

# 1 Die Akteure

Zwar mag es den Anschein haben, als würden sich am Finanzierungsspiel nur zwei Akteure beteiligen – der Unternehmer und der VC-Geber –, aber oft sind noch andere Parteien involviert, darunter Business Angels, Anwälte, Steuerberater und Wirtschaftsprüfer sowie Mentoren. Jeder Unternehmer, dessen Gesellschaft seit der Gründung mehrere Finanzierungsphasen durchlaufen hat, weiß, dass die Anzahl der beteiligten Personen schnell unkontrolliert in die Höhe schnellen kann. Das passiert vor allem dann, wenn nicht klar ist, wer in welcher Phase die Entscheidungen trifft. Die Erfahrung, die Motivation und der Einfluss jedes Einzelnen bei einer Finanzierung variieren stark und das kann seltsame Auswirkungen haben. Beginnen wir unsere Entdeckungsreise durch den Dschungel der VC-Finanzierungen damit, dass wir uns jeden einzelnen der Akteure und die ihn jeweils antreibenden Motive ansehen.

## Der Unternehmer

Nicht alle Investoren, Banker, Anwälte und sonstigen Berater realisieren das, aber der Gründer ist das Zentrum des unternehmerischen Universums. Ohne ihn gäbe es keine Term Sheets und keine Start-up-Szene.

In diesem Buch verwenden wir die Begriffe *Unternehmer (Entrepreneur)* und *Gründer (Founder)* gleichwertig. Während einige Unternehmen nur einen Gründer haben, haben andere zwei, drei oder noch mehr. Manchmal sind diese Mitgründer untereinander gleichberechtigt, manchmal nicht. Egal wie viele es sind, jeder von ihnen hat eine Schlüsselrolle bei der Gründung des Unternehmens und jeder Finanzierung, die ansteht. – Umgekehrt gibt es Gründer, die bereits mehrere Unternehmen gegründet und (teilweise) wieder verkauft haben. Sie bezeichnet man als *Seriengründer (Serial Entrepreneur)*.

Gründer sollten auf keinen Fall ihre Rolle bei einer Finanzierung an Anwälte outsourcen. Es gibt viele Verhandlungspunkte, die nur der Unternehmer klären kann. Auch wenn Sie sich einen fantastischen Anwalt nehmen, der alles weiß, beachten Sie bitte, dass Sie Schwierigkeiten bekommen, wenn Ihr Anwalt und Ihr zukünftiger Investor sich nicht mögen, denn die Art, wie der Anwalt sich gibt, fällt direkt auf Sie zurück. Wenn Sie der Unternehmer sind, sollten Sie den Prozess lenken und kontrollieren.

Das Verhältnis unter den Gründern ist zu Beginn des Lebenszyklus eines Unternehmens fast immer gut. Wenn nicht, sind das Term Sheet und entsprechende Finanzierungen wahrscheinlich ihr kleinstes Problem. Mit der Zeit können sich Beziehungen zwischen Mitgründern allerdings abnutzen. Viele Faktoren sind dafür verantwortlich: Stress im Unternehmen, fehlende Kompetenz, unterschiedliche Persönlichkeiten oder aber veränderte Lebensumstände wie ein neuer Partner oder Kinder.

Wenn dieser Fall eintritt, verlassen häufig ein oder mehrere Gründer das Unternehmen. Das kann im Guten auseinandergehen oder nicht, und erfahrene Investoren wissen, dass man für solche Ereignisse idealerweise Vorkehrungen trifft, und versuchen deshalb, entsprechende Regelungen zu definieren. Investoren versuchen häufig, Gründer voreinander zu schützen, indem sie sicherstellen, dass eine Trennung sauber abgewickelt werden kann, ohne das Unternehmen noch mehr zu spalten, als es der Weggang eines der Gründungsmitglieder ohnehin tut.

Diese Dynamik behandeln wir mit Begriffen wie »Vesting« sowie *Mitverkaufsrechten und -pflichten*. Wir erörtern sowohl die Perspektive des Investors als auch die des Unternehmers. Sie werden sehen, dass wir uns mit beidem intensiv befasst haben und stark bemüht waren, einen ausgewogenen Ansatz zu finden. Wir haben auf beiden Seiten viel schlechtes Benehmen gesehen und sprechen Klartext zu diesen schwierigen Themen.

## Der Venture Capitalist (VC)

Der *Venture Capitalist* oder einfach nur der »VC« ist der nächste Mitspieler im Term-Sheet-Spiel. Es gibt ihn in vielen Formen, Größen und Erfahrungsniveaus. Die meisten (aber nicht alle) sind unternehmerfreundlich, aber viele werden den Erwartungen nicht gerecht. Erste Anzeichen dafür zeigen sich oft schon während der Term-Sheet-Verhandlungen.

Venture-Capital-Gesellschaften haben ihre eigenen Hierarchien, die ein Unternehmer verstehen muss. Weiter hinten im Buch tauchen wir in all die tiefen, dunklen Geheimnisse der Motivation der VCs ein, schauen uns an, wie sie vergütet und wie sie incentiviert werden. An dieser Stelle interessieren uns aber die hinter den VCs stehenden Menschen.

