eine Verletzung der Treuepflichten eines der Board-Mitglieder oder eines Corporate Officers würde es den Anteilseignern der Gesellschaft (oder einem von ihnen) ermöglichen, einen Anspruch gegen das Board-Mitglied oder einen Corporate Officer persönlich geltend zu machen. Angesichts des breiten Spektrums dieser Pflichten (die von den Gerichten zudem noch fortlaufend weiterentwickelt und verfeinert werden) hat die US-Rechtsprechung die *Business Judgment Rule* als einen "sicheren Hafen" für Board-Mitglieder und Corporate Officer entwickelt. Dadurch soll verhindert werden, dass aus Angst vor Haftungsrisiken die Entscheider eines Unternehmens quasi vor Angst erstarren und keine mutigen unternehmerischen Entscheidungen mehr treffen. Nach der Business Judgment Rule wird die Handlung eines Board-Mitglieds (oder eines Corporate Officer) als zulässig erachtet, wenn das Board-Mitglied auf der Grundlage von angemessenen Informationen, in gutem Glauben und in der tatsächlichen Überzeugung gehandelt hat, dass seine Handlung im besten Interesse des Unternehmens lag. Das Gesellschaftsrecht des US-Staates Delaware sieht ferner vor, dass sich die Board-Mitglieder in gutem Glauben auf Informationen, Einschätzungen, Berichte oder Aussagen von Board-Mitgliedern, Mitarbeitern, Mitgliedern der Board-Ausschüsse oder jeder anderen Person (auch außerhalb der Unternehmensorganisation) in Bezug auf Angelegenheiten verlassen können, von denen das Board-Mitglied begründeterweise annimmt, dass sie innerhalb der beruflichen oder fachlichen Kompetenz dieser Person liegen. Voraussetzung ist aber, dass die Person mit angemessener Sorgfalt von oder im Namen des Unternehmens ausgewählt wurde.

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

verletzt hat. In bestimmten Ausnahmefällen kann die Entscheidung des Board-Mitglieds jedoch gerichtlich weitergehend überprüft werden; für diese strengere Gerichtsprüfung gibt es zwei praxisrelevante Fälle: (i) die sogenannte *Entire Fairness Doctrine* und (ii) den (sonstigen) erhöhten Prüfungsmaßstab (Enhanced Scrutiny Standard).

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

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

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

## 2.2.2 Liability Risks and Means to Mitigate Liability Risks for U.S. Board Members

### Business Judgment Rule and Entire Fairness

**Doctrine:** A breach of any of the directors' or officers' fiduciary duties would enable the stockholders of the corporation (or any of them) to bring a claim against the director or officer personally. Against the wide scope of these duties (that keep being developed and fine-tuned by the courts), U.S. case law has established the business judgment rule as a safe harbor for directors and officers to prevent inertia for fear of liability risks. Under this rule, a director's action is deemed valid if the director has acted on a basis of information, in good faith, and in the true belief that her action was in the company's best interest. Delaware corporate law further stipulates that directors can rely in good faith on information, opinions, reports or statements from officers, employees, board committees' members or any other person (also outside the company's organization) regarding matters the director reasonably believes are within that person's professional or expert competence, provided that the person has been selected with reasonable care by or on behalf of the company.

While courts will under the business judgment rule not question the propriety of a director's decision unless an adverse party proves, by a *preponderance of the evidence*, that the director's decision involved a breach of fiduciary duty, it is important to note that in limited circumstances, judicial review of directors' decisions is heightened under (i) the so-called entire fairness doctrine or (ii) an enhanced scrutiny standard:

- If the adverse party successfully overcomes the business judgment rule presumption, the directors must prove the "**entire fairness**" of their actions. The court also applies the entire fairness standard of review when a controlling or dominating stockholder stands on both sides of a transaction or when a majority of directors are personally interested in a transaction. We will discuss a few cases of the entire fairness doctrine below that are particularly relevant for VC-backed start-ups.
- Recent Delaware court decisions have emphasized that there are two elements of an entire fairness analysis: fair dealing and fair price. The fair price consideration requires that the price per share was the highest reasonably attainable price under the circumstances, while the fair dealing analysis considers the transaction's time, structure and manner. Delaware courts have placed the initial burden to demonstrate the fairness of a transaction on the company, but the burden shifts to the challenger if the company had established an independent committee of directors to evaluate the transaction or if the transaction was approved by a majority of the minority stockholders.
- The **enhanced scrutiny standard** of review is an intermediate standard that lies between the business judgment rule and the entire fairness doctrine and applies in the context of sale of control transactions or defensive conduct by directors.

**Freistellungsvereinbarungen:** Unter bestimmten Umständen können die Board-Mitglieder ihre Haftung für Verstöße gegen ihre Treuepflichten ausschließen oder zumindest beschränken. Namentlich können sowohl Board-Mitglieder als auch Corporate Officer Freistellungsvereinbarungen (Indemnification Agreements) mit der Gesellschaft abschließen, in deren Rahmen die Gesellschaft auf ihre Kosten die betreffenden Board-Mitglieder und Corporate Officer gegen deren Inanspruchnahme durch Dritte verteidigen wird.

Derartige Freistellungsvereinbarungen führen dazu, dass das Unternehmen dem Board-Mitglied oder Corporate Officer die Kosten für Klagen erstattet, die sich aus ihren Handlungen im Rahmen ihrer Tätigkeit für das Unternehmen ergeben, z.B. Anwaltskosten. Dadurch soll die Freiheit der betreffenden Personen gesichert werden, angemessene wirtschaftliche Risiken einzugehen. Wenn ein Board-Mitglied sämtliche Kosten selbst tragen müsste, wäre dieses zurückhaltender, die notwendigen Geschäftsentscheidungen zu treffen, unterstellt man würde überhaupt entsprechend qualifizierte und motivierte Menschen finden, die bereit wären, im klagefreudigen Amerika derartige Leitungsfunktionen zu übernehmen.

Üblicherweise umfassen Freistellungsvereinbarungen die folgenden Aspekte:

- **Drittverfahren:** Das Unternehmen stellt das Board-Mitglied oder den Corporate Officer frei mit Blick auf Kosten, Urteile, Bußgelder, Vergleichszahlungen, die jeweils aus Klagen Dritter herrühren.
- **Verfahren durch oder für das Unternehmen:** Da das Verhalten der Board-Mitglieder oder Corporate Officer nicht nur Schadensersatzansprüche Dritter nach sich ziehen kann, sondern auch das Unternehmen selbst geschädigt sein kann, ist es von entscheidender Bedeutung, die Haftungsfreistellung auch auf diejenigen Kosten zu erstrecken, die dem Freistellungsbegünstigten aus oder im Zusammenhang mit durch oder für das Unternehmen angestrebte Verfahren entstehen.

- **Obsiegen im Verfahren:** Wenn das Board-Mitglied in der Sache oder anderweitig bei der Verteidigung eines Verfahrens durch das Unternehmen oder eine dritte Partei erfolgreich war, sind die Kosten, die sich aus dieser Klage ergeben, ebenfalls Teil einer üblichen Freistellungsklausel (nach dem nicht kodifizierten, aber weitgehend anerkannten Rechtsgrundsatz der sog. American Rule of Costs trägt in einem Zivilverfahren grds. jede Partei ihre Anwaltskosten selbst).
- **Zeugenaufwendungen:** Das Board-Mitglied kann sich auch an einem anderen Verfahren beteiligen, z.B. als Zeuge, so dass auch die entsprechenden Kosten von der Freistellungsvereinbarung gedeckt werden sollten.

Eine übliche Freistellungsvereinbarung - der von der US-amerikanischen *National Venture Capital Association* veröffentlichte Standard<sup>12</sup> ist bei US-Start-ups weit verbreitet - wird zudem festlegen, dass die Freistellung in dem nach geltendem Recht maximal zulässigen Umfang gewährt wird. Fällt ein Handeln des Board-Mitglieds nicht unter die Regelungen einer Freistellungsvereinbarung mit dem Unternehmen kann das Board-Mitglied dennoch ggf. unter den Schutz einer vom Unternehmen abgeschlossene Directors & Officers (D&O) Versicherung fallen.

Außerdem ist es üblich, den Board-Mitgliedern einen Kostenvorschuss zu gewähren. Nach dem Recht von Delaware besteht ohne gesonderte Regelung gerade kein Anspruch auf einen solchen Vorschuss. Aber vor dem Hintergrund, dass ein Board-Mitglied oft nicht finanziell in der Lage sein wird, die Kosten eines Verfahrens selbst zu tragen, ist es ratsam, eine entsprechende Klausel in die Freistellungsvereinbarung aufzunehmen. Diese Bestimmung sollte festlegen, dass das Unternehmen verpflichtet ist, den Vorschuss in einem bestimmten Zeitraum (z.B. 30 Tage) nach der Benachrichtigung über die Klage zu zahlen. Um Unsicherheiten und Streitigkeiten zwischen der Gesellschaft und dem Board-Mitglied zu vermeiden, empfehlen wir auch, dass der Vorschuss unabhängig davon gewährt wird, ob das jeweilige Board-Mitglied die Kosten tragen könnte oder nicht.

12. Siehe das erst im Juli 2020 aktualisierte Musterdokument unter: <https://nvca.org/model-legal-documents/>.



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

Indemnification means that the company reimburses the director or officer for costs incurred with claims arising out of her actions when serving the company, such as attorney fees. This is important so that the individual is willing to take reasonable economical risks. If a director had to bear all costs herself, she may be reluctant towards taking the necessary business decisions and that assumes that qualified and motivated people could be found to assume such important roles in a company in the first place given how – at least from a Continental European perspective – litigation trigger-happy the U.S. is.

Customarily, indemnification agreements cover the following scope:

- **Third party proceedings:** The company indemnifies the director or officer against expenses, judgments, fines and amounts paid in settlement concerning actions that were brought by third parties.
- **Proceedings by or in the right of the company:** Because the directors' and officers' action might not only entitle third parties to damages, but the company might also suffer a loss, it is vital to also extend the indemnifications to costs arising from actions by the company or in its rights.
- **Success on merits:** If the director was successful on the merits or otherwise in a defense of a proceeding by the company or a third party, the costs arising from this suit are also part of a customary indemnity clause (keep in mind that despite the numerous fee shifting exceptions according to the American Rule of Costs it is still the default that each party of a civil law litigation is responsible for paying its own attorney's fees).

- **Witness expenses:** The director might also participate in another proceeding, e.g., as a witness, so that corresponding costs should be covered as well.

A customary indemnification agreement – the standard published by the NVCA<sup>13</sup> is widely used for U.S. start-ups – will also stipulate that the indemnity should be granted to the fullest extent permitted by applicable law. However, if the director's actions are not covered by this definition and she is therefore liable, she can still be reimbursed by a D&O insurance policy taken out by the company.

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

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

### 2.2.3 Pflichten von Board-Mitgliedern – einige Besonderheiten bei Start-ups

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

#### **Der Verkauf des Start-ups für weniger als die Liquiditätspräferenz der Vorteilsge-sellschafter:**

Die berühmte Trados-Entscheidung<sup>14</sup> von 2013 betraf die Übernahme der TRADOS Inc. ("Trados") durch die SDL plc ("SDL") für einen Kaufpreis von USD 60 Millionen in bar und in Anteilen. Die Vorteilsge-sellschafter von Trados erhielten USD 52,2 Millionen als Teilzahlung auf ihre durch die Transaktion ausgelöste Liquidationspräferenz, und das Trados-Management erhielt USD 7,8 Millionen über einen sog. *Management Incentive Plan* ("MIP"). Die Stammge-sellschafter hingegen erhielten keine Gegenleistung aus der Transaktion, obwohl sie aus dieser an sich USD 2,1 Millionen erhalten hätten, wenn dem Trados-Management keine Zahlungen aus dem MIP zugesagt worden wären. Als das Board of Directors von Trados die Transaktionen genehmigte, waren fünf der sieben Board-Mitglieder Vertreter der Vorteilsge-sellschafter Investoren, und die beiden anderen Board-Mitglieder gehörten zur Trados-Geschäftsleitung und profitierten sowohl vom MIP als auch von Anstellungsverhältnissen mit dem Käufer nach Vollzug der Veräußerung der Trados.

Einer der Stammge-sellschafter griff die Entscheidung des Board of Directors mit dem Argument an, die Board-Mitglieder von Trados hätten ihre Treuepflichten verletzt und verlangte eine Bewertung der Stammanteile durch einen unabhängigen Bewerter. Der Kläger argumentierte, dass das Board die Transaktion hätte ablehnen müssen, da es verpflichtet gewesen wäre, Trados als eigenständiges Unternehmen weiter zu betreiben, um den Wert des Unternehmens zum Nutzen (auch) der Stammge-sellschafter zu maximieren. Das klägerische Vorbringen überstand

einen vorprozessualen Abweisungsantrag und der Fall ging vor Gericht. Das Gericht verlangte von der Beklagtenseite, zu beweisen, dass die Handlungen des Board dem strengen Maßstab der Entire Fairness Doctrine (und nicht nur dem der Business Judgment Rule) entsprachen, da laut Feststellung des Gerichts sechs der sieben Board-Mitglieder von Trados ein eigenes Interesse an der Transaktion hatten und nicht unabhängig waren.

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

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

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

### 2.2.3 Board Duties – Some Start-up Specifics

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

**The Sale of the Start-up for Less than the Preferred Liquidation Preferences:** The famous 2013 Trados decision<sup>15</sup> involved the acquisition of TRADOS Inc. ("Trados") by SDL plc ("SDL") for USD 60 million in cash and stock. Trados' preferred stockholders received USD 52.2 million as partial payment for a liquidation preference that the transaction triggered, and Trados management received USD 7.8 million through a management incentive plan ("MIP"). The common stockholders did not receive any merger consideration, although they would have received USD 2.1 million in the transaction if Trados management did not have the MIP. When the board approved the transactions, five of the seven Trados directors were designees of preferred stock investors, and the other two directors were members of Trados management and beneficiaries of both the MIP and post-closing employment agreements with the buyer.

A common stockholder claimed that the Trados directors had breached their fiduciary duties, so the stockholder sought a common stock appraisal. The plaintiff argued that the board should have rejected the transaction because it had a fiduciary obligation to continue operating Trados on a stand-alone basis to maximize the corporation's value for the common stockholders' benefit. The plaintiff's fiduciary claims survived a motion to dismiss, and the case went to trial. At trial, the defendants had to prove that their actions were entirely fair because the court found that six of Trados' seven directors were not disinterested and independent.

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

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

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

Beklagenseite zum fairen Preis waren für das Gericht letztlich überzeugend. Damit entschied das Gericht schlussendlich, dass vorliegend auch die Genehmigung einer Transaktion, bei der die Stammgesellschafter keine Gegenleistung erhielten, keine Verletzung der Treuepflicht des Boards darstellte.

### **Von den bestehenden Gesellschaftern angeführte Down Round:**

Unternehmen, denen das Geld ausgeht oder die unter starken Bewertungsschwankungen leiden, müssen notfalls im Wege einer sog. Down Round Eigenkapital aufnehmen. Down Round nennt man eine Finanzierungsrunde unter der Bewertung der letzten Runde, die dann oftmals von Bestandsgesellschaftern maßgeblich geschultert wird (daher auch der Ausdruck Inside Round). Niemand will eine Down Round und schon gar nicht eine von Bestandsinvestoren angeführte. Aber es steht zu befürchten, dass wir im Zuge der COVID-19 Pandemie und ihrer längerfristigen Folgen diese wieder häufiger sehen. Eine solche interne Down Round ist nicht mit einer typischen Series A / B / C-Finanzierung vergleichbar. Es handelt sich um einen oftmals deutlich aufwendigeren, komplizierteren und riskanteren Prozess; zumal die Einsätze auf allen Seiten oft hoch sind und die Transaktion unter enormen Zeitdruck durchgezogen werden muss. Zwischen dem Management und den Investoren kann es hier ersichtlich zu Spannungen auftreten. Dies gilt aber auch für die Investoren untereinander, die zu unterschiedlichen Zeitpunkten und damit Bewertungen in die Gesellschaft investiert haben und deren Interessen sowie ihre Kapazitäten, Portfoliogesellschaften auch in Krisenzeiten finanzieren zu können, durchaus divergieren können.

Down Rounds in einer US-Gesellschaft können für Bestandsinvestoren und deren Vertreter im Board mit erheblichen Haftungsrisiken einhergehen. Das trifft vor allem auf "investorendominierte" Boards zu, wenn diese Boards bzw. die dahinter stehenden Investoren die mit einer u.U. erheblichen Verwässerung einhergehende Runde vorantreiben. Von bestehenden Gesellschaftern geführte Down Rounds können - vor allem im Nachhinein wenn die Gesellschaft die Krise übersteht - als drakonisch wahrgenommen werden

selbst wenn die Parteien ex ante überzeugt waren, dass die angebotenen Konditionen das unter den gegebenen Umständen beste Ergebnis darstellten und die Transaktion alternativlos war. Hinterher ist man ja immer schlauer und spricht die Tatsache, dass die Gesellschaft die Krise gemeistert hat, nicht gerade dafür, dass die von den Investoren der Down Round zu Grunde gelegte Bewertung unangemessen war?

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

- Ein sauberer Prozess im Board ist sehr wichtig: insbesondere eine gründliche Prüfung der vorgeschlagenen Transaktion und möglicher Handlungsalternativen. Das Board muss sich regelmäßig mit diesen Themen auseinandersetzen und die zur Pflichterfüllung erforderliche Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit an den Tag legen, die Gesellschaft auf Kurs halten und gleichzeitig die bestmöglichen Finanzierungsbedingungen aushandeln. Weiter unten werden einige Best Practices vorgestellt, an denen sich Board-Mitglieder hierbei orientieren können.
- Konflikte wird es im Überfluss geben: Investoren, Board und Management müssen sich bewusst sein, dass solche Down Rounds potenzielle Konflikte und damit ein echtes haftungsbewährtes Risiko der Verletzung von Treuepflichten mit sich bringen. Soweit bekannt, sollten die Interessen der Beteiligten und mögliche Interessenkonflikte dem Board und letztlich den Gesellschaftern offengelegt werden, wenn diese um Zustimmung zu der Down Round gebeten werden. Hier gilt die Maxime "immer mit offenen Karten spielen".
- Spezielle Board-Ausschüsse, deren Mitglieder keine persönlichen Interessen verfolgen und im Hinblick auf die anstehende Transaktion neutral sind, können helfen: Wenn möglich, sollte ein Sonderausschuss unabhängiger Board-Mitglieder, insbesondere solcher, die nicht von Investoren entsandt wurden, welche die Down Round anführen oder in dieser investieren wollen, eingerichtet werden, um mit den Bestandsinvestoren die Vertragsbedingungen auszuhandeln. In vielen VC-finanzierten



**Insider-led Down Rounds:** Companies that are running out of cash or experiencing wide valuation fluctuation may need to raise funds in an emergency “inside round” or “down round.” No one wants to do a down round, particularly an insider-led down round, but we might well see more of these in the wake of the COVID-19 pandemic. An insider-led down round is not your mother’s Series A / B / C financing. It is a much more involved, complicated and risky process that involves high stakes and often happens over a very compressed timeframe. Tension may run high between management and investors (and even between investors who came in at different stages as they have a divergence of interests – and differences in ability to continue funding their portfolio companies).