Die oberste Position in der Hierarchie eines Venture-Capital-Gebers nennt sich meistens *Managing Director* (was einem Geschäftsführer entspricht) oder *Partner* (was einem – oft persönlich haftenden – Gesellschafter entspricht). Da die Venture-Capital-Branche sehr international organisiert und sehr stark anglo-amerikanisch geprägt ist, verwendet man regelmäßig international gebräuchliche Begriffe aus dem Englischen. In manchen Fällen wird der Titel des Managing Directors etwas abgeändert, etwa zu *Executive Managing Director* und der des Partners beispielsweise zu *Founding General Partner*, um die Bedeutung dieser Person im Verhältnis zu den anderen Geschäftsführern oder Gesellschaftern hervorzuheben. Diese VCs treffen finale Investment-Entscheidungen oder sitzen im *Beirat* der Gesellschaften, in die sie investieren.

Partner können tatsächlich Gesellschafter sein, sie sind es aber nicht immer. Viele VCs haben heutzutage Visitenkarten, auf denen »Partner« steht, obwohl sie keine Gesellschafter des VCs sind. Oft handelt es sich um junge *Deal Professionals* (häufig auch bezeichnet als *Principals* oder *Directors*). Manchmal sind sie aber auch nur

in bestimmte Teilbereiche des Finanzierungsprozesses eingebunden, zum Beispiel das *Deal Sourcing* oder die *Due Diligence*. In manchen Gesellschaften, die als *Full-Stack-VC* beschrieben werden, sind sie bei den VCs in vielerlei Hinsicht aktiv, bei Stellenbesetzungen, im operativen Geschäft, im Technologiebereich, im Vertrieb oder Marketing, sie sind aber keine Entscheider im Investmentprozess. Manche VCs geben jedem einen »Partner«-Titel, egal ob er Entscheidungsbefugnis hat oder nicht. Das ist ein alter Investmentbanker-Trick (wo jeder mindestens ein Vice President ist), um die Grenzen zwischen den Gesellschaftern und Nicht-Gesellschaftern zu verwischen, sodass Unternehmer (und andere Gesprächspartner) nicht genau wissen, mit welcher Führungsebene sie es zu tun haben. Wir bei Foundry Group sind dessen überdrüssig geworden und nennen nun jeden Entscheider »Partner«, unabhängig von seinem Führungsgrad und Gesellschafterstatus.

Alles klar? Ausgezeichnet. Als Gründer sollten Sie selbst prüfen, mit wem Sie bei einem Unternehmen sprechen. Finden Sie heraus, ob die Leute, mit denen Sie Ihre Zeit verbringen, die Entscheidungsbefugnis haben, Ihrem Unternehmen das gewünschte Investment zu beschaffen. Und obwohl wir die Begriffe »Managing Director« und »Partner« in diesem Buch für die ranghöchsten Personen bei einem VC-Geber verwenden, machen Sie sich bitte bewusst, dass ihre Titel im wahren Leben einfach nur »Gesellschafter« bedeuten könnten. Oder auch nicht.

Der Principal oder Director ist meistens eine Stufe unter den Managing Directors oder den Partnern. Das sind junge Deal Professionals, die auf der Karriereleiter nach oben klettern wollen, mit dem Ziel, eines Tages Managing Director zu werden. Sie haben meistens etwas Verantwortung, brauchen aber immer die Unterstützung eines Managing Directors, um bei dem VC die Zustimmung zu einem Deal zu erhalten.

*Associates* sind typischerweise keine Partner, die im Venture-Fonds den Investmentprozess leiten und dafür verantwortlich sind, dass ein Unternehmen tatsächlich eine Finanzierung erhält. Stattdessen arbeiten sie direkt einem oder mehreren Partnern zu, meistens dem Managing Director, und erledigen viele weitere Aufgaben, darunter das Ausschauhalten nach neuen Investments, die Unterstützung bei der Due Diligence in einem laufenden Deal oder das Verfassen endloser interner Memos über mögliche Beteiligungen. Sie verbringen vermutlich auch die meiste Zeit mit dem *Capitalization Table* (auch als *Cap Table* bekannt), also der Tabelle, in der die rechtlichen und wirtschaftlichen Beteiligungsverhältnisse an dem Unternehmen dargestellt sind. Viele VC-Geber haben ein etwa zweijähriges Associate-Programm, danach verlässt der Associate in der Regel den VC, um für ein Portfoliounternehmen zu arbeiten, einen MBA-Studiengang zu absolvieren oder sein eigenes Unternehmen zu gründen. Ab und zu werden Top-Associates direkt zu Principals befördert.

*Analysten* stehen in der Hierarchie ganz unten. Sie sind Neulinge, die für gewöhnlich frisch von der Universität kommen, in einem Zimmer ohne Fenster am hinteren Ende des Ganges weit weg von allen anderen sitzen, mit Zahlen jonglieren und Memos verfassen. In manchen VC-Gesellschaften spielen Analysten und Associates eine ähnliche

Rolle und haben vergleichbare Aufgaben; in anderen sind die Associates näher an den laufenden Deals dran. Unabhängig davon sind Analysten meist sehr kluge Köpfe mit für gewöhnlich sehr begrenztem Einfluss und sehr begrenzter Verantwortung.

Manche Gesellschaften, vor allem größere, verfügen über verschiedene *Venture Partners* oder *Operating Partners* (beziehungsweise *Operative Partner*). Das sind meistens erfahrene Unternehmer, die in Teilzeit für den VC-Geber arbeiten. Sie können einen Deal aushandeln, brauchen häufig aber die ausdrückliche Zustimmung eines Managing Directors, um das Geschäft abzuschließen. Bei manchen VC-Gesellschaften sind die Operativen Partner nicht an den Deals beteiligt, nehmen bei der Verwaltung des Investments aber eine aktive Rolle im Beirat oder sogar in der Geschäftsführung ein.

Ein *Entrepreneur in Residence* (EIR) ist ebenfalls ein Teilzeitmitarbeiter der VC-Gesellschaft. EIRs sind erfahrene Unternehmer, die interimweise für einen VC-Geber tätig sind, meistens für etwa ein Jahr, während sie am Aufbau ihres neuen Unternehmens arbeiten. Während dieser Zeit als EIR helfen sie dem VC in der Regel bei der Anbahnung neuer Finanzierungen, der Due Diligence oder beim Networking. Manche VCs bezahlen ihre EIRs, andere gewähren ihnen lediglich etwas Bürofläche sowie die stillschweigend inbegriffene Zusage, in ihr nächstes Unternehmen zu investieren.

Bei kleineren VCs haben Sie es vielleicht nur mit Managing Directors zu tun. Bei unserer Gesellschaft haben wir zum Beispiel sechs Partner (früher hießen sie Managing Director), von denen jeder dieselbe Verantwortung, die gleiche Befugnis und denselben Einfluss hat. Bei großen Gesellschaften haben Sie es mit vielen Managing Partners, Principals, Associates, Analysten, Venture Partners, Operativen Partnern, EIRs und Leuten mit anderen Titeln zu tun. Seit der ersten Auflage dieses Buchs 2011 gab es eine inflationäre Zunahme an Titeln in VC-Gesellschaften: Ein Angestellter, der damals den Titel Associate führte, könnte heute als Partner bezeichnet werden.

Jeder Unternehmer sollte zu dem VC recherchieren, mit dem er gerade in Verhandlungen steht. So weiß er, mit wem er es zu tun hat, welche Entscheidungsbefugnisse die betreffende Person hat und welches Prozedere sie durchlaufen muss, um die interne Zustimmung für ein Investment zu erhalten. Die beste Quelle für derartige Informationen sind andere Unternehmer, die in der Vergangenheit mit dieser VC-Gesellschaft zusammengearbeitet haben. Daneben werden Sie überrascht sein, wie viele solcher Informationen über den VC Sie auf dessen Website finden können. Wenn das alles nicht reicht, können Sie immer noch den VC selbst danach fragen, welche Strukturen bei ihm bestehen. Allerdings: Je niedriger Ihr Ansprechpartner in der Hierarchie des VCs steht, desto ungenauer werden die Informationen sein, die Sie erhalten.

### Die Unternehmerperspektive

Managing Directors oder Partner geben bei einer Venture-Capital-Gesellschaft vor, wo es langgeht. Wenn Sie es mit einem anderen Mitarbeiter zu tun haben, der den Deal mit Ihnen aushandelt (Associate, Senior Associate, Principal, Venture Partner oder EIR), behandeln Sie ihn sehr respektvoll, bestehen Sie aber darauf, einen direkten Kontakt zu einem Managing Director oder Partner zu bekommen. Bei allen anderen ist nicht sicher, ob sie langfristig für den VC tätig sein werden. Die Managing Directors und die Partner sind diejenigen, auf die es ankommt – sie treffen die Entscheidungen über die Finanzierung Ihres Unternehmens.

## Die Nomenklatur der Finanzierungsrunde

Neben den unterschiedlichen Menschen, die bei einer Venture-Gesellschaft arbeiten, gibt es auch verschiedene Arten von Venture-Gesellschaften. Wenn Sie die unterschiedlichen Typen von VC-Gebern kennen und verstanden haben, können Sie sich für Ihr *Fundraising*, also für Ihre Suche nach Kapital, die richtigen herausuchen.

Die meisten VC-Gesellschaften definieren sich selbst durch die Phase der Finanzierung, in der sie investieren. Vielleicht haben Sie schon von verschiedenen Buchstaben gehört, die mit den Finanzierungsrunden zusammenhängen: Serie A, Serie B, Serie B Prime, Serie G, Serie Seed, und sogar Serie Pre-Seed. Sie werden von Serie-B-2-Runden und Serie-D-3-Runden hören. Venture Capital zeichnet sich durch ständig wechselnde Finanzierungszyklen aus. Was heute angesagt ist, kann morgen schon ein alter Hut sein. So wie sich der Markt verändert, ist die Rede vom »Series A Crunch« oder »Series B Crunch«, oder es heißt: »Serie A ist die neue Serie B«. Was bedeutet das alles? Nachdem viele das Unternehmertum betreffende Dinge sehr dynamisch sind, finden Sie das am besten bei einer Google-Suche heraus (oder Sie suchen mit Bing, wenn Sie unbedingt darauf bestehen). Berücksichtigen Sie einfach, dass sich die Zeiten ändern – und mit ihnen die Bezeichnungen.

Hinter diesen Bezeichnungen steckt weder Zauberei, noch sind sie gesetzlich definiert. Wir würden sie lieber nach Wanderwegen in Boulder benennen, aber das würde zu viele Leute verwirren, also bleiben wir bei den Buchstaben. Früher war die *Serie-A-Finanzierung* die erste Finanzierungsrunde, Serie B die zweite und Serie C die dritte. Nach Serie C kam oft Serie D. Sie haben das Prinzip verstanden.