Down rounds are particularly risky for insider lead investors and their director designees. This is particularly true in “investor dominated” boards where the participating board members/their funds are leading a dilutive transaction. Inside-led down rounds – particularly when viewed after the fact – can look unnecessarily punitive (remember: hindsight is 20-20), even if the parties believed at the time that the terms were the “best available” and that there were no other viable alternatives.

Against this backdrop, in an inside down round:

- The board process is very important: particularly a thorough board process to consider deal proposals, review alternatives, meet regularly, and demonstrate care and diligence by the board in discharge of their duties to secure stability for the company, while negotiating the best possible financing terms. Some best practices that should be followed are presented below.

- Conflicts will abound: Investors, board and management must be aware these deals can give rise to potential conflicts and duty of loyalty claims and, as a result, real fiduciary risk. All known conflicts and related party interests should be disclosed to the board and ultimately to the stockholders in obtaining deal approvals (as our grandmothers already knew “sunlight cures [most] problems”).
- Special (disinterested) board committees can help. If possible, it’s preferable to appoint a special committee of independent directors who are not leading (or planning to invest) in the round to negotiate the deal terms with the insiders leading the round. However, in many venture-backed companies it will often not be possible to designate a true disinterested board committee where VCs have a large number of seats and management teams may be conflicted by management carve-out plans, equity reloads, retention bonuses and the like.

Unternehmen wird es jedoch nicht möglich sein, einen solchen wirklich unabhängigen Ausschuss einzurichten, wenn VCs über eine große Anzahl von Sitzen im Board verfügen und das Management des Start-ups zudem durch sog. Carve-out-Pläne für das Management (dies sind spezielle im Rahmen der Down Round aufgelegte Anreizvergütungssysteme, welche an die Stelle der vielfach zu diesem Zeitpunkt wertlosen ESOPs treten), sog. Equity Reloads, Halteprämien o.ä. selbst einen Interessenkonflikt hat.

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

- Derartige Transaktionen stehen, wie bereits erwähnt, unter besonders kritischer Beobachtung. Im Idealfall wird ein unabhängiger Ausschuss wie oben beschrieben (oder zumindest ein unabhängiges Board-Mitglied und/oder ein unabhängiger Corporate Officer) damit beauftragt, die Bedingungen einer von den Bestandsinvestoren geführten Down Round auszuhandeln, um für die Gesellschaft das bestmögliche Ergebnis zu erzielen. Idealerweise geschieht dies in Verbindung mit einem Markttest / einer Marktansprache, um zu evaluieren, ob es Finanzierungsalternativen gibt. Dies kann dabei helfen, die Angemessenheit der Bewertung und der sonstigen wesentlichen Eckpunkte der Transaktion zu plausibilisieren und eine Entscheidung für die Insider Down Round zu validieren.
  - Wenn möglich, sollte eine Unternehmensbewertung durch einen unabhängigen Dritten eingeholt werden, um Entscheidungen rund um Bewertungsfragen zu stützen.
  - Schließlich sollte der unabhängige Board-Ausschuss (oder ggf. das Board-Mitglied oder der Corporate Officer) dem vollständigen Board Bericht erstatten und die Annahme der Transaktion vorschlagen und die Zustimmung hierfür – auch von einer Mehrheit etwaiger unabhängiger Board-Mitglieder – einholen.
- Der vorgeschlagene Deal sollte dann allen berechtigten Anteilseignern angeboten und den Anteilseignern zur Genehmigung vorgelegt werden. Im Idealfall würde eine qualifizierte Mehrheit der Anteilseigner ohne Eigeninteressen zustimmen. Auch wenn dies nicht möglich ist, wird dennoch vielfach eine einfache Mehrheit aller Anteilseigner ausreichen, auch wenn dadurch die beschriebenen Risiken nicht ausgeschlossen werden können. Es ist daher von großer Bedeutung, dass die Gesellschaft sich ernsthaft darum bemüht, die Zustimmung möglichst vieler Inhaber von Stammanteilen und anderer Gesellschafter, die kein Eigeninteresse an der Down Round haben, zu gewinnen.
  - Im Idealfall würde die Ansprache der Anteilseigner mit dem Bezugsrechtsangebot und der Bitte um Zustimmung zur Down Round über ein Informationsschreiben der Gesellschaft erfolgen, das speziellen Anforderungen und Marktstandards entspricht.

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

- These deals receive heightened scrutiny as noted. Ideally, an independent board committee (and otherwise an independent director and/or executive) will be tasked with negotiating the terms of any insider-led down round to obtain best possible terms. Ideally this would be done in conjunction with a market check to determine what third party funding options are available (if any) as this may help provide valuation and other goal posts and validate a decision to accept an insider-led down round.
- If possible, obtain an independent, third party valuation to support decisions around valuation (note: good in theory, but rarely done in practice).
- The independent board committee (or director or executive, as applicable) ultimately should recommend the proposed deal to the full board and obtain approval, including of a majority of the disinterested directors (if any).
- Proposed deals should then be offered to all accredited stockholders and presented to the stockholders for approval. Ideally a super-majority of disinterested stockholders would approve. But if not possible, then in most cases a simple majority of all stockholders will suffice to move forward – if not reduce risk. It is therefore of heightened importance that the company make real efforts to obtain the consent of as many common and otherwise disinterested stockholders as possible.
- Ideally solicitation of stockholder approval plus rights offering would be done via an information statement that complies with certain disclosure and timing requirements and market standards.

---

## 3. CORPORATE OFFICERS

### 3.1 Einführung

Das Tagesgeschäft einer US-Gesellschaft wie der HoldCo obliegt weniger den Directors als vielmehr einer Klasse von Unternehmensvertretern, zu denen insbesondere die Corporate Officers gehören. Corporate Officers leiten ihre Autorität vom Board ab und werden durch einen einfachen Board-Beschluss bestellt.

Die gesetzliche Mindestanzahl an Corporate Officers ist zwei, wobei die meisten jungen Tech-Unternehmen mit einem "Präsident/CEO" und einem "Secretary" starten – dafür kann auch dieselbe Person eingesetzt werden.

### 3.2 Die Funktionen

#### 3.2.1 Präsident und CEO

Die oberste Managementfunktion überträgt das Board dem Präsidenten oder CEO. Auch wenn einige Unternehmen die Position des Präsidenten und die des CEO mit unterschiedlichen Personen besetzen (wobei es keine allgemeingültigen Maßstäbe gibt, welche Position die weitreichenderen Befugnisse hat), nimmt in den meisten Unternehmen in der Frühphase eine Person beide Ämter wahr. Der CEO untersteht direkt dem Board of Directors und ist verantwortlich für die Umsetzung der vom Board festgelegten Strategien sowie für die Überwachung der Geschäftsleitung und der Leistung aller Vertreter des Unternehmens (Corporate Agents). Der CEO/Präsident ist plastisch gesprochen das Gesicht des Unternehmens, von dem erwartet wird, für das Unternehmen Dokumente zu unterzeichnen. In vielen jungen Unternehmen ist der CEO auch Board-Mitglied, oftmals sogar Vorsitzender des Boards.

#### 3.2.2 Secretary

Einfach ausgedrückt bewahrt der Secretary die für die Unternehmensverfassung wesentlichen Unterlagen der HoldCo auf und muss die Gültigkeit dieser Dokumente für verschiedene Transaktionen, einschließlich Finanzierungen, bescheinigen.

Um eine doppelstöckige Struktur mit einer deutschen OpCo zu errichten, ist der Secretary von besonderer Bedeutung: Sowohl bei der Neugründung einer GmbH als auch bei einem Flip sind ein deutscher Notar und das deutsche Handelsregister eingebunden. Jedes Mal, wenn der Präsident oder CEO der HoldCo im Namen der Gesellschaft handelt, muss gegenüber dem Notar bzw. dem Handelsregister die Vertretungsmacht nachgewiesen werden. Da aber in den USA weder auf Staats- noch auf Bundesebene ein dem deutschen Handelsregister vergleichbares Register besteht, kann es mitunter Schwierigkeiten bereiten, diesen Nachweis zu erbringen.

An dieser Stelle kommt der Secretary ins Spiel: Der deutsche Notar und das Handelsregister akzeptieren regelmäßig eine vom Secretary beurkundete Bestätigung über die wirksame Vertretung der HoldCo durch den Präsidenten und CEO oder jedes anderen Vertreters, für den der Secretary dies bestätigt. Kurioserweise kann der Secretary auf diese Weise auch sich selbst bescheinigen, dass er selbst in seiner Funktion als Präsident oder CEO zur Vertretung der Gesellschaft berechtigt ist.

#### 3.2.3 Andere Funktionen

Die HoldCo kann eine Vielzahl weiterer Officer in verschiedenen Funktionen ernennen. Neben dem CEO und dem Secretary ist dies häufig der Chief Financial Officer/Treasurer, dem die Verantwortung für die Finanzen der HoldCo übertragen werden kann. Gerade in späteren Phasen der Unternehmensentwicklung ernennen viele Technologieunternehmen auch Chief Technology Officer oder Chief Legal Officer.

---

## 3. CORPORATE OFFICERS

### 3.1 Introduction

As outlined above, HoldCo operates in its day-to-day business through its agents rather than its directors, and officers are the principal agents of a corporation. Corporate officers receive their grant of authority from the board of directors and are appointed by simple board resolution.

The statutory minimum number of corporate officers is two and most young tech companies will get started by appointing a “President/CEO” and a “Secretary” who can be the same person.

### 3.2 The Roles

#### 3.2.1 President and CEO

The top management function is vested by the board in the President or CEO. Although some corporations appoint two separate individuals to serve as President and CEO (and there is no clear guidance as to which position would have greater authority), most early stage corporations have one person serving in both capacities. The CEO reports directly to the board of directors and is responsible for executing the strategies set in place by the board and for overseeing the management and performance of all corporate agents. The CEO/President is also the face of the company and expected to sign most of the company’s documents. In many early stage corporations, the CEO also serves on the board of directors, often also serving as its chairman.

#### 3.2.2 Secretary

Simply put, the Secretary is expected to maintain the organizational documents of HoldCo and must certify as to the validity of these documents for various transactions including any financings.

The Secretary is of particular importance for setting up a two-tier structure with a German OpCo: Both the incorporation of a GmbH from scratch and the flip transaction require the involvement of a German notary and the German commercial register. Each time HoldCo’s President and CEO or any other agent of HoldCo acts on behalf of the corporation, the notary and the commercial register will require proof that the agent was duly authorized to do so. Since a commercial register comparable to the register maintained in Germany does not exist on state or federal level in the U.S., such proof can be a pain to provide.

That’s where the Secretary comes into play: German notaries and commercial registers will accept a notarized certificate of representation issued by the Secretary as proof of HoldCo’s proper representation by its President and CEO or any other agent the Secretary confirms to be an authorized representative. Curiously enough, the Secretary can even confirm in her capacity as Secretary that she herself is authorized to represent the corporation in her other capacity as President and CEO.

#### 3.2.3 Other Roles

A corporation can appoint a variety of further officers in different roles. The most common role other than the roles of President/CEO and Secretary is the Chief Financial Officer/Treasurer who can be put in charge of the corporation’s finances. At later stages many technology companies also appoint a Chief Technology Officer or Chief Legal Officer.



## 4. MITARBEITERBETEILIGUNGSPROGRAMME IN EINER CORPORATION

Ein wesentlicher Teil der Arbeit als CEO oder Gründer eines Start-ups ist es, die richtigen Mitarbeiter zu finden und anreizkompatible Vergütungssysteme zu etablieren. Hier kommen anteils- oder optionsbasierten Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen, die allen oder jedenfalls einem substantiellen Teil der Belegschaft eine Mitinhaberschaft am Unternehmen (vorbehaltlich üblicher Vestingregeln) erlaubt, eine Schlüsselfunktion bei der Mitarbeiterbindung und -motivation zu.

Junge Technologieunternehmen haben hier zwei grundsätzliche Strukturierungsmöglichkeiten: (i) "echte" eigenkapitalbasierte Programme (ESOPs) und virtuelle Mitarbeiterbeteiligungsprogramme (VSOPs). Während ESOPs vereinfacht gesprochen dem Begünstigten das Recht geben, Anteile zu einem zuvor festgelegten Ausübungspreis ("strike price") zu erwerben, sollen VSOPs ein ESOP wirtschaftlich nachbilden, jedoch ohne Ausgabe von tatsächlichen Anteilen oder Optionen. Vielmehr erhalten die Begünstigten nach näherer Maßgabe des Programms für den Fall eines Liquiditätsereignisses vertragliche Ansprüche (sogenannte "virtuelle Anteile" oder "virtuelle Optionen") gegen die ausgebende Gesellschaft auf eine Barzahlung, deren Höhe sich im Ausgangspunkt daran orientiert, was ein Stammgesellschafter im Liquiditätsereignis erhält (i.d.R. abzüglich eines Strike Price, der aber nicht zu zahlen ist, sondern lediglich als Abzugsposten dient).

Während virtuelle Anteile in Deutschland sehr viel verbreiteter sind, werden Mitarbeiterbeteiligungsprogramme in den USA in aller Regel als eigenkapitalbasierte Programme aufgelegt. Das hängt vor allem mit zwei wesentlichen Unterschieden zwischen den beiden Rechtssystemen zusammen:

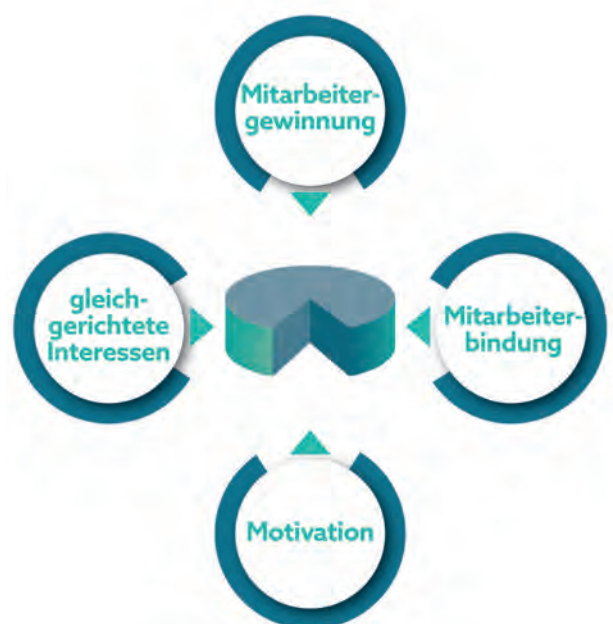
- Die Gesellschafterrechte können in den USA viel weitreichender eingeschränkt werden. Anders als in Deutschland ist es möglich, die Informationsrechte und das Recht, Beschlüsse anzufechten, auszuschließen. Während in den USA ein eigenkapitalbasiertes Programm einen Exit also nicht komplexer

macht (die Begünstigten haben weder ein vertragliches noch ein faktisches Veto-Recht), sollten eigenkapitalbasierte Programme in Deutschland bei der Planung und Strukturierung eines Exit mit mehr Vorsicht betrachtet werden (diese sehen deshalb in Deutschland häufig Regelungen vor, die der Gesellschaft ein Barablösungsrecht gewähren (sog. Cash Settlement Option) um gerade zu verhindern, dass der Begünstigte wirklich Anteilsinhaber wird).

- Anteile und Optionen einer US-Gesellschaft sind frei übertragbar. In Deutschland hingegen wäre für die Übertragung von Anteilen (und in bestimmten Fällen auch von Optionen) eine notarielle Beurkundung und oftmals auch die Zustimmung der Gesellschafterversammlung erforderlich.

Hinzu tritt, dass es – jedenfalls bislang, hier hat es in 2020 erste ermutigende gesetzgeberische Initiativen gegeben – ESOPs in Deutschland oftmals zu keiner niedrigeren Steuerlast für den Begünstigten führen als VSOPs, so dass Unternehmen sich vor dem Hintergrund der praktischen Probleme von ESOPs regelmäßig für VSOPs entscheiden.

### Zielrichtung der Mitarbeiterbeteiligung



## 4. EMPLOYEE PARTICIPATIONS PROGRAMS IN A CORPORATION

A big part of the job of a start-up CEO or founder is to put programs in place to incentivize employees and keep them satisfied with their jobs. Obviously, an employee stock option/stock incentive plan that grants equity incentives to all or nearly all employees (subject to continued employment vesting requirements as an employee-retention mechanism) is an important tool to keep the employees motivated and the interests aligned.

In general, the company has two options: equity-based stock option plans (ESOPs) and virtual stock option plans (VSOPs). Whereas ESOPs give a beneficiary the right to buy stock at a specified exercise price (or "strike price"), VSOPs are designed to operate in a manner similar to an equity-based ESOP, but without delivery of actual shares or options. Rather, the beneficiaries obtain contractual claims (so-called "virtual shares" or "virtual options") against the issuing company for a cash payment in the case of a liquidity event if the liquidity event and other circumstances satisfy the terms of the plan. The amount of such claim is based on what a holder of a common share will get in the liquidity event (generally minus a strike price, provided that here the strike price does not have to be paid but only serves as a deductible when calculating the beneficiary's claim against the company).

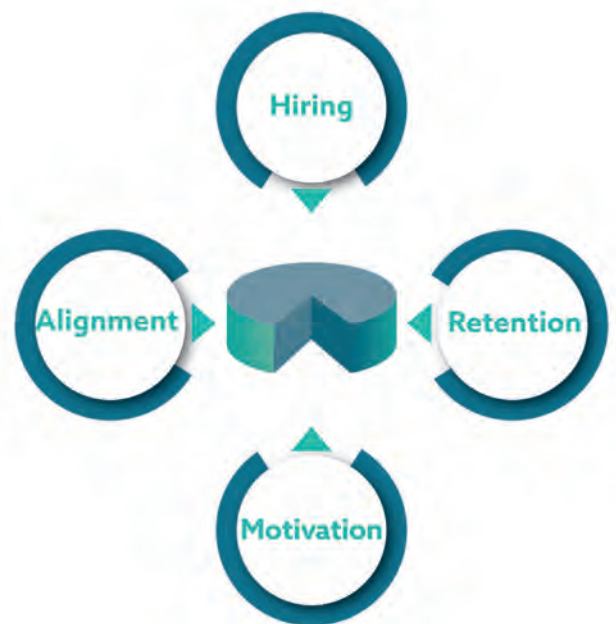
While virtual shares are much more frequent in Germany, employee participation programs in the U.S. are often set up as equity-based. This is chiefly because of two main differences between both legal systems:

- In the U.S., it is possible to limit the shareholders' rights much more extensively. Unlike in Germany, U.S. shareholders can be precluded from certain information rights as well as the possibility to challenge the shareholders' resolutions. In practice, whereas, in the U.S., an equity-based program does not make an exit transaction more complex (the beneficiaries have neither a contractual nor a de facto veto right), equity-based programs in Germany can in certain circumstances become a factor to consider when planning and structuring an exit process.

- Shares and options of a U.S. entity are freely transferable, whereas, in a German GmbH, a transfer of Shares (and in certain cases even options) would be subject to notarization and would often require the consent by the shareholders' meeting.

In addition, ESOPs in Germany often do not result in a lower tax burden for the beneficiary than VSOPs - at least so far, here the first encouraging legislative initiatives for a major tax reform have been taken in 2020 - so that companies regularly opt for VSOPs in view of the practical problems of ESOPs.