Irgendwann beschlossen Investoren, die sehr früh einstiegen, was auch als *Seed-Runde* oder *Serie-Seed-Finanzierung* bezeichnet wird, dass es vor dem A noch einen weiteren Buchstaben geben sollte. Da es diesen nicht gibt, wurde begonnen, diese Runde als Seed-Runde, also die Phase des Säens (von englisch »to seed«, zu Deutsch: säen), zu bezeichnen. Wir fanden es immer völlig in Ordnung, diese Runde Serie A zu nennen. Die neue Benennung entstand, als eine Reihe von VC-Gesellschaften Seed-Investments tätigte. Gleichzeitig ließen viele der Venture-Geber, die sich vorher als Serie-A-(oder

Erstrunden-)Investoren gesehen hatten, diese neu hinzukommenden Investoren die erste Runde finanzieren. Die anderen Venture-Geber wollten sich aber weiterhin als Frühphaseninvestoren oder *Early-Stage-Investoren* sehen und so wurde die ehemalige Serie A zur Serie Seed und die vorherige Serie B wurde von nun an Serie A genannt. Heute ist sogar von *Pre-Seed-Runden* die Rede, was zum Ausdruck bringen soll, dass diese noch vor der Seed-Runde stattfinden.

Beachten Sie auch, dass Finanzierungsrunden für VCs unattraktiv werden, wenn der Buchstabe im Alphabet zu weit hinten steht. Wenn Sie eine Serie-K-Runde machen, wird der VC sich als Erstes fragen, was mit Ihnen nicht stimmt. Da immer mehr Runden zu denselben vertraglichen Bedingungen erfolgen wie die Vorrunde und nur die Bewertung eine andere ist, wurde die Bezeichnung der Runde um Ziffern erweitert. Wenn dieselben Investoren, die zuvor 10 Millionen Euro im Rahmen der Serie B investiert haben, dem Unternehmen zu denselben vertraglichen Bedingungen, aber einer anderen Bewertung weitere 5 Millionen anboten, wurde daraus Serie B-1. Wenn noch mal 5 Millionen in dieses Unternehmen zu denselben vertraglichen Bedingungen und wiederum basierend auf einer anderen Bewertung investiert wurden, nannte sich das Serie B-2. Und wenn ein neuer VC bei der nächsten 22-Millionen-Finanzierungsrunde als Lead-Investor einstieg, ergab sich schließlich Serie C – und nicht Serie E, wie dies der Fall gewesen wäre, hätte man B-1 als C und B-2 als D bezeichnet.

Das Labeln der Runden kann kompliziert sein, es bedarf aber einer gemeinsamen Sprache, um zu definieren, in welcher Finanzierungsphase sich ein Unternehmen befindet. Nur so können Sie wissen, welcher VC bei einer bestimmten Finanzierungsrunde als Investor in Betracht kommt. Allgemein gesagt, befinden sich Pre-Seed-, Seed- und Serie-A-Unternehmen in der Frühphase, Serie B, C und D in der mittleren Phase oder Wachstumsphase (auch *Second Stage* genannt) und Serie E et cetera in der Spätphase (auch *Later Stage* genannt). Die Grenzen der einzelnen Phasen sind oft fließend.

## Verschiedene Typen von Venture-Capital-Fonds

Nachdem wir nun die Systematik hinter den Bezeichnungen der Finanzierungsrunden kennengelernt haben, können wir der Frage nachgehen, welche Typen von VC-Gebern in welcher Runde der Finanzierung investieren.

Ein *Micro-VC-Fonds* ist eine kleine Venture-Gesellschaft, die oft nur einen Partner hat. Viele dieser Partner begannen als *Business Angels* (über die wir im nächsten Abschnitt sprechen). Nachdem sie damit einen gewissen Erfolg hatten, setzten sie einen Fonds auf, um das Geld anderer Leute sowie ihr eigenes zu investieren. Die Größe dieser Fonds variiert, meistens liegt das Volumen aber unter 15 Millionen Euro. Diese VCs investieren fast ausnahmslos im Seed- und Frühstadium, oft gemeinsam mit anderen Micro-VC-Gesellschaften, Business Angels oder *Friends-and-Family-Investoren*.

*Seed-Phasen-Fonds* sind meistens größer als ein Micro-VC und können ein Fondsvolumen von bis zu 150 Millionen Euro erreichen. Ihr Ziel ist es, der erste institutionelle Investor eines Unternehmens zu sein, und sie finanzieren selten nach der Serie-A-Runde. Mit Beteiligung des Seed-Phasen-Fonds wird in einem Unternehmen oft zum ersten Mal ein Beirat eingerichtet und natürlich stellt der Seed-VC ein Beiratsmitglied. Also Augen auf, denn diese Beziehung geht über ein reines Investment hinaus.

Dann gibt es da noch die *Frühphasenfonds* (*Early Stage Funds*). Sie sind normalerweise zwischen 100 und 300 Millionen Euro groß und investieren in der Seed-Phase und in Serie-A-Runden. Es kann aber auch vorkommen, dass sie in einer Serie-B-Runde als Lead-Investor auftreten. Oft beteiligen sie sich auch an den späteren Finanzierungsrunden und üben ihr Bezugsrecht pro rata, also entsprechend ihrer Beteiligung an der Gesellschaft, aus – dieses Thema werden wir später noch näher erklären.

*Mittelphasenfonds* (auch *Mid Stage Funds*, *Growth Stage Funds*, *Expansion Stage Funds* oder *Second Stage Funds*) investieren allgemein in Serie-B- und späteren Runden. Diese Fonds werden oft *Wachstumsinvestoren* (*Growth Investors*) genannt, da ihr Investment zu einem Zeitpunkt erfolgt, an dem das Unternehmen bereits läuft, jetzt aber weiteres Kapital braucht, um sein Wachstum zu beschleunigen oder beizubehalten. Diese Fonds haben üblicherweise ein Volumen von etwa 200 Millionen bis 1 Milliarde Euro.

*Spätphasenfonds* (*Late Stage Funds*) kommen ins Spiel, wenn ein Unternehmen ein bereits erfolgreiches und eigenständiges Geschäftsmodell vorweisen kann. Häufig stellen sie die letzte Finanzierung vor einem anstehenden Börsengang (*Initial Public Offering*, kurz: *IPO*). Zu dieser Gruppe gehören speziell als Spätphasenfonds aufgesetzte Investoren, aber auch Hedgefonds, Crossover-Investoren, die eigentlich vorrangig in börsennotierte Unternehmen investieren, Fonds großer Banken oder Staatsfonds.

Wie alles in der VC-Welt kann man die einzelnen Venture-Fonds nicht pauschal in eine bestimmte Schublade stecken. Manche Milliardenfonds haben Frühphasenprogramme und investieren in junge Unternehmen. Andere VCs leiten mehrere Fonds und finanzieren damit verschiedene Phasen eines Unternehmens. Bei Foundry Group haben wir traditionell Frühphasenfonds (Serie Seed, Serie A, manchmal Serie B) und davon getrennt Fonds für spätere Phasen, die vor allem in Wachstumsrunden investieren, so wie dies auch Mittelphasenfonds tun. Momentan legen wir gerade einen Fonds auf, der quer durch alle Phasen investiert.

Manche Venture-Geber haben für die einzelnen Investmentphasen spezielle Programme oder Partner, während andere ohne klare Abgrenzung parallel zum Lebenszyklus eines Unternehmens investieren. Bei einigen – bei uns zum Beispiel – gibt es keine interne Spezialisierung und alle Partner arbeiten an vergleichbaren Projekten.

Sie sollten unbedingt sicherstellen, dass Sie gezielt diejenigen Kapitalgeber ansprechen, die für eine Finanzierung Ihrer Unternehmensphase infrage kommen. Machen Sie nicht den Anfängerfehler, Energie auf die Ansprache von Investoren zu verschwenden, die für die bei Ihnen gerade anstehende Finanzierungsrunde nicht infrage kommen, weil sie in Unternehmen in einem solchen Entwicklungsstadium generell nicht investieren.



## Der Business Angel

Zusätzlich zu den institutionellen VCs gehören zu Ihrem Investorenkreis eventuell auch Einzelpersonen. Sie werden meist als *Business Angels* bezeichnet. Diese Angels sind oft die wichtigste Quelle für Seed- und Frühphaseninvestments und gerade in der ersten Investmentrunde regelmäßig sehr aktiv. Dabei kann es sich um professionelle Investoren, erfolgreiche Unternehmer, Freunde oder Familienmitglieder handeln.

Viele VCs fühlen sich sehr wohl dabei, Seite an Seite mit Business Angels zu investieren, und ermutigen sie häufig dazu, sich in der frühen Phase eines Unternehmens auch aktiv in das Tagesgeschäft einzubringen. Das führt dazu, dass Business Angels ein wesentlicher Bestandteil in diesem Finanzierungsspiel sind. Jedoch sind nicht alle Business Angels gleich und nicht alle VCs haben dieselben Ansichten wie die Business Angels.

Zwar kommen Business Angels grundsätzlich in jedem Stadium als Investoren infrage, üblicherweise investieren sie aber nur in der Frühphase und nehmen an späteren Runden nicht mehr teil. Wenn alles glattläuft, ist das auch kein Thema. Wenn aber die Erfolge des Unternehmens ausbleiben und sich die Anschlussfinanzierung schwierig gestaltet, kann die Teilnahme der Business Angels bei zukünftigen Finanzierungsrunden wieder relevant werden. Einige der Begriffe, die wir im Buch besprechen, wie *Pay-to-Play* oder Mitveräußerungspflichten, sollen den VCs im Verlauf von solchen schwierigen Finanzierungsrunden einen Hebel geben, um Business Angels (und andere VC-Investoren) zu einem bestimmten Verhalten zu bewegen.

Üblicherweise handelt es sich bei Business Angels um vermögende Privatpersonen (auch *High-Net-Worth Individuals* genannt). Es gibt aber auch Ausnahmen. Einige Business Angels sind äußerst aktiv und machen sehr viele kleine Investments – sie werden auch *Super Angels* genannt. Regelmäßig handelt es sich dabei um erfahrene Unternehmer, die mit eigenen Unternehmen bereits einen oder mehrere *Exits* hinter sich haben und die ihr Geld in junge Start-ups investieren möchten. Meistens sind Super Angels in der Unternehmerszene gut vernetzt und können dadurch für Frühphasenunternehmen eine große Hilfe sein.

Je öfter Super Angels investieren, desto häufiger bitten sie Freunde, andere Unternehmer oder andere institutionelle Investoren um Kapital. In einer solchen Situation gründet der Super Angel häufig einen Fonds, vergleichbar einem VC-Fonds, und wird so zu einem Micro-VC. Zwar sehen sich solche Micro-VCs lieber als Business Angels denn als echte Venture-Capital-Fonds. Sobald sie jedoch Geld von anderen Leuten eingesammelt haben, um dieses in andere Unternehmen zu investieren, unterliegen sie ihren Investoren gegenüber denselben treuhänderischen Pflichten, die ein VC hat. Auch können bestimmte kapitalmarktrechtliche Vorschriften auf sie anwendbar sein. Im Ergebnis sind Micro-VCs daher auch einfach nur VCs wie alle anderen.