### Main Goals of Employee Ownership



Der Grad der Mitarbeiterbeteiligung hängt vom Entwicklungsstand des Ökosystems ab. Je weiter entwickelt der Markt, desto mehr nimmt auch die Erfahrung der Mitarbeitenden zu und sie sind zunehmend bereit, auf Gehalt zu Gunsten von Optionen zu verzichten.

(Martin Mignot, Partner bei Index Ventures – Übersetzung des englischen Originalzitats durch die Autoren)

Im amerikanischen Steuerrecht gibt es zwei Arten von Anteilsoptionen: (i) Anteilsoptionen zu Anreizzwecken ("incentive stock options" oder "ISOs") und (ii) nicht-qualifizierte Anteilsoptionen ("nonqualified stock options" oder "NSOs"). ISOs müssen strengen Anforderungen genügen, um dem Mitarbeiter wirklich die erhofften Steuervorteile bieten zu können. NQSOs sind flexibler in der Ausgestaltung und unterliegen weniger strengen Anforderungen, gewähren dem Begünstigten allerdings geringere Steuervorteile. Bei allen Arten von Optionen gilt, dass – wenn die Voraussetzungen erfüllt sind – grundsätzlich die Ausgabe der Optionen weder für das Unternehmen noch den Begünstigten im Zeitpunkt der Ausgabe zu einem steuerbaren Ereignis führt. Die steuerliche Behandlung beider Optionsarten unterscheidet sich stattdessen bei der Ausübung der Option und auch während der Zeit, in der der Begünstigte die Anteile hält, nachdem ihm diese übertragen wurden.

Zwar sollte die Gewährung von marktüblichen US-Optionen an in Deutschland steuerpflichtige Personen grundsätzlich weniger steuerrechtlich problematisch sein, als die Ausgabe von virtuellen Anteile an US-Steuerpflichtige, dennoch ist es in beiden Fällen ratsam sich diesbezüglich (steuer-) rechtlich beraten zu lassen, um die Einhaltung lokaler Regeln sicherzustellen.

## Die Ausgabe deutscher virtueller Anteile an US-Steuerpflichtige

Während im Prinzip virtuelle Anteile unter einem typischen VSOP deutscher Prägung an in den USA steuerpflichtige Personen (z.B. Mitarbeiter der US-Tochtergesellschaft des deutschen Start-ups) gewährt werden können, gibt es einige rechtliche Fallstricke, denen nach unseren Erfahrungen viele deutsche Start-ups zum Opfer fallen.

Ein Thema ist die Einhaltung US-amerikanischer Wertpapiervorschriften. Während Ausnahmeregelungen für Programme wie ein typisches deutsches VSOP oft greifen, verlangen einige Bundesstaaten dennoch Notifikationen/Registrierungen des Programms etc.

Außerdem ist zu bedenken, dass ein typisches deutsches VSOP sowohl für das Unternehmen als auch für den US-Begünstigten steuerliche Probleme bereits bei der Ausgabe der virtuellen Anteile mit sich bringen kann. Eine vertiefte Darstellung würde den Rahmen dieses Leitfadens sprengen, daher nur so viel hier: Das Mitarbeiterbeteiligungsprogramm muss bestimmte Anforderungen erfüllen, um für eine Befreiung von der berühmt-berüchtigten Section 409a des US Internal Revenue Code in Betracht zu kommen, insbesondere ein Verfallsdatum für das spätest mögliche Eintreten eines Liquiditätsereignisses, das die Zahlungsansprüche unter dem VSOP auslöst (hinzu kommen noch einige andere Besonderheiten).

Daher sollten Gründer qualifizierte US-amerikanische und deutsche Steuer- und Rechtsberatung einholen, wenn sie das deutsche VSOP ihres Start-ups international nutzen wollen.

Employee ownership is a consequence of the maturity of the ecosystem. As the market matures, employees get more sophisticated and are more willing to trade off salary for options.

(Martin Mignot, Partner at Index Ventures)

Under U.S. tax law, there are two types of stock options: (i) "incentive stock options" or "ISOs," and (ii) "nonqualified stock options" or "NSOs." ISOs must meet substantial requirements to qualify for tax benefits to the employee. NSOs can have more flexible terms and are subject to less stringent requirements but do not deliver as many tax benefits to beneficiaries. With each type of option, if the applicable requirements are met, there is generally no tax event on the date the option is granted, neither for the company nor the beneficiary. The tax treatment of the two types of options differs at the time of exercise of the option, and also during the period that the beneficiary holds the stock after it is transferred to her.

Before options under U.S. ESOPs are issued to non-U.S. tax residents, e.g., employees of OpCo in Germany, it is advisable to consult experienced legal and tax counsel to ensure compliance with local law requirements and market practices. However, in principle, the issuance of market standard U.S. options to German tax residents should not cause material issues while the issuance of virtual shares under a typical German market VSOP to a U.S. tax resident will often require certain amendments to the German VSOP rules to ensure compliance with U.S. tax rules.

## Granting German Virtual Shares to U.S. Taxpayers

While in principle, virtual shares under a German market VSOP may be granted to people taxable in the U.S. (e.g., employees of the German start-up's U.S. subsidiary), there are a few legal pitfalls that according to our experiences many German start-ups fall victim to.

One issue is the compliance with U.S. securities laws, e.g., while exemptions for schemes like a typical German VSOP are often available, some States require nevertheless filings etc.

Plus, it needs to be kept in mind that a typical German market VSOP might cause tax issues upon grant of the virtual shares for both the company and the U.S. beneficiary. A detailed analysis would go beyond the scope of this Guide, so suffice it to say that in order to qualify for an exemption from the (in)famous Section 409a of the U.S. Internal Revenue Code the incentive scheme would need to comply with certain requirements, notably a deadline date for occurrence of a liquidity event that would trigger the payment rights under the VSOP (and certain other requirements).

So, founders should seek qualified U.S. and German tax and legal advice when using the start-up's VSOP internationally.

## IV. Finanzierung in einer doppelstöckigen Struktur

Ganz egal, wie gut eine Geschäftsidee auch sein mag: Ein wesentlicher Faktor für den Erfolg der meisten Start-ups ist die Fähigkeit, in der Früh- und Wachstumsphase die nötige Finanzierung einzuwerben. In diesem Kapitel geben wir einen kurzen Überblick zu möglichen Start-up Finanzierungen in den USA und wie eine Solche Finanzierung se strukturiert werden kann. Wir stellen die wesentlichen Regelungsaspekte vor, die in diesem Zusammenhang regelmäßig Gegenstand der Verhandlungen sind und zeigen auf, wo sich eine "typische" deutsche von einer amerikanischen Finanzierungsrunde unterscheidet.

Es ist gar nicht so schwer, In der ganz frühen Phase eine erste Anschubfinanzierung zu erhalten. Also sollten sich Gründer nicht zu viel darauf einbilden, dass ein heißbegehrter Seed Fund investiert hat. Sehr wenige Unternehmen haben jemals langfristig Erfolg gehabt, nur weil sie die richtigen Namen in ihrem Cap Table hatten.

*(Mitch Zuklie, 8 Mistakes First-Time Founders Make When Starting a Business – entrepreneur.com – Übersetzung des englischen Originalzitats durch die Autoren)*

### 1. FINANZIERUNGSQUELLEN

#### 1.1 Finanzierung durch Business Angels

Business Angel sind in der Regel Einzelpersonen, die gegen eine Kapitalbeteiligung in neu gegründete oder sich noch in der Frühphase befindliche Unternehmen investieren. Investitionen von Business Angels in Start-ups haben in den letzten Jahren stetig zugenommen, und prominente Erfolgsgeschichten wie Uber, WhatsApp und Facebook haben Business Angels dazu angespornt, eine Vielzahl von Wetten einzugehen, in der Hoffnung, exorbitante Renditen zu erzielen. In den USA lag das typische Investitionsvolumen von Business Angeln lange zwischen USD 25.000 und USD 100.000 pro Unternehmen. In den letzten Jahren konnten wir allerdings einen signifikanten Anstieg beobachten, bei dem es für Business Angels (gerade in der Bay Area) heute nicht ungewöhnlich ist, Schecks über mehr als USD 250.000 zu schreiben (und teilweise noch deutlich mehr).

Hier sind einige der zentralen Aspekte, auf die es Business Angels ankommt:

- die Qualität, die Leidenschaft, das Engagement und die Integrität der Gründer;
- die adressierbare Marktchance und das Potenzial des Unternehmens, sehr groß zu werden, die sog. Scalability;
- ein klar durchdachter Geschäftsplan und Anzeichen bzw. Frühindikatoren, dass der Plan Erfolg hat;
- interessante Technologien und IP-Rechte;
- eine angemessene Bewertung zu vernünftigen Bedingungen (Business Angels investieren in einem frühen Stadium, wenn das Risiko am höchsten ist, so dass sie in der Regel niedrigere Bewertungen zur Risikokompensation verlangen); und



## IV. Financing in a Two-Tier Structure

No matter how great a business idea is, one essential element of start-up success is its ability to obtain sufficient funding to start and grow the business. In this Chapter, we review key options to obtain start-up funding in the U.S. and how to structure such financings. We will discuss key terms that will need to be negotiated and explain the differences between “typical” German market and U.S. financings to help German entrepreneurs navigate the U.S. funding environment.

It’s not that hard to raise seed capital, so founders should not be too self-congratulatory that a hot seed fund has invested. Very few companies have ever succeeded just because they had the right names in their cap table.

*(Mitch Zuklie, 8 Mistakes First-Time Founders Make When Starting a Business – entrepreneur.com)*

### 1. SOURCES OF FUNDING

#### 1.1 Angel Financing

Angel investors are typically individuals who invest in start-up or early-stage companies in exchange for an equity ownership interest. Angel investing in start-ups has been accelerating, and high-profile success stories like Uber, WhatsApp, and Facebook have spurred angel investors to make multiple bets with the hopes of getting outsized returns. The typical angel investment in the U.S. used to be around USD 25,000 to USD 100,000 per company, although in the last years we saw a significant increase in angel investment deal sizes, and it is not uncommon for angel investors (particularly in the Bay Area) to write checks in excess of USD 250,000 (and occasionally much more).

What angel investors particularly care about:

- The quality, passion, commitment, and integrity of the founders;
- The market opportunity being addressed and the potential for the company to become very big;
- A clearly thought out business plan, and any early evidence of obtaining traction toward the plan;
- Interesting technology or intellectual property;
- An appropriate valuation with reasonable terms (angel investors are investing at an early stage when risk is highest, so they typically require lower valuations to compensate); and
- The viability of raising additional rounds of start-up funding if progress is made.

- die Chancen auf eine erfolgreiche Anschlussfinanzierung, wenn sich die erwartete Unternehmensentwicklung einstellt.

## 1.2 Venture-Capital-Investoren

Für Finanzierungen wenden sich Start-ups häufig an Venture-Capital- (VC-) Investoren. VCs bieten neben der Finanzierung regelmäßig weitere Vorteile, wie, strategische Unterstützung, den Kontakt zu potenziellen Kunden, Partnern und Mitarbeitern etc.

Venture Capital-Finanzierungen sind nicht für alle Start-ups gleichermaßen verfügbar. VCs wollen in der Regel in Start-ups investieren, die große Marktchancen mit hohem Wachstumspotenzial verfolgen, und bereits gewisse Erfolge vorzuweisen haben, wie etwa einen funktionsfähigen Prototypen ihres Produkts oder erste Erfolge bei der Kundenakquisition usw.

Dabei ist es wichtig, sich vor Augen zu führen, dass sich VCs sich häufig auf einen oder mehrere Bereiche fokussieren, die sich insbesondere anhand der folgenden Kriterien definieren:

- Spezifische Industriezweige (Software, digitale Medien, Halbleiter, Mobilfunk, SaaS, Biotechnologie, mobile Endgeräte, B2C-Modelle usw.);
- Stadium des Unternehmens (frühe Seed-Phase oder Series A-Finanzierungsrunden oder auch Wachstumsfinanzierungen in der späteren Entwicklungsphase des Start-ups (man spricht hier daher häufig von Scale-ups), die bereits signifikante Umsätze und Marktanteile aufzuweisen haben); oder
- Geographische Märkte und Sitz des Start-ups z.B. Fokussierung auf Unternehmen an der West- oder Ostküste der USA usw.

Jedes Start-up muss vor der Ansprache eines VC-Investors die eigene Position gegenüber dem Investmentfokus des Investors abgleichen, um unnötige Streuverluste bei der Finanzierungssuche zu vermeiden.

Auch muss Start-ups bewusst sein, dass VCs viel mehr Initiativbewerbungen von Start-ups erhalten, als sie ernsthaft prüfen könnten. Fast alle diese Anfragen sind im Ergebnis erfolglos. Um es

zuzuspitzen: Soll das Start-up auf dem Radar eines VCs landen, um überhaupt eine Chance auf ein Treffen mit dem Investor und Prüfung des Pitch Deck zu haben, braucht es eine entsprechende Empfehlung und Kontaktvermittlung. VCs dient diese Praxis zum einen als Filter (sie lagern in gewissem Maße die grobe Erstprüfung von Investitionsmöglichkeiten in ihr Netzwerk aus) und zum anderen als grober Indikator dafür, ob die Gründer die notwendige Hartnäckigkeit haben, sich zu vernetzen und durchzusetzen, wichtige Fähigkeiten für zukünftige Fundraising-Bemühungen und die Kunden- und Mitarbeiterakquisition. Derartige Intros können aus verschiedenen Ecken kommen, zu den besten gehören andere Gründer, und andere Investoren oder Business Angels mit einem starken Netzwerk, gefolgt von Inkubator- und Accelerator-Programmen und manchmal auch Beratern und professionellen Dienstleistern.

Start-ups müssen sich vor Augen führen, dass der VC-Prozess zuden sehr zeitaufwändig sein kann – alleine schon einen Der relevanten Partner des VC-Fonds zu treffen kann Wochen dauern; gefolgt von weiteren Meetings und Gesprächen; der Verhandlung eines Term Sheet, weiterer Due Diligence; und schließlich die Ausarbeitung und Verhandlung der erforderlichen Transaktionsdokumentation durch die beteiligten Rechtsberater.

## 1.3 Crowdfunding

Unter "Crowdfunding" versteht man Finanzierungen, bei denen die Finanzmittel von einer Vielzahl von Geldgebern (der Crowd) eingeworben werden, oft über beliebte Crowdfunding-Websites. Diese Finanzierungsform ist für deutsche Start-ups, die für eine US/deutsche Holdingstruktur entschieden haben regelmäßig weniger relevant und soll daher hier nur der Vollständigkeit kurz erwähnt werden.

Crowdfunding eröffnet Start-up nicht nur eine Finanzierungsoption, sondern auch die Möglichkeit, die eigenen Produkte oder Dienstleistungen in einer sehr frühen Unternehmensphase zu vermarkten. Es ist nicht sehr schwierig, eine Crowdfunding-Kampagne auf die Beine zu stellen. Jeder kann auf einer Crowdfunding-Website ein Profil

## 1.2 Venture Capital Investors

Start-ups seeking financing often turn to venture capital (VC) firms. These firms can provide capital, strategic assistance, introductions to potential customers, partners, and employees, and much more.

Venture capital financings are not easy to obtain. Venture capitalists typically want to invest in start-ups that are pursuing big opportunities with high growth potential, and that have already shown some traction, for example, they have a working product prototype, early customer adoption, etc.

It is important to know that venture capitalists typically focus their investment efforts using one or more of the following criteria:

- Specific industry sectors (software, digital media, semiconductor, mobile, SaaS, biotech, mobile devices, consumer, etc.);
- Stage of company (early-stage seed or Series A rounds, or later stage rounds with companies that have achieved meaningful revenues and traction (so-called scale-ups)); and
- Geography (e.g., San Francisco/Silicon Valley, New York, etc.).

Before approaching a venture capitalist, a start-up needs to learn whether the VC's focus aligns with the company and its stage of development.

The second key point to understand is that VCs get inundated with investment opportunities, many through unsolicited emails. Almost all of those unsolicited emails are ignored. To be blunt, if you want your start-up on the radar of venture capital firms, and even have a hope of an investor meeting or getting your pitch deck seen, you need introductions. These introductions serve as filters for the VC (they are to a certain extent outsourcing the initial evaluation of investment opportunities) and as a rough indicator whether the founders can network in and hustle, vital skills for future fundraising efforts and winning customers and employees. There are multiple sources, amongst the best are fellow entrepreneurs and other investors or business angels with a strong network, followed by incubator and accelerator programs and sometimes consultants and professional service providers.

Start-ups should also understand that the venture process can be very time-consuming — just getting a meeting with a principal of a VC firm can take weeks (in times of COVID-19 travel restrictions many venture capital investors have moved completely to virtual meetings); followed up with more meetings and conversations; followed by a presentation to all of the partners (or at least a larger group of partners) of the venture capital fund; followed by the issuance and negotiation of a term sheet, with continued due diligence; and finally the drafting and negotiation by lawyers on both sides of numerous legal documents to evidence the investment.

## 1.3 Crowdfunding

Though arguably less relevant for German start-ups that have set up a two-tier holding structure as such reorganizations are usually accompanied by an angel or venture capital investment, we want to briefly present a third alternative funding source - "crowdfunding." Crowdfunding is the practice of raising funding through multiple funders, often via popular crowdfunding websites.

Crowdfunding gives start-up entrepreneurs the opportunity to raise start-up funding for their business and can help a company promote its products or services. Setting up a crowdfunding campaign is not very difficult. Everybody can set up a profile on a crowdfunding site, describing their company and its business, and the amount of money they are trying to raise. People who are interested in what the company is trying to do can donate to the campaign, typically in exchange for some kind of reward for their donation (one of your products or services, a discount based on how much donated, or some other perk), or for some form of equity or profit share in the business.

Each crowdfunding site charges some kind of fee to list your campaign, either a processing fee or a percentage of the funds raised. Some of the most popular sites include Kickstarter, Indiegogo, Crowd Supply, Crowdfunder, SeedInvest, Crowdcube, Fundly, GoFundMe and iFundWomen.

erstellen, in dem er sein Unternehmen und sein Geschäftsmodell beschreibt sowie die angestrebte Finanzierungssumme nennt. Personen, die dem Jungunternehmen dabei helfen wollen, das geplante Projekt zu realisieren, können sich dann finanziell engagieren. Dies geschieht typischerweise im Gegenzug für eine Art Prämie in Form einer (s) der Produkte / Dienstleistungen, einen Rabatt in Abhängigkeit von der Höhe der Zuwendung oder eine andere Vergünstigung; je nach Ausgestaltung kann im Gegenzug aber auch eine Form von Eigenkapital- oder Gewinnbeteiligung am Start-up eingeräumt werden.

Jede Crowdfunding-Website erhebt eine Gebühr für die Aufnahme der Kampagne, entweder eine Bearbeitungsgebühr oder einen Prozentsatz der eingesammelten Gelder. Zu den beliebtesten Sites gehören Kickstarter, Indiegogo, Crowd Supply, Crowdfunder, SeedInvest, Crowdcube, Fundly, GoFundMe und iFundWomen.

Der Schlüssel zu erfolgreichen Crowdfunding-Kampagnen liegt darin, eine überzeugende Geschichte über das Produkt, die Dienstleistung oder das Unternehmen selbst zu erzählen und eine angemessene Prämie für die finanziellen Unterstützer anzubieten. Crowdfunding-Kampagnen haben bisweilen erstaunlich erfolgreiche Start-ups hervorgebracht, u.a. Oculus VR oder Allbirds.