Machen Sie sich eines bewusst: Genauso wie es nicht *den* Gründer oder *den* VC gibt, existiert auch nicht *der* eine Archetyp eines Business Angels. Alle in einen Topf zu werfen und als homogene Gruppe anzusehen, kann gefährlich sein. Gehen Sie nie davon aus, dass diese Leute gleich ticken. Sie haben alle ihre eigenen Motivationen, Vorgaben, Erfahrungen und Ansprüche. Die individuellen Eigenschaften eines Business Angels definieren die mit Ihnen bestehende Geschäftsbeziehung – und das weit über die ausverhandelten Vertragsbedingungen hinaus.

### Die Unternehmerperspektive

Lassen Sie sich nicht durch Business Angels in Geiselschaft nehmen. Sie sind wichtig, aber selten geeignet, die Richtung eines Unternehmens vorzugeben. Wenn der Kreis Ihrer Business Angels eine diffuse Gruppe aus Freunden und Familie ist, sollten Sie die Gründung einer Zweckgesellschaft, zum Beispiel in der Rechtsform einer GbR, in Erwägung ziehen. Diese Zweckgesellschaft dient als Sammelbecken für alle kleineren Investoren und wird von einer Person kontrolliert, die gleichzeitig Ihr Ansprechpartner ist. 75 Unterschriften einzuholen, wenn Sie eine Finanzierung realisieren oder das Unternehmen verkaufen wollen, macht keinen Spaß.

Zudem müssen Sie mit echten Freunden und Familienmitgliedern besonders achtsam kommunizieren. Machen Sie ihnen unmissverständlich klar, dass sie erstens ihr Investment als eine Art Lotterieschein sehen sollten und dass zweitens nicht jeder Urlaub und jede Geburtstagsparty auch ein Investorenmeeting ist.

## Das Konsortium (der Pool)

Einige VCs investieren allein, viele zusammen mit anderen. Schließen sich mehrere Investoren zusammen und üben sie ihre Rechte, vor allem ihre Stimmrechte, gemeinsam aus, wird das häufig als *Konsortium* oder *Pool* bezeichnet, gelegentlich auch als *Syndikat*.

Wenn VCs über das Konsortium sprechen, meinen sie oft die Akteure der Finanzierungsrunde, die oft, aber nicht immer, VCs sind. Zum Konsortium kann grundsätzlich jeder Investor gehören, egal ob VC, Business Angel, Super Angel, strategischer Investor, Corporate-Venture-Geber, Anwaltskanzlei oder jemand anders, der dem Unternehmen Eigenkapital zur Verfügung stellt.

Die meisten Konsortien haben einen *Lead-Investor*, typischerweise einen der VC-Investoren. Oft teilen sich zwei VCs (Co-Leads) die Leitung eines Konsortiums, manchmal sind es auch drei.

Auch wenn die Person des Lead-Investors weniger von Bedeutung ist, macht es für die Gründer die Verhandlung gleichwohl deutlich einfacher, wenn ihnen auf Investorenseite nur ein Ansprechpartner gegenübersteht. Statt einzelne Verhandlungsgespräche mit jedem Investor zu führen, kann der Unternehmer oft mit dem Lead-Investor die Bedingungen für das gesamte Konsortium aushandeln.

Unabhängig davon, wer der Lead-Investor ist oder wie das Konsortium strukturiert ist: Der Unternehmer sollte immer darauf achten, dass die Lead-Investoren auch tatsächlich mit den anderen Investoren des Konsortiums kommunizieren. Der Lead-Investor wird Ihnen bei der Koordinierung mit den anderen Investoren viel Arbeit abnehmen, aber verlassen Sie sich nicht blind darauf und glauben Sie bloß nicht, Sie müssten sich dadurch um die anderen Investoren nicht mehr selbst kümmern!

Geben Sie acht, dass nicht zu viele Köche den Brei verderben! In den letzten Jahren wurden sogenannte *Partyrunden* immer populärer. Dabei schließen sich mehrere Investoren zusammen und tätigen in der Frühphase relativ kleine Investments. Eine 2-Millionen-Euro-Seed-Runde mit fünf VCs und zehn Business Angels ist nicht ungewöhnlich. Es kann nett sein, in einer Pressemitteilung mit klangvollen Investorenennamen aufzuwarten. Verglichen mit den sonstigen Investments eines VCs werden die einzelnen Investoren aber verhältnismäßig wenig investiert haben und dem Unternehmer daher nach Abschluss der Finanzierung wenig Aufmerksamkeit schenken. Spätestens wenn die nächste Finanzierungsrunde ansteht, wird dem Unternehmen die ganze Misere bewusst werden: Es wird zwar jede Menge VCs als Investoren haben, keiner von denen hat aber zugunsten des Unternehmens ein echtes Commitment abgegeben.