Eine Crowdfunding-Kampagne kann auch dazu beitragen, eine Community aufzubauen, die sich für das Unternehmen oder die Produkte des Start-ups interessiert, und den finanziellen Förderern ein Gefühl des Miteinanders vermittelt.

Eigenkapitalbasiertes Crowdfunding – hier werden Anteile oder sonstige Beteiligungen am Unternehmen gegen Bargeld verkauft – erfordert die strikte Einhaltung der Wertpapiergesetze auf Bundes und Einzelstaatenebene und sollte daher nicht ohne die Hilfe eines Anwalts mit einschlägiger Erfahrung durchgeführt werden.

---

## 2. FINANZIERUNG DURCH SAFES

### 2.1 Einführung

“SAFE” steht für Simple Agreement for Future Equity als Ersatz für “herkömmliche” Convertible Notes (vergleichbar mit den aus dem deutschen Markt bekannten Wandeldarlehen<sup>16</sup>) in den USA eingeführt, haben sich SAFEs inzwischen zu einem beliebten Finanzierungsinstrument für Start-ups in der Frühphase entwickelt. SAFE ist eine einfache Finanzierungsvereinbarung, welche aus einem einzigen Dokument besteht und für Start-ups und ihre Investoren in der Frühphase allgemein akzeptable und standardisierte Bedingungen enthält. Daher bedarf ein SAFE mit Ausnahme der wirtschaftlichen Eckdaten keiner Verhandlung. Bei SAFEs stellen Investoren der Gesellschaft Barmittel zur Verfügung und erhalten als Gegenleistung die Zusicherung, bei der nächsten (Eigenkapital-) Finanzierungsrunde eine (Eigenkapital-)Beteiligung an der Gesellschaft zu erhalten.

Vor der Einführung von SAFEs nahmen viele

Start-ups in ihrer Frühphase zumeist Convertible Notes auf, um sich vor ihrer ersten (Eigenkapital-) Finanzierungsrunde Kapital zu beschaffen. Dabei handelt es sich im Gegensatz zu einem SAFE zunächst um ein – freilich auf Wandlung angelegtes - Fremdkapitalfinanzierungsinstrument. Die Forderung unter der Convertible Note erlischt, wenn die Convertible Note vor Fälligkeit im Rahmen der nächsten Finanzierungsrunde in Vorzugsanteile gewandelt wird. Während die Ausgabe von Vorzugsanteilen in einer “echten” Finanzierungsrunde einer umfangreichen und komplexen Dokumentation bedarf, die gegebenenfalls über mehrere Wochen verhandelt werden muss, können Convertible Notes wesentlich einfacher und günstiger ausgegeben werden. Allerdings erfordert die Ausgabe von Convertible Notes trotzdem, dass die Parteien sich über die einzelnen Bedingungen der Convertible Note verständigen und die erforderlichen, auf den

---

16. Für einen ausführlichen Einblick in das Thema Wandeldarlehen siehe unseren Guide **OLNS#2** – Wandeldarlehen für Technologieunternehmen: <https://www.orrick.com/de-DE/Insights/2019/09/Orrick-Legal-Ninja-Series-OLNS-2-Convertible-Loans-for-Tech-Companies>.



The key to successful crowdfunding campaigns is to have a compelling story about the start-up's product, service, or company, and to offer a meaningful reward for donations. Some start-ups have been able to raise thousands to even millions of dollars via crowdfunding campaigns. There are a number of hugely successful start-ups that got initially off the ground with crowdfunding campaigns, including Oculus VR or Allbirds.

A crowdfunding campaign can also work to build a community of people interested in the start-up's company or products and provides a sense of engagement for the donor.

Equity crowdfunding, a scenario in which you are selling stock or some other interest in the company in exchange for cash, requires strict compliance with federal and state securities laws, and should, therefore, not be attempted to do without help from a lawyer with relevant experience.

---

## 2. FUNDING THROUGH SAFES

### 2.1 Introduction

"SAFE" stands for Simple Agreement for Future Equity. It was introduced in the U.S. as a replacement for "traditional" convertible promissory notes (herein referred to as "convertible notes") and has become a popular means of fundraising for early-stage start-ups. SAFE is a simple, one-document security with terms that are generally acceptable to start-up companies and their early investors and require little to no negotiation. Using a SAFE, an investor invests cash into a company in exchange for the promise of obtaining equity upon the initial closing of the company's next equity financing.

Before SAFEs were introduced, early-stage start-ups widely used convertible notes<sup>17</sup> to raise capital before their first equity financing. Unlike a SAFE, a convertible note is a debt instrument which is a debt obligation of a company before it is converted into preferred stock of the company at the company's next equity financing, which must consummate before the maturity date of the convertible note. Compared to issuing shares of preferred stock, which involves complex equity financing documents that could take weeks to negotiate, convertible notes are much simpler and cheaper to issue and negotiate. However, issuing convertible notes still requires the parties to enter into and negotiate a promissory note purchase agreement and the underlying convertible note. Although these documents are less complex than equity financing documents, they still take time to negotiate and finalize before a company can accept investment from its investors.

---

17. For a deeper dive into convertible notes see our guide **OLNS#2** – Convertible Loans for Tech Companies: <https://www.orrick.com/en/Insights/2019/09/Orrick-Legal-Ninja-Series-OLNS-2-Convertible-Loans-for-Tech-Companies>.

Einzel fall angepassten Dokumente erstellt werden. Auch wenn diese Dokumente weniger komplex sind als bei Equity-Instrumenten, lässt sich dieser Komplexitätsgrad dennoch noch einmal deutlich durch SAFEs reduzieren.

“ Wir haben die Finanzierung vom YC bekommen, nachdem unser deutsch-amerikanisches Setup stand und unmittelbar danach ein SAFE mit einem anderen Investor unterzeichnet. Die Möglichkeit, elder über SAFEs einzusammeln, vereinfacht die Mittelbeschaffung erheblich und macht sie superschnell.

(Florian Bauer, Mitgründer von kiteKRAFT, Inc.)

Im Gegensatz zu einer Convertible Note sind SAFEs keine Fremd-, sondern Eigenkapitalfinanzierungsinstrumente. SAFEs tragen weder Zinsen, noch haben sie ein Fälligkeitsdatum. Somit können mit SAFEs die mit dem Investment angestrebten Interessen und Absichten des Start-ups und seiner Investoren im Allgemeinen besser verfolgt werden. Da es sich bei Convertible Notes um Fremdkapitalfinanzierungsinstrumente handelt, müssen die Parteien sich über einen Zinssatz einigen und eine Laufzeit verständigen, bis zu welchem die Gesellschaft eine Eigenkapitalfinanzierung abschließen muss, um die Convertible Notes zu wandeln. Andernfalls werden die Forderungen unter den Convertible Notes zur Rückzahlung fällig. Das Start-up und seine Investoren sehen das Investment jedoch in der Regel weniger als ein Darlehen an die Gesellschaft, sondern als einen "vorgezogenen" Teiler einer Eigenkapitalfinanzierung.

Aufgrund der Ungewissheit über den Zeitpunkt, zu dem das Start-up eine Eigenkapitalfinanzierung durchführen kann, muss man die auflaufenden Zinsen sowie die Laufzeit der Convertible Notes stets im Blick haben, sodass ggf. die Laufzeit verlängert werden kann und die nächste Eigenkapitalfinanzierungsrunde vor der Endfälligkeit der Convertible Note durchgeführt wird. Zudem kann der Wandlungsbetrag, je nach Zinssatz und Laufzeit der Convertible Note steigen, was zu einer stärkeren Verwässerung der Gründer und anderen Investoren als anfänglich vorgesehen führt. Diese mit Convertible Notes einhergehenden administrativen Aufwendungen Notes kosten das Unternehmen und seine Investoren vor der anstehenden Eigenkapitalfinanzierungsrunde unnötig Zeit und Geld.

Die Bedingungen eines SAFEs sind dagegen vergleichsweise einfach und unkompliziert. Häufig sind nur ein Abschlag bei der Bewertung (Discount) und/oder die Bewertungsobergrenze (Cap) zu verhandeln. SAFEs kennen weder Zinsen noch Fälligkeitsdaten und sie werden im Rahmen der nächsten Eigenkapitalfinanzierungsrunde bei der Gesellschaft automatisch gewandelt. Ein weiterer Vorteil der SAFEs besteht darin, dass Unternehmen nicht versuchen müssen, ein gemeinsames Closing mit allen Investoren zu koordinieren. Stattdessen kann mit dem einzelnen Investor dessen SAFE "geclosed" werden, sobald beide Parteien bereit sind zu unterschreiben (in der Praxis herrscht der Abschluss per DocuSign vor).

“ We got YC’s investment after the U.S.-German setup and immediately thereafter signed a SAFE with another investor. The possibility to take SAFEs as an investment simplifies the fundraising a lot and makes it super-fast.

(Florian Bauer, Co-Founder of kiteKRAFT, Inc.)

Unlike a convertible note, a SAFE is not a debt instrument but an equity instrument which does not have an interest rate or a maturity date. SAFEs are more generally aligned with the interest and intent of a start-up company and its investors regarding their investment. Because convertible notes are debt instruments, the parties must negotiate an interest rate and set a maturity date for the notes, by which time the company has to consummate an equity financing to cause the notes to convert, otherwise the notes will become due and payable upon such maturity date. A start-up company and its convertible note investors rarely consider their investment a loan to the company. Instead, they consider the investment a prepayment of the investors’ equity investment into the company. Due to the uncertainty of the timing that a start-up company may be able to close its equity financing, both the company and its convertible note investors would have to keep track of interest accrued under the convertible notes and extend the maturity date of such notes so that the company’s next equity financing will occur before the maturity date. This is to ensure that the convertible notes will convert into the company’s preferred stock without becoming due and payable. The need to keep track of the accrued

interest (which, depending on the interest rate and the time a convertible note remains outstanding, may substantially increase the conversion amount and result in greater dilution to the founders and other existing investors than originally contemplated) and to extend the maturity date of convertible notes require unnecessary time and expense that the company and its investors have to incur before the company’s next equity financing.

In comparison, the terms for a SAFE are relatively simple and straightforward, and often the only items that need to be negotiated are the discount rate and/or valuation cap. There are no maturity dates or interest rates for SAFEs, and SAFEs will always automatically convert at a company’s next equity financing. An additional benefit of using SAFEs is that instead of trying to coordinate a single close with all investors, companies using SAFEs can close with an investor as soon as both parties are ready to sign (in practice, this means usually ready to DocuSign).

## 2.2 SAFE ist nicht gleich SAFE – Post-Money SAFEs und Pre-Money SAFEs

Im Laufe der Jahre begannen immer mehr Unternehmen bereits in der Frühphase, größere Summen mit SAFEs aufzunehmen. Dadurch entwickelten sich SAFE-basierte Finanzierungen von kurzfristigen Brückenfinanzierungen mehr und mehr zu eigenständigen Seed-Runden. Als Reaktion darauf überarbeitete der Y Combinator Ende 2018 die SAFE-Bedingungen und führte den sog. Post-Money SAFE ein; dieser behandelt alle SAFEs und alle anderen von einer Gesellschaft vor ihrer nächsten Eigenkapitalfinanzierungsrunde ausgegebenen Convertible Notes oder Eigenkapitalinstrumente als unabhängige Seed-Runde mit einer zuvor festgelegten Post-Money-Bewertung. Seitdem werden die ursprünglichen SAFEs oft als "Pre-Money SAFEs" bezeichnet. Aktuell gibt es sechs besonders häufig verwendete Arten von SAFEs:

### Pre-Money SAFE:

- mit Bewertungsobergrenze (Cap);
- mit Bewertungsabschlag (Discount); und
- sowohl mit Cap als auch Discount.

### Post-Money SAFE:

- mit Bewertungsobergrenze (Cap);
- mit Bewertungsabschlag (Discount); und
- sowohl mit Cap als auch Discount.

Darüber hinaus kann ein Pre-Money SAFE weitere wichtige Bedingungen enthalten, darunter eine Meistbegünstigungsklausel (most favored nation - MFN) und ein *pro rata* Recht (siehe dazu auch unten).

Dabei erhält der SAFE-Investor Vorzugsanteile einer Anteilsklasse, die den im Rahmen der Eigenkapitalfinanzierungsrunde an neue Investoren ausgegebenen Vorzugsanteilen ("Standard Vorzugsanteile") entsprechen. Die SAFE-Investoren erhalten (relativ gesehen) mehr Vorzugsanteile an der Gesellschaft in Form von SAFE-Vorzugsanteilen, die die gleichen Rechte, Privilegien, Präferenzen und Beschränkungen

haben wie die Standard-Vorzugsanteile, mit der Ausnahme, dass die SAFE-Vorzugsanteile den Liquidationsvorzug und Umwandlungspreis haben, die dem auf der Grundlage der Bewertungsobergrenze berechneten Umwandlungspreis entsprechen.

## 2.3 Typische Bestimmungen in SAFEs

**Bewertungsobergrenze (Cap):** SAFEs wandeln sich bei der nächsten Eigenkapitalfinanzierungsrunde des Unternehmens in Vorzugsanteile. Wenn das Unternehmen eine Finanzierungsrunde zu einer Pre-Money-Bewertung betreibt, die höher ist als die vom SAFE-Investor ausgehandelte Bewertungsobergrenze, wandeln sich die SAFEs bei der nächsten Eigenkapitalfinanzierungsrunde nicht zwingend zur Bewertung der Runde (minus Discount) in SAFE-Vorzugsanteile, sondern in jedem Fall höchstens auf Basis der vereinbarten Bewertungsobergrenze.

**Bewertungsabschlag (Discount):** SAFEs können für den Wandlungspreis einen Abschlag auf den in der Wandlungsrunde aufgerufenen Preis pro Standard-Vorzugsanteil vorsehen. Damit machen SAFE-Investoren bei der nächsten Eigenkapitalfinanzierung ein besseres Geschäft als die anderen Investoren, da sie mehr Anteile an der Gesellschaft in Form von SAFE-Vorzugsanteilen erhalten (der Discount kompensiert sie für das höhere Risiko ihres Investments in der Frühphase des Unternehmens).

**Bewertungsobergrenze (Cap) & Bewertungsabschlag (Discount):** Während SAFEs mit lediglich einem Cap am häufigsten vorkommen, können SAFEs sowohl ein Cap als auch einen Discount enthalten. Wenn SAFEs sowohl ein Cap als auch einen Discount vorsehen, wandeln sich SAFEs in die größere Anzahl von SAFE-Vorzugsanteilen an der Gesellschaft um, die sich nach der Cap oder Discount-Methode errechnen.

**Meistbegünstigungsklausel:** SAFEs können auch eine Meistbegünstigungsklausel enthalten. Wenn eine Gesellschaft SAFEs mit Meistbegünstigungsklauseln abschließt und später weitere SAFEs ausgibt, deren Bestimmungen besser sind als die des ersten SAFE, gelten diese besseren Bedingungen automatisch für die zuvor abgeschlossenen SAFEs.



## 2.2 SAFE isn't SAFE - Post-Money SAFEs and Pre-Money SAFEs

Over the years, more and more early-stage companies started raising larger amounts of capital using SAFEs, turning SAFE-based financings from shorter-term bridge financings to independent seed rounds. In response, in late 2018, YC revised the SAFE conditions and introduced the "post-money SAFE" which treats all SAFEs and any other convertible notes or equities issued by a company prior to its next equity financing as an independent seed round with a pre-determined post-money valuation. Since then, the original SAFEs have often been referred to as the "pre-money SAFEs." There are now six types of SAFEs that are most commonly used:

### Pre-Money SAFE:

- With valuation cap;
- With discount rate; and
- With both a valuation cap and a discount rate;

### Post-Money SAFE:

- With valuation cap;
- With discount rate; and
- With both a valuation cap and a discount rate.

The pre-money SAFE could have several other key features, including a "Most Favored Nation" (MFN) provision and a *pro rata* right (for details see below).

The SAFE investors will receive more shares of the company's preferred stock in the form of SAFE Preferred Stock (see below), which will have identical rights, privileges, preferences and restrictions as the Standard Preferred Stock, except that the shares will have a liquidation preference and conversion price that is equal to the conversion price calculated based on the valuation cap.

## 2.3 Typical Provisions in SAFEs

**Valuation Cap:** A SAFE converts into shares of preferred stock upon the company's next equity financing. For a pre-money valuation SAFE, if the company is raising an equity round at a pre-money valuation that is higher than the valuation cap negotiated by an investor, the SAFE will convert at the conversion price based on the valuation cap into shares of a shadow series (the "SAFE Preferred Stock") of the preferred stock that is issued at the next equity financing to new cash investors (the "Standard Preferred Stock").

**Discount Rate:** A SAFE could provide for the conversion price of the SAFE to be at a discount from the per share purchase price of the Standard Preferred Stock. This provides SAFE investors a better deal than an investor at the next equity financing because they will receive more shares of the company's preferred stock in the form of SAFE Preferred Stock.

**Valuation Cap & Discount Rate:** While a SAFE with only a valuation cap is most common, a SAFE can have both a valuation cap and a discount rate. If a SAFE provides for both a valuation cap and a discount rate, then the SAFE will convert into the larger number of shares of a company's preferred stock calculated based on the valuation cap or discount rate method in the form of SAFE Preferred Stock.

**MFN Provision:** A SAFE could also include an MFN Provision. If a company issues a SAFE with an MFN Provision and later issues additional SAFEs with provisions that are better than those in the first SAFE, the first SAFE will automatically be amended to include the better provisions.

**Pro Rata Recht:** SAFEs können auch ein *pro rata* Recht beinhalten, das dem SAFE Investor das Recht einräumt, an zukünftigen Finanzierungsrunden der Gesellschaft teilzunehmen, die nach der Eigenkapitalfinanzierungsrunde des Unternehmens, in welcher der SAFE gewandelt wird, durchgeführt werden. Bei einem Post-Money SAFE kann ein SAFE-Investor im Rahmen eines Side Letters fordern, dass die Gesellschaft diesem Investor das Recht einräumt, an der nächsten Eigenkapitalfinanzierung bei der SAFEs gewandelt werden, teilzunehmen.

SAFEs haben sich in den USA als eine allgemein akzeptierte und oft bevorzugte Form der Seed-

Finanzierung für ein Start-up und seine Investoren durchgesetzt. Nach unseren Erfahrungen gewinnen SAFEs auch außerhalb der USA an Bedeutung, z.B. in Großbritannien und Frankreich. Es ist zu erwarten, dass SAFE-Finanzierungen in den kommenden Jahren in der EU und auch in Deutschland verstärkt eingesetzt werden, auch wenn wir festgestellt haben, dass aufgrund der Besonderheiten und Einschränkungen des deutschen Gesellschaftsrechts die typischen SAFE-Klauseln und Strukturen einige Anpassungen erfordern.

### 3. DIE ERSTE EIGENKAPITALFINANZIERUNGSRUNDE IN DEN USA

Eines der Hauptziele eines Flips ist es, Zugang zu den liquideren VC-Märkten in den USA zu erhalten. Vor der ersten Eigenkapitalfinanzierungsrunde sollten Gründer jedoch einige wesentliche Unterschiede zwischen der deutschen und der amerikanischen Finanzierungsdokumentation verinnerlichen und sich mit den zu erwartenden Konditionen einer typischen US-Finanzierung vertraut machen.