#### **Die Unternehmerperspektive**

Zwar sollten Sie grundsätzlich mit allen Investoren persönlich kommunizieren. Sie sollten aber auch darauf bestehen, dass die Investoren (zumindest mündlich) den Lead-Investor beauftragen, für das gesamte Konsortium die Vertragsbedingungen auszuhandeln. Es hat keinen Sinn, denselben Deal zigmal verhandeln zu müssen. Wenn zwischen Mitgliedern des Konsortiums Uneinigkeit herrscht, sollten Sie sich an den Lead-Investor wenden.

## **Der Anwalt**

Ach ja, die Anwälte – Sie dachten womöglich, wir würden uns gar nicht mehr mit ihnen beschäftigen! Bei Venture Deals kann ein guter Anwalt eine große Hilfe sein und ein schlechter ein Desaster verursachen.

Für den Unternehmer ist ein erfahrener Anwalt, der etwas von VC-Finanzierungen versteht, von unschätzbarem Wert. VCs investieren ständig, während Unternehmer nur gelegentlich Kapital beschaffen. Selbst ein erfahrener Unternehmer läuft Gefahr, über etwas zu stolpern, das ein VC viele Male durchdacht hat.

Zusätzlich zur Hilfe beim Verhandeln kann ein guter Anwalt den Fokus des Unternehmers auf das Wesentliche lenken. Obwohl dieses Buch alle Begriffe erläutert, die im Laufe einer Venture-Capital-Finanzierung vorkommen, können wir nicht oft genug wiederholen, dass sich im Ergebnis alles auf eine simple Formel herunterbrechen

lässt: Die einzigen Themen, die wirklich zählen, sind: (wirtschaftliche) *Konditionen* und *Kontrolle*. Ja, anstrengende VCs werden Zeit damit verschwenden, unwichtige Vertragsbedingungen zu verhandeln, obwohl die Wahrscheinlichkeit sehr gering ist, dass sie jemals von Bedeutung sein werden. Es kann eine Verhandlungsstrategie sein, endlose Debatten über unwichtige Punkte zu führen, um Sie von dem abzulenken, was wirklich wichtig ist. Hierin sind Venture Capitalists Experten und ein guter Anwalt kann Sie davor bewahren, ihnen in die Falle zu gehen.

Ein schlechter oder unerfahrener Anwalt hingegen kann viel Schaden anrichten. Es wird über ihn hinweg entschieden, er konzentriert sich auf die falschen Themen, kämpft für unwichtige Dinge und treibt auf beiden Seiten die Rechnung unnötig in die Höhe. Immer wenn ein Unternehmer einen Cousin, der Scheidungsanwalt ist, ins Boot holen will, sagen wir ihm vor der Verhandlung ziemlich deutlich unsere Meinung: dass der Unternehmer einen Anwalt haben sollte, der weiß, was Sache ist.

Denken Sie immer daran, dass das Verhalten Ihres Anwalts auf Sie zurückfällt. Ihr Ruf in der Start-up-Szene ist wichtig und ein schlechter oder unerfahrener Anwalt kann ihn schädigen. Darüber hinaus sind die Investoren nach Abschluss des Geschäfts Ihre Partner. Sie können kein Interesse haben an einem schlechten Anwalt, der die Verhandlungen mit dem Investor unnötig konfrontativ führt und dadurch die weitere Zusammenarbeit belastet. Sind Sie selbst Anwalt, sollten Sie es sich gut überlegen, bevor Sie sich gegenüber einem zukünftigen Beiratsmitglied des von Ihnen vertretenen Unternehmens unpassend verhalten. Zwar sind Sie in der laufenden Verhandlung den Interessen des Unternehmens verpflichtet, aber Ihr Verhandlungspartner, der Investor, wird zukünftig Gesellschafter dieses Unternehmens sein. Handeln Sie überlegt und denken Sie an das »Rückspiel«. Der zukünftige Investor und Gesellschafter des Unternehmens kennt sicher andere Anwälte, mit denen er gut klarkommt. Sollte er zu dem Schluss kommen, dass Sie für das Unternehmen nicht der richtige Verhandlungsführer sind, wird er nach dem Closing seiner Finanzierung darauf drängen, Sie auszutauschen.

#### **Die Unternehmerperspektive**

Zwar wollen Sie keinen unerfahrenen Anwalt, der unnötige Störungen in der Verhandlung verursacht, aber lassen Sie sich von einem VC auch nicht den Anwalt Ihres Vertrauens madig machen, nur weil er nicht bei einer überregionalen Großkanzlei arbeitet. Das ist Ihr Anwalt, nicht der des Investors. Sie sollten sich stets voll in die Kommunikation Ihres Anwalts mit dem Investor einbinden lassen. Nur so können Sie sicherstellen, dass Ihr Anwalt besonnen, transparent und höflich agiert.

Für gewöhnlich rechnen Anwälte ihr Honorar nach Stunden ab. Viele Anwälte mit Venture-Capital-Erfahrung sind bereit, sich vor dem Deal auf eine Deckelung des Honorars einzulassen. Für die Beratung bei einer einfach gelagerten Frühphasenfinanzierung zahlt man heute zwischen 5.000 und 20.000 Euro und bei einer klassischen

Finanzierungsrunde zwischen 20.000 und 40.000 Euro. Anwälte in großen Städten neigen dazu, mehr zu verlangen, und wenn Ihr Unternehmen vor der Finanzierung noch ein paar offene Baustellen zumachen muss, steigen die Kosten schnell.

Wenn Ihre Anwälte und die des VCs nicht miteinander klarkommen, kann die Rechnung in astronomische Höhen schnellen, wenn Sie nicht eng in den Prozess eingebunden bleiben. Wenn die Anwälte nicht bereit sind, sich auf eine vernünftige Deckelung des Honorars einzulassen, sollten Sie fragen, ob sie wissen, was sie tun.