#### 3.1 Unterschiede in der Finanzierungsdokumentation zwischen Deutschland und den USA

**Deutsche Finanzierungsrunden:** Investments in deutsche Start-ups (in der Regel organisiert als GmbH oder UG (haftungsbeschränkt)) finden für gewöhnlich mittels einer Erhöhung des Stammkapitals des Start-ups statt.

Im Zuge einer solchen Kapitalerhöhung werden neue (Vorzugs-) Anteile geschaffen, die von den Investoren gegen Zahlung ihres Nennwertes gezeichnet werden. Darüber hinaus verpflichten sich die Investoren, zusätzliche Mittel, d.h. den Weitaus größten Teil der zugesagten Finanzierung, in die Kapitalrücklagen des Unternehmens einzuzahlen oder dem Unternehmen ein (oft wandelbares) Gesellschafterdarlehen zu gewähren. Als Teil der Finanzierungsrunde werden alle bestehenden Gesellschafter, die neuen Investoren und in der Regel das Unternehmen eine Investitionsvereinbarung (Investment



#### Sei immer im Fundraising

Die Beschaffung von Angel-, Seed- oder Venture-Kapital für ein Start-up ist oft schwierig und zeitaufwändig. Versierte CEOs und Gründer wissen, dass sie ständig im Fundraising-Modus oder zumindest Fundraising-Ready sein müssen. Fundraising-Ready zu sein bedeutet dabei insbesondere:

- Ein vollständiges und aktuelles Pitch-Deck zur Verfügung zu haben, das an potenzielle Investoren verschickt werden kann;
- offen zu sein und auf Anfragen von Investoren zu reagieren (auch wenn erst kürzlich eine Finanzierungsrunde abgeschlossen wurde);
- eine konsistente PR- und Marketingkampagne fortlaufend zu führen, die potenzielle Investoren erreichen kann;
- neuen Investoren von Board-Mitgliedern, bestehenden Investoren und bisweilen sogar von VC-Anwälten vorgestellt zu werden;
- jederzeit einen überzeugenden 30-sekündigen Elevator Pitch halten zu können; und
- einen aktualisierten und strukturierten Online-Datenraum mit den wichtigsten Verträgen, Unternehmensdokumenten, Informationen über geistiges Eigentum und anderen Wesentlichen Unterlagen, die ein Investor für eine Due-Diligence einsehen möchte parat, zu haben.

(Mitch Zuklie, 10 Important Start-up Lessons for Founders and CEOs – forbes.com)



**Pro Rata Right:** A SAFE may also include a *Pro Rata Right*, which provides the SAFE investor the right to participate in a company's future rounds of financing consummated after the company's equity financing pursuant to which the SAFE converts. For a post-money SAFE, a SAFE investor may request via a side letter that the company grant such investor the right to participate in the next equity financing at which the SAFE will convert.

SAFEs have been widely accepted in the U.S. as an acceptable and often-times preferred form of seed financing for a start-up company and its investors. According to our experience, SAFEs are also gaining popularity in non-U.S. jurisdictions such as the UK and France. We expect to see more adoption of SAFE financings in the EU in the years to come, including Germany, though we noted that due to the particularities and restrictions of German corporate law the typical SAFE contracts and structures will require some amendments.

### 3. THE FIRST EQUITY FINANCING ROUND IN THE U.S.

One of the main goals of a flip is to gain access to the more liquid VC markets in the U.S.. However, before the first equity financing round, founders should bear in mind a few key differences between the German and the U.S. financing documentation and familiarize themselves with what terms to expect in U.S. financings.

#### 3.1 Differences in the Financing Documentation between Germany and the U.S.

**German Financing Rounds:** Investments in a German start-up (which are most often set up either as a "GmbH" or a "UG (haftungsbeschränkt)") are usually implemented through a share capital increase.

In the course of such increase, new shares are created, which the investors subscribe for against payment of their nominal value. In addition, the investors will undertake to pay additional funds, *i.e.*, the bulk of the investment funds, into the company's capital reserves or to grant a (often convertible) shareholder loan to the company. As part of the financing round, all existing shareholders, the new investors and typically the company will enter into an investment agreement and a shareholders' agreement (sometimes the agreements are combined into one "investment and shareholders' agreement").



#### *Be in Continual Fundraising Mood*

Raising angel, seed, or venture capital financing for a start-up is often difficult and time consuming. Savvy CEOs and founders know they must be in continual fundraising mode, or at least always be fundraising ready. Being ready entails a number of things, including:

- Having a complete up-to-date investor pitch deck available to be sent to prospective investors;
- Being open and responsive to investor inquiries (even if you have recently closed a round of financing);
- Having an ongoing PR and marketing campaign that can reach potential investors;
- Being introduced to new investors by board members, company lawyers, and existing investors;
- Having a great 30-second elevator pitch ready to give at any time; and
- Having an online data room housing the company's key contracts, corporate documents, intellectual property information, and other documents that an investor will want to review for due diligence purposes.

*(Mitch Zuklie, 10 Important Start-up Lessons for Founders and CEOs - forbes.com)*



Agreement) und eine Gesellschaftervereinbarung (Shareholders' Agreement) abschließen (manchmal werden die Vereinbarungen zu einem "Investment and Shareholders' Agreement" zusammengefasst).

- In der Investitionsvereinbarung legen die Parteien die Bedingungen für die Kapitalerhöhung, die Einzelheiten für die weiteren Zuzahlungen (Beträge, Meilensteine usw.) und die vom Unternehmen (und in vielen Fällen von den Gründern, in geringerem Umfang schließlich auch von den bestehenden Investoren) gegebenen Garantien sowie die Rechtsfolgen einer Garantieverletzung im Falle eines Verstoßes fest.
- In der Gesellschaftervereinbarung regeln die Parteien ihre Rechte und Pflichten als Gesellschafter des Start-ups, einschließlich Corporate Governance (Regeln zur Geschäftsführung, Beirat, Ernennungsrechte usw.) und bestimmte Vetorechte für die Investoren, Übertragungsbeschränkungen, Drag- and Tag-Along-Rechte sowie Bestimmungen über Liquiditätsereignisse (Liquidity Events) und die Verteilung der daraus resultierenden Erlöse sowie den Verwässerungsschutz.

In den meisten Fällen müssen beide Vereinbarungen notariell beurkundet werden. Es ist zu beachten, dass die Geschäftsführung des deutschen Start-ups alleine, d.h. ohne Mitwirkung der Gesellschafter, in aller Regel keine Finanzierungsrunde durchführen kann (sieht man einmal von Fällen ab, in denen der Geschäftsführung ein genehmigtes Kapital und ein entsprechendes Mandat der Gesellschafterversammlung zur Verfügung steht). Vielmehr liegt die Entscheidung über eine Finanzierungsrunde bei den Gesellschaftern, da die Kapitalerhöhung einen Gesellschafterbeschluss erfordert, der mit mindestens 75% der abgegebenen Stimmen gefasst werden muss. Aus praktischen Gründen sind in vielen Fällen de facto die Zustimmung und aktive Unterstützung aller Gesellschafter erforderlich oder zumindest sehr empfehlenswert.

- In the investment agreement, the parties set forth the terms and conditions for the capital increase, the details for the additional funding (amounts, milestones etc.) and guarantees given by the company (and in many cases by the founders and to a lesser extent by existing investors) and the remedies in case of a breach.
- In the shareholders' agreement, the parties set forth their rights and obligations as shareholders of the company, including corporate governance aspects (managing directors, optional advisory board, appointment rights, etc.) and certain veto rights for the investors, transfer restrictions, drag-and tag-along rights as well as provisions regarding liquidity events and the distribution of the resulting proceeds, as well as anti-dilution protection.

In most cases, both agreements will need to be notarized. It should be noted that the management board of the German start-up cannot implement a financing round by itself (except for the rare cases where the management has been given a so-called authorized capital and a corresponding limited mandate by the shareholders). Rather, the decision about a financing round rests with shareholders as the capital increase requires a shareholders' resolution be adopted by at least 75% of the votes cast. For practical purposes, in many cases de facto, the consent and active support by all shareholders is required or at least very advisable.





**US-Finanzierungsrunden:** Man sollte im Hinterkopf behalten, dass in den USA allgemein anerkannte Marktstandards existieren, welche die Umsetzung der Finanzierungsrunde nach der positiven Investorenentscheidung erheblich vereinfachen (genannt seien hier insbesondere die weit verbreiteten Standarddokumente der NVCA), während sich im deutschen Markt derartige Standards für Venture-Finanzierungen erst nach und nach herausbilden (hingewiesen sei hier auf Bemühungen des German Standards Setting Institute).

US-Finanzierungsrunden enthalten üblicherweise die folgenden Vereinbarungen:

- Die neuen Investoren und das Unternehmen werden einen Anteilskaufvertrag (Stock Purchase Agreement) abschließen, nach dem die neuen Investoren in der Regel Vorzugsanteile erwerben werden (siehe unten für eine Zusammenfassung der üblichen Vorzugsrechte bei US-Transaktionen). Dieser Anteilskaufvertrag wird bestimmte Zusicherungen und Garantien des Unternehmens enthalten, unter anderem hinsichtlich des Bestands Vorzugsanteile, die gekauft werden, und in den meisten Fällen mehr oder minder weite operative und finanzielle Garantien.
- Die Gründungsurkunde (Charter oder auch Certificate of Incorporation) wird zusammen mit der Satzung (Bylaws) bestimmte Rechte der Gesellschafter festlegen, darunter Liquidationspräferenzen, Verwässerungsschutz und Vetorechte (Einzelheiten siehe unten).
- In einer Investorenvereinbarung (Investors' Rights Agreement) werden den Investoren bestimmte Rechte eingeräumt, zu denen in der Regel gehören: Informationsrechte, Bezugsrechte bei der zukünftigen Ausgabe neuer Anteile und Registrierungsrechte, nach denen der Investor das Unternehmen auffordern kann, die Stammanteile des Unternehmens im Zusammenhang mit oder nach einem Börsengang des Unternehmens öffentlich bei der US-Börsenaufsichtsbehörde (SEC) zu registrieren.
- In einer separaten Stimmvereinbarung (Voting Agreement) legen die Parteien fest, wie die Anteilseigner die Board-Mitglieder ernennen und abberufen. Diese Vereinbarungen können auch Bestimmungen über die Verpflichtung der Anteilseigner enthalten, für einen Exit zu stimmen (bekannt als "drag along"), sofern bestimmte Kriterien erfüllt sind (z.B. Genehmigung der Transaktion durch das Board, Mehrheit der Stammgesellschafter und eine Mehrheit der Vorteilsge-sellschafter).
- Schließlich können die Parteien eine separate Vereinbarung über ein Vorkaufs- und/oder Mitverkaufsrecht (Right of First Refusal und Co-Sale Rights) abschließen, die besagt, dass, wenn Stammgesellschafter ihre Anteile an einen Dritten verkaufen wollen, die Vorzugsanteilsinhaber ein Vorkaufsrecht haben, das Angebot des Dritten zu matchen, oder alternativ an dem Verkauf anteilig mit ihren Vorzugsanteilen teilzunehmen.

Diese Liste kann natürlich nur als grobe Orientierung dienen und diese Vereinbarungen werden von Transaktion zu Transaktion variieren bisweilen können Regelungen aus einzelnen dieser prototypischen Vereinbarungen auch zusammengefasst werden, wodurch einzelne Vereinbarungen als separate Dokumente entfallen.

### 3.2 Übliche Bestimmungen in US-Finanzierungen

Nachstehend sind einige der Vorzugsrechte und Schutzbestimmungen aufgeführt, die man bei VC-Finanzierungen in den USA sieht. Ob es solche eher investorenfreundliche Regelungen jeweils in die Finanzierungsdocumentation schaffen, hängt unter anderem vom aktuellen Marktumfeld ab und davon, wie gefragt das jeweilige Unternehmen ist und wie viele Investoren um den Deal konkurrieren. Die letzten Jahre waren von einer Verschiebung hin zu gründerfreundlichen Vertragsbestimmungen geprägt und die COVID-19 Pandemie hat hier ebenfalls bislang auch nicht zu einer wesentlichen Neukalibrierung geführt. Zwar bleibt der amerikanische Risikokapitalsektor aktuell etwas hinter den Spitzenwerten der letzten Jahre geblieben ist die Stimmung generell weiter vielfach noch freundlich und über den historischen Durchschnittswerten.

**U.S. Financing Rounds:** It should be noted that unlike in the German market, where standards for venture financing transactions are still emerging (see for example the publications of the German Standards Setting Institute), well established market standards exist in the United States, which helps in simplifying the implementation of financing rounds following the investors' positive funding decision (most notably the commonly used NVCA templates).

U.S. financing rounds usually include the following agreements:

- The new investors and the company will enter into a stock purchase agreement under which the new investors will typically purchase preferred stock (please see below for a summary of customary preference rights in U.S. transactions). This stock purchase agreement will contain certain representations and warranties given by the company, including regarding the validity of the preferred stock being purchased and, in most cases, certain operational and financial representations and warranties.
- The company's charter (also referred to as certificate of incorporation), together with its bylaws, will set out certain rights of the shareholders, including liquidation preferences, anti-dilution protection and veto rights (for details see below).
- In an investors' rights agreement, the investors are granted certain rights, which typically include information rights, pre-emptive rights in case of future issuance of new securities and registration rights pursuant to which the investor can request the company to publicly register the company's common stock with the U.S. Stock Exchange Commission (SEC) in connection with or following an IPO of the company.
- In a separate voting agreement, the parties stipulate how the stockholders will appoint and remove directors on the company's board. These agreements may also contain provisions regarding the shareholders' obligations to vote in favor of exit transactions (known as a "drag along"), provided that certain criteria are

fulfilled (e.g., approval of the transaction by the board, a majority of common stock and a majority of preferred stock).

- Finally, the parties may enter into a separate right of first refusal and/or co-sale right agreement, which states that if holders of common stock propose to sell their shares to a third party buyer, the holders of preferred stock have a right of first refusal to match the third party offer or alternatively the holders of preferred stock can participate in the sale ("co-sale") by selling their preferred stock on a *pro rata* basis.

Please note that the above list is just a high-level summary and that these agreements can vary across transactions and sometimes the agreements are combined.

### 3.2 Customary Terms in U.S. Financings

Below are some of the preference rights and protective covenants one typically finds in the U.S. venture capital market. Of course, the use of such investor- favorable deal terms depends, *inter alia*, on the current market environment and how "hot" the respective company is and how many investors are competing to get the deal. Overall, we noticed that the recent years saw a shift to more and more founder-friendly terms and it looks that – at least so far – the COVID-19 pandemic has not fundamentally changed this picture. While the U.S. venture environment currently remains below its recent peak levels the venture capital sentiment is still well above historic averages.

**Vesting of Founder Stock:** Venture investors will want to make sure that the founders have incentives to stay and grow the company. If the founders' stock is not already subject to a vesting schedule, the venture investors will likely request that the founders' shares become subject to vesting based on continued employment (and then become "earned"). Standard vesting for employees (note that for them VSOP and ESOP will also foresee vesting provisions) is monthly vesting over a 48-month period, with the first 12 months of vesting delayed until 12 months of service are completed, but founders can often negotiate better vesting terms.

### **Vesting der Geschäftsanteile der Gründer:**

VC-Investoren haben ein erhebliches Interesse daran, dass die Gründer das Unternehmen mit ihren Persönlichkeiten und ihrem Einsatz weiterantreiben. Dafür wollen sie regelmäßig sicherstellen, dass ausreichend Anreize für einen Verbleib, für einen Verbleib das Unternehmen mit ihren Persönlichkeiten und ihrem Einsatz weiterantreiben. Dafür wollen sie regelmäßig sicherstellen, dass ausreichend Anreize haben, im Unternehmen bestehen. Wenn die Gründeranteile nicht bereits einem Vesting unterliegen, werden die VC-Investoren jedenfalls in den frühen Finanzierungsrunden regelmäßig verlangen, dass die Gründeranteile einem an die fortgesetzte Tätigkeit des Gründers für das Start-up anknüpfendem Vesting unterworfen werden. Die Gründer "verdienen" sich damit praktisch ihre Anteile über die Zeit (man kann auch sagen, die Anteile unterworfen werden angespart). Für Mitarbeitende des Start-ups (bei denen VSOP/ ESOP regelmäßig auch Vestings vorsehen) hat sich eine 48-monatige Vesting-Periode mit einem linearen monatlichen Vesting als Standard etabliert, wobei bei einem Ausscheiden innerhalb der ersten 12 Monate (der sog. Cliff Period) überhaupt keine Beteiligung als angespart gelten soll. An diesen Standards orientieren sich im Ausgangspunkt auch Vesting-Regelungen für Gründer, wobei diese oft günstigere Bedingungen aushandeln können.

Bei den Verhandlungen sind dies die zentralen Fragen für die Gründer:

- Soll es überhaupt ein Vesting geben (in späteren Finanzierungsrunden ist das eher ungewöhnlich, in der Frühphase aber Standard)?
- Wird den Gründern bereits geleistete Arbeit im Unternehmen im Rahmen des Vesting angerechnet, mit anderen Worten sollen ein Teil der Gründeranteile keinem (erneuten) Vesting mehr unterliegen?
- Sollen Anteile, für die ein (z.B. dem Start-up später hinzutretender) Gründer einen nicht unerheblichen Geldbetrag aufgewandt hat, auch vesten müssen?
- Wie lang soll der Vesting Zeitraum sein, die bei ESOPs dominierenden 48 Monate oder weniger?

Soll das Vesting beschleunigt werden – ganz oder teilweise, bei Beendigung des Arbeitsverhältnisses ohne Grund oder bei einem Verkauf des Unternehmens (sog. Accelerated Vesting)? Eine in den USA übliche, in Deutschland aber noch nicht so verbreitete Form ist die Double-Trigger-Acceleration, bei der das Vesting beschleunigt wird, wenn das Unternehmen verkauft wird und der Anstellungsvertrag des Gründers nach dem Unternehmenskauf innerhalb eines bestimmten Zeitraums ohne Grund beendet wird.

### **Zusammensetzung des Board of Directors:**

Die Zusammensetzung des Board of Directors des Unternehmens ist sowohl für Investoren wie Gründer gleichermaßen wichtig. VCs, insbesondere wenn sie der Lead-Investor in einer Finanzierungsrunde sind, werden oft das Recht haben wollen, eine bestimmte Anzahl von Board-Mitgliedern zu ernennen, um ihr Investment zu überwachen und effektiv Einfluss auf die Unternehmensleitung zu nehmen. Die Gründer hingegen werden die Kontrolle über das Unternehmen so lange wie möglich behalten wollen. Natürlich wird jedes Unternehmen seine Besonderheiten aufweisen, aber häufig folgt die Sitzverteilung im Board früher oder später der Anteilsverteilung, d.h. wenn die Investoren 25% oder weniger der Anteile des Unternehmens besitzen, werden sie in der Regel eine Minderheit der Sitze im Board haben und wenn die Investoren nach mehreren Runden die Anteilsmehrheit besitzen, werden sie häufig auch das Board kontrollieren. Die tatsächliche Zusammensetzung des Boards wird Gegenstand von Verhandlungen sein, wobei der investierte Betrag, die Anzahl der Investoren, der Grad der angestrebten Kontrolle und das Komfortniveau der Gründer zu berücksichtigen sind.

Nach einer Series A Finanzierungsrunde könnten typische Board-Szenarien so aussehen:

- Ein dreiköpfiges Board, bei dem zwei Mitglieder von den Gründern und ein Mitglied von den Investoren bestimmt wird;
- Ein dreiköpfiges Board, bei dem Gründer und Investoren je ein Mitglied selbst bestimmen und sich über das dritte unabhängige Mitglied einigen müssen; oder

The key issues that the founders negotiate in this regard are:

- Should a vesting schedule apply at all?
- Will the founders get vesting credit for time already served with the company?
- Will vesting be required for shares they acquired for meaningful cash investment?
- Should a vesting schedule of less than 48 months apply?

Should vesting accelerate, in whole or in part, on termination of employment without cause, or upon a sale of the company? A form of vesting that is usually acceptable to investors is the so-called “double trigger” acceleration, where vesting accelerates if the company is acquired and if the buyer terminates the founder’s employment without cause within a certain period after the acquisition.

**Composition of Board of Directors:** The makeup of the board of directors of the company is important to venture capital investors as well as to the founders. VCs, especially if they are the lead investor in a round of financing, will often want the right to appoint a designated number of directors to be able to monitor their investment and have a meaningful say in the running of the business. From the founders’ perspective, they will want to maintain control of the company for as long as possible. Although circumstances vary, in general board seat allocation usually follows share ownership. So if the investors have 25% or less of the company’s stock, they will usually accept a minority of the board seats, and if after multiple rounds the investors own most of the company’s

stock, they will often control the board of directors. The actual board composition will be subject to negotiation, factoring in the amount invested, the number of investors, the level of control sought, and the comfort level of the founders.

After a Series A financing round, typical board scenarios might include:

- A three-person board, with two chosen by the founders and one chosen by the investors;
- A three-member board, with one chosen by the founders, one chosen by the investors and one independent director mutually agreed upon; or
- A five-member board, with two chosen by the founders, two chosen by the investors and one independent director mutually agreed upon.

In lieu of a board seat, some investors may request Board “observer” rights, granting the investor the right to attend board meetings in a non-voting capacity with the right to receive financial and other information provided to board members.

- Ein fünfköpfiges Board, bei dem Gründer und Investoren je zwei Mitglieder selbst bestimmen und sich über das fünfte unabhängige Mitglied einigen müssen.

Als Minus zu einem echten Sitz im Board kann bestimmten Investoren auch das Recht eingeräumt werden, einen Beobachter ins Board zu entsenden, um dort relevante finanzielle und andere Informationen zu erhalten.

**Ausgabe von Anteiioptionen:** Viele Investoren erwarten, dass das Start-up über einen ausreichenden Pool zur Ausgabe von (eigenkapitalbasierten) Optionen an Mitarbeiter verfügt. Das Volumen derartiger Pools beträgt dabei in der Regel 10% bis 20% des Nominalkapitals des Unternehmens (wobei US-Pools tendenziell größer sind als solche in Europa<sup>18</sup>). Optionen sind ein wichtiges Incentivierungsmittel, um Mitarbeiter, Berater und Board-Mitglieder für das Unternehmen zu gewinnen und zu halten.

VCs werden fast immer darauf bestehen, dass bestehende (oder noch zu schaffende) Optionspools wirtschaftlich in die Bestimmung der Pre-Money-Bewertung des Unternehmens einfließen. Eine Forderung, der man sich in Verhandlungen auch selten entziehen kann. Gründer sollten bei Verhandlungen aber immer im Hinterkopf behalten, dass jede Erhöhung des Optionspools zu ihren Lasten geht und ihren Teil des Kuchens reduziert. Um das Thema Anteiioptionen im Rahmen von Term Sheet-Verhandlungen nicht im luftleeren Raum zu diskutieren, ist es empfehlenswert, das benötigte Volumen des Pools anhand der bis zur nächsten Finanzierungsrunde bestehenden Personalplanung zu bestimmen und dieses "Budget" zur Grundlage der Einigung mit dem Investor zu machen.

Venture-Investoren erwarten in der Regel auch, dass die Optionen, die unter einem entsprechenden Programm an Berechtigte zugeteilt werden, einem marktüblichen 48-monats-Vesting mit einem linearen monatlichen Vesting unterliegen, wobei bei einem Ausscheiden innerhalb der ersten 12 Monate (Cliff Period) überhaupt keine Beteiligung als angespart gelten soll.

**Liquidationspräferenzen:** Inhaber von Vorzugsanteilen sind meist berechtigt, bei einem Kontrollwechsel (change of control) oder einem anderen Liquiditätsereignis bestimmte Auszahlungen vom Liquidationserlös vor den Inhabern von anderen Anteilklassen (z.B. Vorzugsanteile früherer Finanzierungsrunden oder Stammanteile) zu erhalten (sog. Liquidationspräferenz). Als Schutz ihres Investments erhalten die Inhaber von Liquidationspräferenzen dabei vorab einen Betrag in Höhe des von ihnen jeweils in Bezug auf die betreffenden Anteile getätigten Investments (oder sogar eines Vielfachen davon), bevor es zu Auszahlungen an die Inhaber von anderen Anteilklassen kommt. In der Regel werden Beträge, die ein Investor vorrangig auf seine Liquidationspräferenz erhält, bei einer weiteren Verteilung von überschüssenden Liquidationserlösen (nachdem alle Inhaber von Vorzugsgeschäftsanteilen entsprechend befriedigt wurden) berücksichtigt, also angerechnet. Marktstandard in den USA und Deutschland ist nach unserer Erfahrung eine einfache, anrechenbare Liquidationspräferenz (1x non-participating liquidation preference). Es sind jedoch auch Regelungen denkbar, in denen an Investoren geleistete Präferenzzahlungen nicht oder bis zu einem bestimmten Betrag nicht vollständig auf weitere Auszahlungen angerechnet werden sollen (sog. nicht-anrechenbare bzw. nicht vollständig anrechenbare Liquidationspräferenz / participating bzw. capped participating liquidation preference).

**Umwandlungsrechte:** Vorzugsanteile sind regelmäßig im Verhältnis 1:1 in Stammanteile wandelbar. Im Falle eines Kontrollwechsels oder eines anderen Liquiditätsereignisses haben die Inhaber von Vorzugsanteilen das Recht, diese in Stammanteile umzuwandeln. Diese Gesellschafter werden sich im Allgemeinen dafür entscheiden, dies zu tun, wenn dies im Rahmen des vereinbarten Mechanismus zur Verteilung der Liquidationserlöse dazu führt, dass sie einen größeren Teil der Erlöse aus einer solchen Transaktion erhalten. Vorzugsanteile werden in der Regel bei einem Börsengang der Gesellschaft automatisch umgewandelt.

18. Eine sehr gute Übersicht bietet hier die Studie "Rewarding Talent – a Guide to Stock Options for European Entrepreneurs", die von Index Partners veröffentlicht wurde.



**Stock Option Issues:** Venture investors will want to ensure that the company has a stock option pool for future equity grants, typically 10% to 20% of the company's capitalization, with later-stage companies having smaller, option pools tend to be larger in the U.S. than in Europe and Germany<sup>19</sup>. The options are used to attract and retain employees, advisors, and Board members.

Vcs will almost always insist that this option pool be included as part of the pre-money valuation of the company, and it is standard to do so. However, founders should realize that any increase in the option pool will come at their expense, reducing their percentage ownership of the company. If the size of the pool becomes an issue in the term sheet negotiation, it is a good idea for the founder to produce a ground-up "budget" for future options, estimating the options that will be needed for future hires until the next round of financing.

Venture investors will also typically expect that future option grants will be subject to a "standard" four-year vesting schedule: one year of employment required before any vesting for 25% of the options (referred to as the "cliff"), and then monthly vesting with continued employment for 36 months after the one-year cliff vesting.

**Liquidation Preference:** Shares of preferred stock will generally be entitled to receive liquidation preference prior to any payment of proceeds to holders of common stock upon a change of control or other liquidity event. This downside protection is an amount generally equal to 1x the amount invested, although it could be higher, which is paid in preference to other series of stock. While in some cases the liquidation preference is "participating" or "capped participating," the most common structure in U.S. venture transactions is 1x, non-participating. According to our experiences, German transactions generally show similar liquidation preferences, in many cases investors receive a 1x non-participating liquidation preference (*einfache, anrechenbare Liquidationspräferenz*).

**Conversion Rights:** Shares of preferred stock are generally convertible into shares of common stock on a 1:1 ratio. In the event of a change of control or other liquidity event, the holders of preferred stock have a right to convert to common stock and will generally elect to do so if it results in them receiving a greater portion of the proceeds from such transaction. The preferred stock will usually convert automatically upon an IPO of the equity securities of the company.

---

19. See the insightful study "Rewarding Talent – a Guide to Stock Options for European Entrepreneurs" published by Index Partners.

### **Verwässerungsschutzrechte:**

Verwässerungsschutzrechte sind aus US-Venture-Capital-Transaktionen nicht mehr wegzudenken. Basis der Berechnung bildet in den USA zumeist die Broad-Based-Weighted-Average-Formel. Die Weighted-Average-Berechnungsmethode berücksichtigt bei der Berechnung der Anteile, zu deren Bezug der Investor berechtigt ist, sowohl den Ausgabepreis als auch die Anzahl der Anteile der ursprünglichen Finanzierungsrunde und der Down Round. Die sog. Broad-Based-Methode ist die gründerfreundlichste Form und basiert auf dem gewichteten Durchschnitt aller Geschäftsanteile (Stamm- und Vorzugsanteile) und zusätzlich aller ausstehenden Optionsrechte, Optionsscheine (Warrants) und (jedenfalls sieht man das immer wieder) virtuellen Geschäftsanteile unter Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen. Es ist allerdings auch zu beobachten, dass im Rahmen von Finanzierungen in späteren Phasen (in der Regel zwölf bis achtzehn Monate vor dem Börsengang) oder bei Beteiligung von Private-Equity-Fonds (anstelle von Venture-Fonds), bisweilen auch investorenfreundlichere Verwässerungsschutzrechte nach der sog. Full-Ratchet- oder Narrow-Based-Weighted-Average-Methode vereinbart werden. Bei der Full-Ratchet-Methode bewahren die Investoren ihr volles prozentuales Beteiligungsniveau oder, im Fall einer Down Round, ihr Bewertungsniveau. Der Investor wird – mit anderen Worten – so gestellt, als wenn er seine gesamte Investition zu der Bewertung der Down Round getätigt hätte. Der sog. Narrow-Based-Ansatz liegt zwischen der Broad-Based-Weighted-Average-Berechnungsmethode und der Full-Ratchet-Berechnungsmethode und lässt üblicherweise die ausstehenden Optionen, Optionsscheine und virtuellen Geschäftsanteile (und manchmal auch andere Klassen von Vorzugsanteilen) außer Betracht. In Deutschland sind Verwässerungsschutzrechte vor allem als Narrow-Based-Weighted-Average ausgestaltet. In Sektoren, in denen Investitionsmittel besonders dünn gesät sind, wie etwa im Life-Science-Sektor, trifft man auch häufiger Full-Ratchet-Vereinbarungen.

Der Hauptunterschied zwischen den Verwässerungsschutzrechten in den USA und in Deutschland besteht nicht so sehr in der Art und Weise, wie die Anpassung berechnet wird, sondern vielmehr in der Umsetzung des Verwässerungsschutzes zu Gunsten der berechtigten. In Deutschland ist es gängige Praxis, dass sich alle Gesellschafter dazu verpflichten, im Falle einer Down-Round für eine Kapitalerhöhung zu stimmen die es dem Investor, der Anspruch auf den Verwässerungsschutz hat, ermöglicht, eine entsprechende Anzahl von Anteilen zu übernehmen, die notwendig sind, um die eingetretene Verwässerung entsprechend des vereinbarten Mechanismus. In den USA werden zur Vermeidung der Entstehung sog. "Deemed Dividends" (die von den Bundessteuerbehörden bei einer Gewährung zusätzlicher Anteile unter Umständen angenommen wird) keine zusätzlichen Anteile gewährt. Statt dessenerfolgt eine Berücksichtigung bei der Festlegung des Umwandlungsfaktors von Vorzugsanteilen in Stammanteile. Auch wenn dem Investor somit keine zusätzlichen Anteile übertragen werden, verfügt dieser auf diese Weise aber dennoch (wirtschaftlich) über einen größeren Anteil des Unternehmens.

**Stimmrechte:** Inhaber von Vorzugsanteilen behalten sich oftmals das Recht vor, einen bestimmenden Einfluss auf bestimmte Maßnahmen und Geschäftsvorfälle der Gesellschaft auszuüben. Umgesetzt wird dies insbesondere durch Entsendungsrechte von Board-Mitgliedern oder auch durch die Festlegung bestimmter Rechtsgeschäfte und Maßnahmen, die der vorherigen Zustimmung der Investoren bzw. einer festgelegten Mehrheit der Investoren bedürfen. Die Liste der zustimmungsbedürftigen Geschäfte umfasst dabei typischerweise Grundlagengeschäfte wie die Liquidation der Gesellschaft, den Verkauf des gesamten oder eines wesentlichen Teils des Unternehmensvermögens, die Rücknahme von Anteilen aber beispielsweise auch die Übernahme von Schulden oder die Schaffung von Schuldverschreibungen über bestimmte Beträge oder Verhältnisse hinaus oder die Änderung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen. Darüberhinaus bestehen oftmals auch Vetorechte oder Zustimmungserfordernisse in Bezug auf

**Anti-Dilution Rights:** Anti-dilution protection has long been a standard feature of U.S. venture capital transactions. Within the United States, almost all transactions use a broad-based weighted average formula for calculating anti-dilution. The weighted average formula adjusts the number of shares of an investor protected by the antidilution provision based on both (a) the issuance price and (b) the number of equivalent shares issued by the company after the issuance of shares entitled to the antidilution protection. The broad-based is the most founder friendly and based on the weighted average of all shares (common and preferred) plus outstanding options and warrants and (as we have seen on various occasions) virtual shares. That said, certain later-stage transactions (*i.e.*, 12-18 months pre-IPO) and companies raising capital from more traditional private equity funds (rather than venture funds) in the U.S. will however, sometimes include a full ratchet- or narrow-based weighted average protection. Under the full ratchet protection, investors will maintain the full percentage ownership at the same level or at the same value in down rounds. In other words, the investor is put in the same position the investor would be in if it had made its entire investment on the valuation of the down round. The narrow-based approach lies between the broad-based weighted average and the full ratchet and usually disregards the outstanding options, warrants and virtual shares (and sometimes other classes of preferred shares). In the German market, we have recently seen most anti-dilution protections to be modeled as a narrow-based weighted average, though full-ratchet covenants are still seen more often in sectors where investment funds are particularly scarce, *e.g.*, in the life science sector.

The main difference between anti-dilution rights in the United States and Germany is not so much the way in which the adjustment is calculated but rather the manner in which any anti-dilution benefit is provided to the existing shareholders. In Germany, upon the occurrence of an anti-dilution event, the usual practice is to obligate all shareholders to vote in favor of a capital increase and grant the investor entitled to the anti-dilution protection such number of shares to compensate for the requisite dilution. In the U.S., due to the potential impact of deemed dividend rules (*i.e.*,

the granting of additional shares being seen by the IRS as deemed dividends), additional shares are not granted and instead there is an adjustment to the conversion rate of the preferred stock to common stock, such that the investor does not hold additional stock today but does hold and control a greater percentage of the company on an as-converted basis.

**Voting Rights:** Preferred stock generally has the right to vote on a number of items, including specific preferred directors on the board and to approve certain material corporate transactions. Such protective provisions would prohibit the company from taking such action without the consent of a certain percentage of the preferred stock. Such matters typically include liquidation of the company, effecting a sale of all or substantially all of the company's assets, redemption of shares, assumption of debts or creation of debt securities beyond certain amounts or ratios, changes to the company's employee stock option program ("ESOP"), etc. In addition, some companies will permit board members elected by the holders of preferred stock to have veto rights or special votes with respect to management and operational decisions. Based on our experience, U.S. investors – particularly those on the West Coast – tend to request fewer veto rights when it comes to management and day-to-day operational decisions, opting instead to grant more freedom to the founders in order not to stifle the agility of the company. Investors in the German market often tend to require more control than their U.S. peers.

Bestimmte operative Entscheidungen und Maßnahmen. Unserer Erfahrung nach neigen US-Investoren (insbesondere an der Westküste) dazu, sich weniger in das operative Geschäft der Gesellschaft "einzumischen" und den Gründern mehr Freiheit einzuräumen, um die Beweglichkeit des Unternehmens nicht zu beeinträchtigen. Im Gegensatz zu ihren US-Kollegen tendieren deutsche Investoren auch heute noch dazu, auch in operativen Fragestellungen mehr Kontrolle auszuüben.

**Bezugsrechte (a.k.a. "Pro-Rata"):** In der Regel haben Inhaber von Vorzugsanteilen das Recht, bei jeder Ausgabe von Neuen Anteilen oder Instrumenten mit Wandlungsrechten so viele neue Anteile oder Rechte zu erwerben, wie sie benötigen, um ihre bisherige Beteiligung am Kapital der Gesellschaft aufrechtzuhalten. Ähnliche Regelungen findet man auch im deutschen Markt. Dabei ist jedoch zu beachten, dass nach deutschem Recht bei der Ausgabe von neuen Geschäftsanteilen diese ohnehin zunächst anteilig den bestehenden Gesellschaftern angeboten werden müssen, es sei denn, die Gesellschafter verzichten entweder in Bezug auf den konkreten Einzelfall oder allgemein bereits im Voraus für bestimmte Fallgestaltungen darauf. In US-Finanzierungen haben vielfach oft nur größere Investoren (Major Investors) ein solches Bezugsrecht, das dann bei einem Börsengang endet. Diese Bezugsrechte sind dann in der Regel so konzipiert, dass sie nur für Bona-fide-Finanzierungen gelten und Ausnahmen für die Ausgabe von Anteilen/Optionen für ESOPs oder sogenannte "Equity Kicker" bei typischen Venture Debt-Finanzierungen vorsehen.

**Vorkaufsrecht und Mitverkaufsrechte:** Diese Vorzugsrechte gewähren den Inhabern von Vorzugsanteilen ein Vorkaufsrecht wenn Stammanteile von Gesellschaftern, die eine gewisse Mindestbeteiligung halten (in der Regel jeder Inhaber von 1% oder mehr der Stammanteile), zum Verkauf kommen sollen. In den USA hat das Unternehmen in der Regel ein erstrangiges Vorkaufsrecht bei allen Verkäufen von Stammanteilen, während den Inhaber von Vorzugsanteilen ein nachgelagertes sekundäres Vorkaufsrecht, wenn das Unternehmen sein vorrangiges Vorkaufsrecht nicht ausübt. Darüber hinaus stehen Inhabern von Vorzugsanteilen

regelmäßig Mitverkaufsrechte eingeräumt, wenn das vorgenannte Verkaufsrecht nicht voll ausgeübt wird, d.h. sie können dann verlangen, dass der Erwerber der Stammanteile auch eine bestimmte Anzahl ihrer Anteile miterwirbt. In Deutschland werden häufig jedem Anteilseigner (d.h. nicht nur Inhabern von Vorzugsanteilen) Mitverkaufsrechte gewährt, während Vorkaufsrechte häufig bei jeder geplanten Veräußerung von Vorzugs- und Stammanteilen bestehen. Sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in Deutschland sehen die Verträge dann eine Reihe von Ausnahmen von diesen Vorkaufs- und Mitverkaufsrechten vor, namentlich wenn z.B. ein Gesellschafter seine Beteiligung an ein mit ihm verbundenes Unternehmen übertragen möchte.

**Informationsrechte:** Im Allgemeinen sieht die Investorenvereinbarung vor, dass bestimmte Relevante Investoren das Recht haben, Geschäftsberichte und die Jahresplanung vom Unternehmen zu erhalten; zudem wird ihnen regelmäßig auch ein Inspektionsrecht zu den üblichen Geschäftszeiten des Unternehmens eingäräumt. Unserer Erfahrung nach sind die Informationsrechte der Investoren bei deutschen Finanzierungsrunden tendenziell weiter gefasst und gelten für alle Anteilseigner unabhängig von der Größe ihrer Beteiligung. Bedacht werden muss außerdem, dass nach zwingendem deutschem Recht die Gesellschafter einer deutschen GmbH, auch wenn sie nur einen einzigen Geschäftsanteil halten sollten, unentziehbare Informationsrechte haben. Demgegenüber haben Gesellschafter einer Gesellschaft nach dem Rechts Delaware zwar auch gesetzliche Informationsrechte, auf diese müssen sie aber häufig im Rahmen der Anteilsausgabe verzichten, sofern ihre Beteiligung nicht eine gewisse Mindestgröße ausweist.

**Pro Rata or Pre-emptive Rights:** Typically, holders of preferred stock will have the right to purchase a *pro rata* portion of any new issuance of equity securities or convertible debt securities of the company. Similar provisions are also found in the German venture capital landscape. Please note, however, that German law requires new issuances of shares to be first offered *pro-rata* to the existing shareholders unless otherwise waived by the shareholders either in relation to the specific case at hand or generally. In US financings these participation rights often go only to so-called “Major Investors” who own a certain amount of stock and typically terminate on a public offering. As with anti-dilution protection, these rights are typically designed to apply only to bona fide financings and usually are drafted not to apply to employee equity, equity issued in acquisitions or “equity kickers” issued to lenders, landlords or equipment lessors.

**Right of First Refusal and Co-Sale:** These preferences provide the rights of holders of preferred stock to a right of first refusal with respect to any sale of common stock by certain key holders of common stock of the company (typically any holder of 1% or more of the company’s common stock). In the United States, the company will typically have a primary right of first refusal on all sales of common stock, while the holders of preferred stock will have a secondary right of first refusal if the company declines to exercise its right of first refusal. In addition, such holders of preferred stock are granted co-sale or tag-along rights with respect to transactions where the right of first refusal is not fully exercised. In German market transactions, tag-along rights are frequently granted to every shareholder (*i.e.*, not only preferred shareholders) and rights of first refusal or pre-emption rights apply in the case of a transfer of common stock or preferred stock. In both the United States and Germany, there are customary carve-outs, including for transfers to affiliates.

**Information Rights:** Generally, the investors’ rights agreement will provide that certain large investors (often referred to as “Major Investors”) will be entitled to receive financial statements and annual budgets from the company and will have the right to inspect the property of the company at reasonable times. According to our experience, in German financing rounds the investors’ information rights tend to be broader and apply to all shareholders irrespective of the size of their holdings. Please also keep in mind that under mandatory German law the holders of shares in a German GmbH have unalienable information rights even if they only hold one share. Similarly, stockholders in Delaware corporations have statutory information rights, so certain U.S. companies will include a “statutory information rights waiver” in the stock purchase agreement, whereby the non-Major Investors waive their information rights.



**Registrierungsrechte:** Inhaber von Vorzugsanteilen haben im Allgemeinen das Recht, ein Unternehmen (in der Regel innerhalb von fünf Jahren nach einer Investition) zu zwingen, ein sog. Registration Statement in Bezug auf ihre Anteile einzureichen, auch wenn das Unternehmen noch nicht an die Börse gegangen ist. In ähnlicher Weise haben solche Inhaber das Recht, vorbehaltlich bestimmter Ausnahmen, sich an andere vom Unternehmen eingereichte Registration Statements "dranzuhängen" (englisch "piggyback"), einschließlich öffentlicher Einreichungen im Zusammenhang mit ESOPs. Einige von US-Investoren finanzierte Unternehmen haben einen Anspruch auf eine solche Registrierung im Zusammenhang mit einem IPO ausschließen können, so dass hier den Investoren nur eine Piggyback- oder S-3-Registrierung nicht aber ein IPO selbst erzwungen werden kann. In der Praxis werden die Registrierungsrechte nur selten und dann meist im Zusammenhang mit einem IPO der Gesellschaft ausgeübt. Im Gegensatz dazu wird bei jeder Notierung der Aktien eines Unternehmens an einer deutschen Börse oder einem anderen europäischen Markt das gesamte ausgegebene Kapital des Unternehmens ohnehin einbezogen.

**Drag-Along-Rechte:** In der Stimmvereinbarung einigen sich die Anteilseigner oft darauf, dass für den Fall, dass eine Mindestzahl von Gesellschaftern (und ggf. das Board) ein Liquiditätsereignis genehmigt, alle anderen Anteilseigner gezwungen sind, mit ihren Anteilen ebenfalls für die Transaktion zu stimmen. Hierfür wird meist die Zustimmung der Vorzugsmehrheit sowie entweder der Mehrheit der Stammanteile oder der Mehrheit des gesamten Kapitals verlangt. Bisweilen findet man auch das Erfordernis, dass einzelne Klassen von Vorzugsanteilen, der Transaktion jeweils zustimmen müssen insbesondere wenn in den verschiedenen Klassen zu unterschiedlichen Bewertungen investiert wurden und die Interessen an einem Liquiditätsereignis zu der vorgeschlagenen Bewertung unterschiedlich ausfallen können. Hier muss ein Ausgleich zwischen den Interessen des Unternehmens und der Gründer gefunden werden, das sicherstellt, dass die Anteilseigner

für einen Unternehmensverkauf stimmen werden (da Erwerber oft eine Zustimmung von 90%-95% benötigen), und den Interessen der Investoren, die oft eine separate Abstimmung (lies: Vetorechte) wünschen, um ihre wirtschaftlichen Interessen zu schützen. In der Praxis stimmen Unternehmen manchmal einer Abstimmung nach Anteilsklassen zu, strukturieren diese aber so, dass dieses Erfordernis wegfällt, sobald die Transaktion für die Investoren eine bestimmte Mindestrendite einbringt, z.B. ein Ergebnis in Höhe von 2x-3x des eingesetzten Kapitals). Auf dem deutschen Markt sehen wir üblicherweise Drag-Along-Rechte, die ausgelöst werden, wenn Anteilseigner, die zusammen mehr als 50% des gesamten Nominalkapitals des Unternehmens halten, einen Exit verlangen (Vetorechte für die Stammgesellschafter/Gründer kommen aber bisweilen ebenfalls vor). Darüber hinaus ist häufig eine Investorenmehrheit relativ (relativ selten aber die Mehrheit jeder Klasse von Vorzugsanteilen).

**Versicherungen:** Das Term Sheet kann auch festlegen, dass die Gesellschaft verpflichtet ist, eine Haftpflichtversicherung für Board-Mitglieder und Officer abzuschließen, die Rechtsstreitigkeiten in Bezug auf Pflichten, die sie für die Gesellschaft erfüllen, abdeckt. Das Term Sheet wird dann bisweilen auch die Höhe der Deckungssumme in Dollar angeben, oft zwischen USD 2 Millionen und USD 10 Millionen.

Venture-Investoren verlangen gelegentlich auch, dass das Unternehmen "Key Man"-Lebensversicherungspolice über das Leben der wichtigsten Gründer unterhält. Unter diesen Polices erhält die Gesellschaft im Falle des Todes eines Gründers eine bestimmte Geldzahlung. Die Idee ist, dass – wenn das Schicksal das Unternehmen derart schwer trifft – die Versicherung dem Unternehmen Zeit gibt, sich neu aufzustellen und die entstandene Lücke personell zu schließen.

**Registration Rights:** Holders of preferred stock generally have the right to force a company to file a registration statement with respect to their shares, even if the company has not already gone public, typically within five years following their investment. Similarly, such holders will have the right to piggyback on other registration statements filed by the company, subject to certain exceptions, including public filings relating to ESOPs. In our experience some companies backed by U.S. investors have been able to exclude an IPO from the registration rights requirements (meaning only piggyback or S-3 registration would be able to be forced by the holders of preferred stock). In practice, registration rights are rarely if ever exercised by U.S. investors other than in connection with the company's IPO. By contrast, in any listing of a company's shares on a German exchange or another European market, the entire issued share capital of the company is included.

**Drag-Along Rights:** In the voting agreement, the stockholders often agree that in the event a minimum number of shareholders (and the Board if applicable) approve a liquidity event, all other shareholders are forced to vote their shares in favor of the transaction. The threshold vote usually requires the vote of a majority of the preferred stock as well as either a majority of the common stock or a majority of all capital stock. The vote sometimes includes separate votes of individual series of preferred stock, particularly where different series invested at varying valuations and may have different economic incentives. Here, a balance needs to be found between the interests of the company and the founders, which is to ensure that stockholders will vote in favor of a company sale (because acquirers will often require that 90%-95% vote in favor), and the interests of investors who will often want a separate vote in order to protect their economics. In practice,

companies sometimes agree to a series vote but structure that series vote as one that goes away once the multiple of the return for an investor on a transaction reaches a certain multiple, e.g., 2x-3x. In the German market, we usually see drag-along rights that are triggered if shareholders holding together more than 50% of the entire nominal capital of the company request an exit. In addition, often an investor majority (and sometimes even a majority of each class of preferred shares) is required while a veto for the common shareholders is less common.

**Insurance Obligations:** The term sheet may specify that the company will be obligated to maintain directors and officers liability insurance, covering the officers and directors of the company in connection with litigation with respect to duties they are performing for the company. The term sheet will specify the dollar amount of coverage (often USD 2 million to USD 10 million).

Venture investors occasionally also require the company to maintain "key man" life insurance policies on the lives of the key founders, policies that will provide the company with cash in the event a founder dies. The idea behind this kind of policy is that the cash generated in the event of a tragedy can give the company time to rebound and hire new talent to replace the deceased founder.



## V. Deutsche Gründerteams berichten von Ihren Erfahrungen mit Flips

Man sagt, "Erfahrung bleibt des Lebens Meisterin" (Johann Wolfgang von Goethe) und von Erfahrungen anderer lässt sich vieles lernen. Daher haben wir einige der deutschen Gründerteams, die wir beim Aufsetzen einer doppelstöckigen amerikanisch-deutschen Holdingstruktur begleiten durften, gebeten, ihre Erfahrungen hier in aller Kürze zu teilen.



## V. Lessons Learned from German Founders who Made the Move

It is said that "Experience is the teacher of all things." (Julius Caesar). However, this experience doesn't necessarily have to be undergone personally, but can be learned through others as well. Thus, we have asked some of the German founder teams whom we had the pleasure to advise when they set up a two-tier U.S./German holding structure for their enterprises to share some of their lessons learned. Here is what they have to say:



**Hanna Asmussen**  
Co-Founder and CEO

## Localyze

**LOCALYZE**

<https://localyzeapp.com>

**Our business:**

Simplifying international relocation for companies and their employees

**Way into the US:**

Established 2018, flipped 2019 (YC S19)

**Q. What was the main motivation for your flip?**

Participation in the YC program – they required us to become a U.S. company and we didn't want to miss the opportunity!

**Q. How has your start-up benefitted from the flip?**

It was easier to get U.S. investors on board and the availability of services like Clerky also made the organization of fundraising a lot easier.

**Q. How much complexity has running your start-up in a two-tier holding structure added to your plate?**

Quite a bit, regarding legal topics but also accounting, financial reporting, etc. But we have a great finance expert in the team who worked in international taxes at KPMG, which makes it manageable.

**Q. During the flip, you had to manage a number of stakeholders (in particular your existing investors). What are your key takeaways?**

You need to communicate very clearly, on the one hand around the benefits and reasons behind the flip. And also around the consequences for the company if the investors are putting obstacles in your way.

**Q. What would be your main piece of advice to German founders who consider a flip?**

Talk to your existing investors about it and make sure they are on board! Some investors are reluctant due to taxation, different terms, etc. – and if they don't see the benefit they can hinder the process and also make it more costly if they want to have extensive discussions on terms and contracts.





**Maik Taro Wehmeyer** and **Max Eber**  
Founders

## Taktile



[www.taktile.com](http://www.taktile.com)

### **Our business:**

Governance software for machine-learning applications

### **Way into the U.S.:**

Set up the structure from scratch in 2020 (subsequently accepted by YC S20)

### **Q. What was the main motivation for your flip?**

The two main reasons for us were access to U.S. capital markets and the availability of equity-based compensation schemes.

### **Q. How has your start-up benefitted from the flip?**

First, raising money through a SAFE is orders of magnitude easier than through other means. The SAFE allows for asynchronous signing, reduces the time required for negotiation, and it can be signed electronically. These factors are particularly important in times of COVID-19. Second, international investors felt much more comfortable with a standard corporate structure that they have seen many times before, which supports the valuation of the company. Third, steering the company is easier since everything can be done through DocuSign.

### **Q. How much complexity has running your start-up in a two-tier holding structure added to your plate?**

First, the two-tier structure doubles the administrative effort related to legal setup, tax and accounting, bank accounts, and so forth. This requires both time and money. Moreover, as a founder, you now need to understand two jurisdictions instead of just one.

### **Q. How was the feedback you received from potential investors on your corporate set up? Which (if any) were the main change requests?**

We did not have any change requests. U.S. investors loved to invest in an Inc. instead of a German GmbH. German investors did not mind.

### **Q. What would be your main piece of advice to German founders who consider a flip?**

If you expect significant investment through U.S. capital markets and find it likely that you might need to relocate to the U.S. in the future (e.g., because of YC), then it is probably easiest to do so right away. However, bear in mind that a two-tier structure is more expensive and time-consuming to set up and operate in the short term.



**Florian Bauer**  
Founder, CEO and CTO

**kiteKRAFT**

**KITE//KRAFT**

[www.kitekraft.de](http://www.kitekraft.de)

**Our business:**

We make flying wind turbines to enable 100% renewable energy generation globally

**Way into the U.S.:**

Set up the structure from scratch in 2019 (accepted by YC S19)

**Q. What was the main motivation for your flip?**

We got accepted to YC. In addition, being a U.S.-German company helps attracting investors globally.

**Q. How has your start-up benefitted from the flip?**

We got YC's investment after the U.S.-German setup and immediately thereafter signed a SAFE with another investor. The possibility to take SAFEs as an investment simplifies the fundraising a lot and makes it super-fast.

**Q. How much complexity has running your start-up in a two-tier holding structure added to your plate?**

We needed professional help to set up everything. Though, as first-time founders, there was not really a way around that anyway. Once set up, the complexity of running a two-tier holding structure has been relatively low so far: In our case, the U.S. mother Inc. is only a holding company without employees and without operational business, but with the benefit of having an expandable global company structure. The German daughter company does all operational business and has employees and all IP.



**Veronika Riederle**  
Co-Founder and CEO

## Demodesk

# Demodesk

[www.demodesk.com](http://www.demodesk.com)

**Our business:**

Online meeting tool for Sales

**Way into the U.S.:**

Established 2017, flipped 2019 (YC W19)

**Q. What was the main motivation for your flip?**

Admission to YC, they requested the flip.

**Q. How has your start-up benefitted from the flip?**

It was mainly because of our participation in the YC program. In addition, the fundraising process as an early stage company is much easier and faster.

**Q. How much complexity has running your start-up in a two-tier holding structure added to your plate?**

It has definitely added complexity, in particular re accounting and legal work.

**Q. What would be your main piece of advice to German founders who consider a flip?**

You should really only do the flip if there is a strong reason (e.g., YC or plans to move your company to the U.S.), otherwise it's simply not worth it.



**Julian Lindinger**  
Co-Founder and CEO

## Electry



[www.electry.de](http://www.electry.de)

### **Our business:**

Skilled blue-collar recruiting platform

### **Way into the U.S.:**

Established 2019, set up the structure from scratch in 2020 (YC S20)

### **Q. What was the main motivation for your flip?**

YC participation, it's a requirement.

### **Q. How has your start-up benefitted from the flip?**

Fundraising is way easier in the U.S., especially with SAFEs.

### **Q. How much complexity has running your start-up in a two-tier holding structure added to your plate?**

I have no idea yet, since we just flipped.

### **Q. During the flip you had to manage a number of stakeholders (in particular your existing investors). What are your key takeaways?**

Try to understand the process yourself as much as possible, even if you have no legal background. Then make sure that every stakeholder is always on the same page, overcommunicate and the earlier you mention something the better.

### **Q. When looking back at your flip, were there any surprises?**

Sometimes no one could give us very clear feedback, especially on long-term tax matters.

### **Q. Is there anything that you now know and wish you had known prior to the flip?**

How long it took and to better manage different stakeholders.

### **Q. How was the feedback you received from potential investors on your corporate set up? Which (if any) were the main change requests?**

So far there were no comments.

### **Q. What would be your main piece of advice to German founders who consider a flip?**

Make sure you actually want to raise from U.S. investors or go to the U.S. If so, then a flip is totally worth it and you should rather do it sooner than later.





# B. Our International Platform for Technology Companies



The leading German legal data base JUVE nominated us for **Private Equity and Venture Capital Law Firm of the Year** in Germany 2019 and 2017, and named our partner Sven Greulich one of the top VC lawyers in Germany (2020/2021)



**Tech Group of the Year**

2018

Law360



**Leader in Venture Capital and Corporate Practice**

Legal 500



**Most Active VC law firm in Europe**

for 19 quarters in a row  
PitchBook Q3 2020

## Dedicated to the needs of technology companies and their investors

**Betterment | Cisco | Getaround | Microsoft  
NVIDIA | Oracle | 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 (*Pitchbook*).



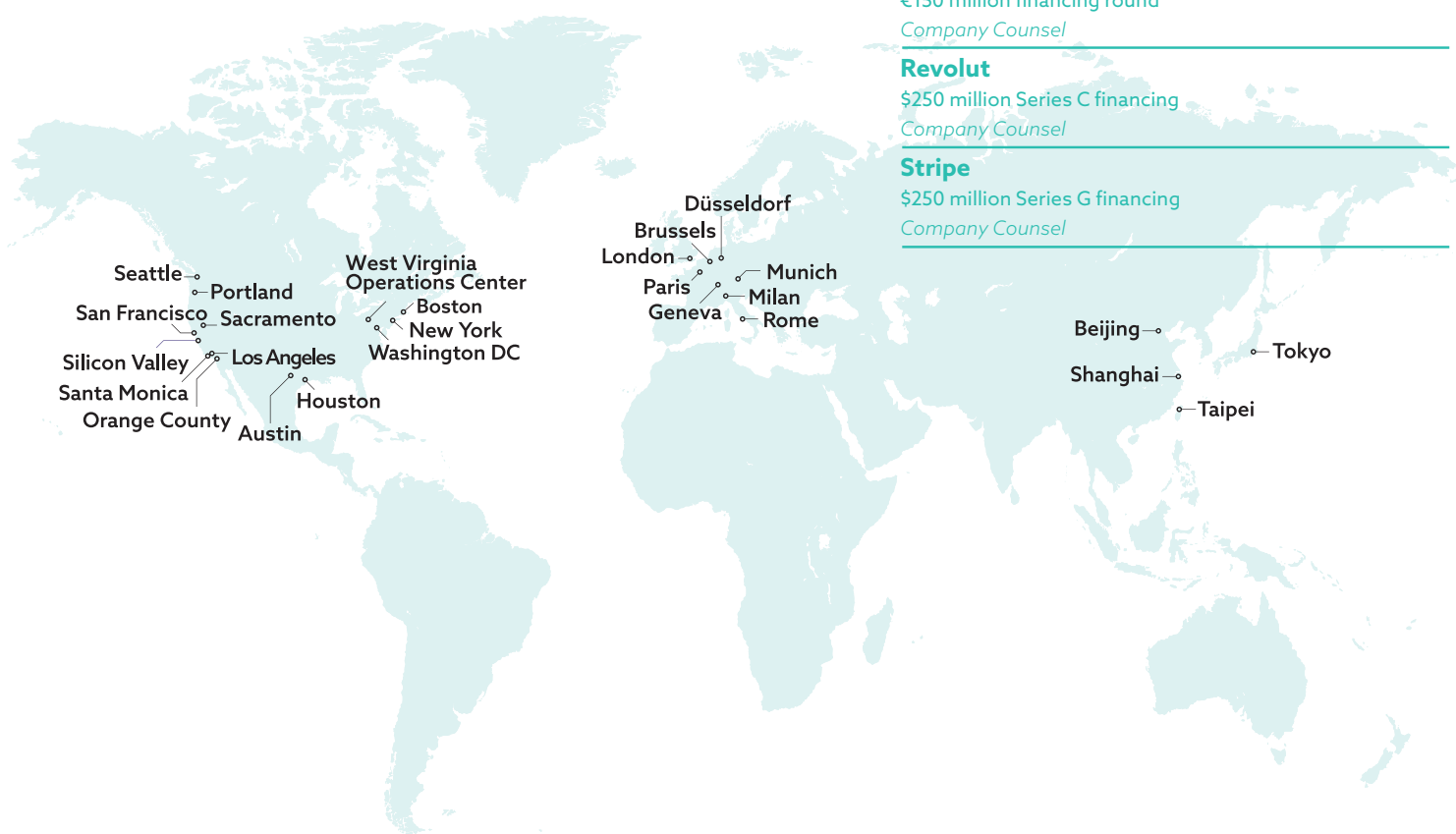
**Honored for Connecting the German Mittelstand with Start-ups**

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."



The 2020 State of European Tech Report prepared by *Atomico* in partnership with *Slush* and Orrick and support from Silicon Valley Bank, 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

\$250 million Series G financing

*Company Counsel*

## Lilium

\$275 million financing round

*Company Counsel*

## auxmoney

€150 million financing round

*Company Counsel*

## Revolut

\$250 million Series C financing

*Company Counsel*

## Stripe

\$250 million Series G financing

*Company Counsel*

## WE ADVISE TECH COMPANIES AT ALL STAGES:

**20%** of all **\$1 billion+ unicorns**  
in the U.S. and UK markets

**6** of the world's biggest **tech companies**

In 2019, advised on more than **970 VC financings** valued at **over \$18.9 billion** for companies based in **45** 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, 2018 and 2019 runner-up.

## INNOVATION @ORRICK

As one of the world's most innovative and forward-thinking law firms, Orrick is constantly looking at ways to improve the delivery of legal services and deliver greater value to clients



## ORRICK LABS

Powering Innovation

Dedicated in-house team of technologists focused on creating leading-edge legal service solutions to enhance quality, security and efficiency



## Orrick Analytics

Bringing state-of-the-art technology and statistical analysis to litigation and transactional services

## Improving Project Management for FIs

Built an online project dashboard and created a "playbook" to draft and negotiate agreements for hundreds of trades

## Cutting Legal Services Costs

Worked with LendingClub to streamline compliance review's and cut volume and cost of legal support by about 50%

## Creating First-of-a-kind-structures

Worked with Mercy Corps to develop the Community Investment Trust enabling low-income residents to invest in local commercial properties for future financial gain



## DIRECT LENDING

Powered by Orrick

Only legal portal for the corporate direct lending community utilizing technology to provide simple solutions to common issues



## LendingClub

Collaborated to streamline compliance reviews and cut client's volume and cost of legal support by about 50%

## Derivatives in Review

Helping clients understand important legal and regulatory developments in the area of derivatives

## Distressed Download

Latest news and industry trends in the distressed debt and restructuring markets



## ORRICK CARES

Communities Worldwide

We share a firm-wide commitment to making a social impact. Our European pro bono and sustainability director has helped our teams provide 5,350 hours in pro bono service in the past year

## INCLUSION & WELLNESS

Inclusiveness is a core value that shapes the way we run our firm. It's part of our daily conversation about investing in talent, staffing our teams and measuring our success

# INNOVATION INSPIRES US.

And we're committed to leading it. We're working to improve legal services delivery.

## WE INNOVATE BY:

IMPROVING WORKFLOW WITH HUMAN-CENTERED DESIGN.

APPLYING ANALYTICS TO LEGAL PROBLEMS.

BRINGING GREATER CERTAINTY TO PRICING.



**INNOVATIVE  
LAWYERS2019**  
EUROPE WINNER

Innovation in Diversity and Inclusion



**INNOVATIVE  
LAWYERS2019**  
NORTH AMERICA WINNER

Legal Products | Streamlined Processes | Technology Adoption | Tailored Solutions

For the fourth year in a row, Orrick has been recognised by the *Financial Times* in its annual **Innovative Lawyers Report Europe** for various projects focused on delivering these innovative solutions. Overall, the Report ranks Orrick among the top five U.S.-origin law firms in Europe.

“Orrick is reimagining how to use data in the delivery of legal services.”

REENA SENGUPTA - RSG CONSULTING

# C. Die Autoren / About the Authors



**Carsten Bernauer**  
Düsseldorf  
cbernauer@orrick.com

Carsten Bernauer ist Counsel im Bereich Technologietransaktionen und M&A. Carsten ist neben der Beratung "klassischer" nationaler und grenzüberschreitender Unternehmens- und Private-Equity-Transaktionen sowie Konzernumstrukturierungen (einschließlich Restrukturierungen im Rahmen von Insolvenzen) insbesondere auch auf die Beratung von Venture-Capital-Finanzierungen und Technologieunternehmen durch alle Wachstumsphasen spezialisiert.

Carsten Bernauer is a counsel in our Tech Transaction and M&A practice. Besides advising on "traditional" national and cross-border corporate and private equity transactions as well as corporate restructurings (including insolvency restructurings), he particularly focuses on venture capital financing and advising technology companies through all growth stages.



**Jonathan Chou**  
New York  
jchou@orrick.com

Jonathan Chou ist Partner im Bereich Technologietransaktionen und berät junge Technologieunternehmen durch alle Wachstumsphasen (von der Konzeption durch die verschiedenen Finanzierungsrunden bis hin zum Exit) sowie Angel, Venture Capital und strategischen Investoren. Jonathan legt besonderen Wert darauf, seine schnell expandierenden Start-ups bei ihren grenzüberschreitenden Bedürfnissen bestmöglich zu begleiten.

Jonathan Chou is a New York-based partner in our Technology Companies Group. He works with technology companies through all stages of their life cycle (from pre-incorporation through financing to exit), and also angel, venture and strategic investors. As the world has gotten smaller, the footprint of Jonathan's practice has correspondingly expanded with respect to cross-border transactions and technology clients with multi-jurisdictional needs.



**Carsten Engelings**  
Düsseldorf  
cengelings@orrick.com

Carsten Engelings ist Associate im Bereich Steuern. Er berät deutsche und internationale Mandanten in deutschen Steuer- und Buchhaltungsfragen. Hauptaugenmerk liegt auf Unternehmenstransaktionen, Restrukturierungen und Incentivierungsprogrammen.

Carsten Engelings is an associate in the firm's tax group. He advises German and international clients on German tax and accounting issues. His main focus lies on corporate transactions, restructuring and incentive programs.



**Lars Garling**  
Düsseldorf  
lgarling@orrick.com

Lars Garling ist Associate im Bereich Corporate sowie M&A und Private Equity. Er berät deutsche und internationale Mandanten in allen Fragen des Gesellschaftsrechts. Sein Schwerpunkt liegt auf inländischen und grenzüberschreitenden M&A- und Venture-Capital-Transaktionen.

Lars Garling is an associate in our M&A and Private Equity practice group. Lars advises German and international clients in all aspects of corporate law. His focus lies on domestic and cross-border M&A and Venture Capital transactions.



**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 (Financial Times, JUVE, Handelsblatt/BestLawyers, Legal500). Das Fachmagazin JUVE zählt Sven zu den 20 führenden Venture-Capital-Beratern in Deutschland.

Dr. Sven Greulich LL.M. (Cantabur) 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 (Financial Times, JUVE, Handelsblatt/BestLawyers, Legal500). The leading journal JUVE lists Sven as one of the Top 20 venture capital advisors in Germany.



**Christine Kaniak**  
Munich  
ckaniak@orrick.com

Christine Kaniak, LL.M. (Waikato) ist Partnerin im Finance-Team von Orrick. Christine berät zu "klassischen" Akquisitionsfinanzierungen und bei Restrukturierungen sowie zu verschiedenen Debt- und Equity-Finanzierungen im Technologie- und Venture-Bereich.

Christine Kaniak, LL.M. (Waikato) is a partner in our finance team. She advises on acquisition financings and restructurings but also on debt and equity financings in the tech and venture ecosystem.





**Onur Öztürk**

Düsseldorf

ooeztuerk@orrick.com

Onur Öztürk ist Managing Associate im Bereich Corporate sowie M&A und Private Equity. Er berät deutsche und internationale Mandanten in allen Fragen des Gesellschaftsrechts. Sein Schwerpunkt liegt auf inländischen und grenzüberschreitenden M&A- und Venture-Capital-Transaktionen. Onur hat zahlreiche deutsche Start-ups bei Flip-Transaktionen in die USA beraten, insbesondere solche, die vom Y-Combinator in sein Programm aufgenommen wurden.

Onur Öztürk is a managing associate in our M&A and Private Equity practice group. Onur advises German and international clients in all aspects of corporate law. His focus lies on domestic and cross-border M&A and Venture Capital transactions. Onur has worked with numerous German start-ups on their flip transactions, in particular with German start-ups that had been accepted into the Y-Combinator program.



**Scott Porter**

San Francisco

sporter@orrick.com

Scott Porter ist Practice Support Counsel in unserer Corporate Group. Er koordiniert aus unserem Büro in San Francisco heraus, anspruchsvolle Know-how Management Projekte und die Erstellung relevanter Studien für Orrick und unsere Mandanten.

Scott Porter is practice support counsel in our Corporate Group. Based in our San Francisco office, he coordinates knowledge management and insight materials for the group and our clients.



**Johannes Rüberg**

Düsseldorf

jrueberg@orrick.com

Dr. Johannes Rüberg ist Senior Associate im Bereich Technologietransaktionen und M&A. Johannes ist insbesondere auf die Beratung junger Unternehmen und ihrer Investoren von der Gründung, über mehrere Finanzierungsrunden bis zu ihrem Exit spezialisiert.

Dr. Johannes Rüberg is a senior associate in the Technology Transaction and M&A practice and focusses in particular on advising technology companies and their investors from incorporation through financings to exit transactions.



**Stefan Schultes-Schnitzlein**

Düsseldorf

sschnitzlein@orrick.com

Dr. Stefan Schultes-Schnitzlein ist Partner im Bereich Steuern und betreut seit ca. 15 Jahren schwerpunktmäßig Investitionen in Unternehmen, Unternehmenskäufe und -verkäufe sowie Restrukturierungen. Dabei gewinnt die Beratung von Wachstumsunternehmen und ihrer Gründer und Investoren auf beiden Seiten des Atlantiks stetig an Bedeutung.

Dr. Stefan Schultes-Schnitzlein is 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.

# PREVIOUS GUIDES IN THIS SERIES



## OLNS #1 – Venture Debt for Tech Companies

May 2019

Venture Debt is a potentially attractive complement to equity financings for business start-ups that already have strong investors on board.

It is a highly flexible instrument with very little dilutive effect for founders and existing investors.

OLNS#1 focuses on Venture Debt and includes practical tips and legal considerations based on years of experience counselling high-growth companies and their investors across the globe.

Topics include:

- What is Venture Debt
- Advantages of Venture Debt Financing
- Disadvantages and Risks of Venture Debt Financing
- Customary Terms and Conditions and Drafting Tips

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 investors often represents the most expensive form of capital. Thus Venture Debt can be very attractive for emerging technology companies.



## OLNS #2 – Convertible Loans for Tech Companies

August 2019

Due to their flexibility and reduced complexity compared to fully-fledged equity financings, convertible loans are an important part of a start-up's financing tool box. In a nutshell: a convertible loan is generally not meant to be repaid, but to be converted into an equity participation in the start-up at a later stage.

OLNS#2 is filled with practical tips for founders and investors alike and comprehensively presents all the essentials you need to know about convertible loans, including:

- Advantages and Disadvantages of a Convertible Loan Financing
- Material Terms and Conditions of a Convertible Loan Agreement and Drafting Tips
- Convertible Loans and Notarization
- Tax Considerations (Germany)
- Public Subsidy Programs for Convertible Loan Agreements
- SAFEs

Convertible loans belong to the group of mezzanine or hybrid financing instruments and are generally not tied to certain stages of the life cycle of the start-up as borrower. Convertible loans must be distinguished from convertible bonds and venture debt financings, the latter of which are described comprehensively in our OLNS#1 Venture Debt for Tech Companies.



## OLNS #3 – Employment Law for Tech Companies

December 2019

Young technology companies are focused on developing their products and bringing VC investors on board. Every euro in the budget counts, personnel is often limited, and legal advice can be expensive. For these reasons, legal issues are not always top of mind. But trial and error with employment law can quickly become expensive for founders and young companies.

OLNS#3 contains employment law must-haves for young technology companies in Germany and key issues for start-ups to watch out for in the U.S. OLNS#3 covers:

- Different staffing options — employees, fixed-term contracts, independent contractors, trainees, working students
- Properly classifying your team members as employees or independent contractors — in Germany and the U.S.
- How to draft your first employment contract (and what to watch out for if you take templates from the Internet)
- The many pitfalls of the oh-so-popular fixed-term contracts
- When you can use DocuSign (and when not)
- How to use the probationary period wisely (and to properly prepare dismissals if things don't work out)
- How to use non-competes and retention payments to protect the company's know-how

We have many years of experience helping German and international technology companies at every stage of the life cycle — from hiring their first employees, through several financing rounds, to IPO.

ACCESS THEM HERE:

<https://www.orrick.com/en/Practices/Orrick-Legal-Ninja-Series-OLNS>



## OLNS #4 – Corporate Venture Capital

March 2020

Corporates are under massive pressure to innovate to compete with new disruptive technologies and a successful CVC program offers more than capital – access to company resources and commercial opportunities are key features that justify CVC's prominence. This guide serves to share best practices for corporates and start-ups participating in the CVC ecosystem and also to ask important questions that will shape future direction.

OLNS#4 is filled with practical tips for corporates and founders alike and comprehensively presents CVC motives, success factors, incentive schemes and tips for agreements, including:

- Forms of corporate venturing and its dual focus – learning vs. earning
- Current landscape and trends
- Benefits and downsides of CVC from both the corporate's and the start-up's perspective
- How to organize CVC activities, main challenges and common mistakes
- What to look for when hiring external VC and CVC talent
- Incentive schemes
- Cooperating with the corporate's other business units
- Sourcing and making deals
- The in-house legal team's role and the investment playbook
- Special deal terms for CVC investments and compliance considerations



## OLNS #5 – Venture Financings in the Wake of the Black Swan

April 2020

Headed into 2020, start-ups accustomed to easy venture capital ("VC") dollars already faced leaner times, with VC funding having already cooled in Q4/2019. And then along came COVID-19...When you consider the shock waves this pandemic sent around the globe, how it sent the capital markets into chaos and affected both the demand as well as the supply side of almost every industry in every major economy around the globe, the current situation looks like a "perfect storm."

OLNS#5 contains some of our observations on the most recent developments in venture financings and gives guidance for fundraising in (historically) uncertain times, including:

- Brief overview of the current fundraising environment
- Lessons learned from the last two tech crashes
- Potential impact of the COVID-19 crisis on CVC investors
- Likely changes in deal terms and structural elements of financings
- Employee participation programs



## OLNS #6 – Leading Tech Companies Through a Downturn

May 2020

Downturns can be challenging for any company, but the current COVID-19 pandemic shows once more (as the financial crisis did in 2008 and 2009) that the effects of such a crisis on start-ups can be particularly severe. Collapsing investments and loss of sales can quickly become a threat to their existence, and founders must react quickly and effectively to the multiple challenges they are facing such as: What obligations of the start-ups must its managing directors monitor in a downturn? Which personal liability risks are involved? What happens to the employees and how do you deal with a potential loss of workflow, disrupted supply chains, unpaid invoices and the looming threat of insolvency?

These are only some of the questions that founders have to deal with in the current, and in any other economic crisis. Therefore, following OLNS#5, that focuses on the challenges of raising venture financing in the wake of the COVID-19 pandemic, OLNS#6 gives a comprehensive overview of some of the most important topics that start-ups and founders may need to deal with during a downturn and, of course, especially in the current COVID-19 pandemic. It remains to be seen what damage this crisis will actually leave behind, but one thing is clear: as with every economic crisis, once we are through this, there will be a new era with new opportunities. With this Guide, we therefore want to demonstrate how start-ups and founders can get prepared for after the crisis and thus invest in their future.

## OTHER ORRICK GUIDES THAT MAY INTEREST YOU



Our comprehensive **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 meanwhile 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.

## **Danksagungen / Acknowledgements**

Die Autoren danken Lars Wöhning und Justine Koston aus dem Know-how-Team von Orrick für ihre wertvollen Beiträge zu dieser Publikation. Sie sind weiterhin Andreas Gerhards vom Business-Development-Team, Dean Skibinski und Nuno Teixeira aus Orricks Design-Team sowie den wissenschaftlichen Mitarbeitern Melvin John, Yannick Witt und Firat-Volkan Akdogan für die wertvolle Hilfestellung und Unterstützung bei der Erstellung, graphischen Umsetzung und Produktion der neuesten Ausgabe der Orrick Legal Ninja Series dankbar.

The authors wish to acknowledge the valuable contribution of Lars Wöhning and Justine Koston from Orrick's research team. They are also thankful to Andreas Gerhards from Orrick's business development team, Dean Skibinski and Nuno Teixeira from Orrick's creative team as well as research assistants Yannick Witt and Firat-Volkan Akdogan for their contributions to the writing, editing, design and production of this latest edition of the Orrick Legal Ninja Series.



---

## IHR ANSPRECHPARTNER YOUR CONTACT

Dr. Sven Greulich, LL.M. (Cantabur) EMBA

T +49 211 3678 7261

sgreulich@orrick.com

---

## 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](https://www.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.

©2020 Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP. All rights reserved.