Interessanterweise sind die oben genannten Zahlen seit zehn Jahren fast gleich geblieben, während sich die Stundensätze der Anwälte in derselben Zeit deutlich erhöht haben. Durch die Standardisierung einiger Dokumente braucht der Anwalt weniger Zeit für einen Deal als früher (in den 1990er-Jahren).

Merken Sie sich bei alledem: Die letzte Entscheidungsinstanz bei einer Verhandlung ist immer der Unternehmer und nie der Anwalt.

#### **Die Unternehmerperspektive**

Bestehen Sie darauf, dass Ihr Anwalt sein Honorar bei einer angemessenen Summe deckelt oder dass er sein Honorar erst bei Abschluss des Deals aus dem eingeworbenen Kapital erhält. Wenn Sie ein zuverlässiger Unternehmer sind, gibt es keinen Grund, warum selbst eine renommierte Kanzlei sich nicht darauf einlassen sollte, dass das Honorar erst beim *Closing* des Deals gezahlt wird.

### **Steuerberater und Wirtschaftsprüfer**

In Frühphasenfinanzierungen werden Sie selten auf Steuerberater oder Wirtschaftsprüfer treffen, es sei denn, es gibt länderübergreifende Themen oder das Unternehmen wird von einer steuerlich transparenten Personengesellschaft in eine Kapitalgesellschaft formgewechselt. Wie auch immer, wenn Sie sich nicht sicher sind, welche steuerlichen Konsequenzen eine konkrete Finanzierung hat, beauftragen Sie einen Steuerberater oder Wirtschaftsprüfer damit, Ihrem Anwalt zu assistieren. Anwaltskanzleien, die sich auf Venture Capital spezialisiert haben, beschäftigen regelmäßig auch Steuerberater. Wenn Unternehmen in späteren Runden Kapital beschaffen, gewinnen buchhalterische und steuerliche Themen im Zusammenhang mit der Bewertung von Optionen, Steuererklärungen und Steuergestaltung immer mehr an Bedeutung. Der traditionelle Ansatz war, eine der Big Eight, der acht größten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften anzuheuern (heute sind das die Big Four, die vier größten), aber wir empfehlen Ihnen, mittelgroße und kleinere regionale Kanzleien zu beauftragen, die mit Start-ups Erfahrung haben.

## Der Banker

Investmentbanker sind bei Frühphasenfinanzierungen selten anzutreffen. In späteren Runden aber, wenn 50 Millionen Euro oder mehr an Kapital beschafft werden müssen, können sie einen Unterschied machen. Wir sind immer baff, wenn wir eine Finanzierungsanfrage eines Investmentbankers für ein Frühphasen-Start-up erhalten. Wir wissen, dass der Banker dem Unternehmen einen signifikanten Betrag des von ihm beschafften Kapitals in Rechnung stellen wird. Viele Business Angels und Frühphaseninvestoren sind bei frühen Finanzierungsrunden nicht gut auf Banker zu sprechen. Wichtiger noch, wir fragen uns dann regelmäßig, wieso der Unternehmer uns nicht direkt kontaktiert hat.

Wir haben beobachtet, dass Frühphasenunternehmen, die einen Banker für das Fundraising beauftragen, es entweder bereits erfolglos selbst versucht haben und darin nun ihre letzte Chance sehen oder dass sie schlecht beraten werden. So oder so, die meisten dieser Frühphasenanfragen von Investmentbankern legen wir zu den Akten.

Banker können in Spätphasenfinanzierungen eine wichtige Rolle spielen, insbesondere, wenn die Finanzierung auf strategische oder unkonventionelle Investoren abzielt. Auch können Banker hilfreich sein bei Deals, die eine Rekapitalisierung – also eine Änderung der Kapitalstruktur – durch einen Finanzinvestor zum Gegenstand haben, beispielsweise durch einen Privat-Equity-Fonds.

## Der Mentor

Jeder Unternehmer sollte einen Pool erfahrener *Mentoren* haben. Sie können bei jeglicher Art von Finanzierung hilfreich sein, vor allem wenn sie die beteiligten VCs kennen.

Wir nennen diese Leute lieber Mentoren als Berater, da der Begriff »Berater« oft impliziert, dass sie mit dem Unternehmen eine Art Honorarvereinbarung haben. Es ist ungewöhnlich für ein Unternehmen, vor allem für eines in der Frühphase, eine Honorarvereinbarung mit einem Finanzierungsberater zu treffen. Nichtsdestoweniger gibt es Berater, die auf Unternehmerfang gehen, indem sie plötzlich auftauchen, anbieten, bei der Kapitalbeschaffung zu helfen, und dann eine Vergütung aus dem Erlös des Deals haben möchten. Ganz freche Berater verlangen sogar einen Vorschuss. Wir empfehlen Frühphasenunternehmern, sich von solchen Beratern fernzuhalten.

Mentoren hingegen helfen Unternehmern besonders in der Frühphase, weil einst jemand ihnen geholfen hat. Viele werden zu Business Angels und beteiligen sich in der Seed-Phase oder erhalten eine kleine Beteiligung an der Gesellschaft für ihre Mitarbeit im Beirat. In der Regel sind sie es, die in Vorleistung gehen.

Es wird nie zwingend erforderlich sein, Mentoren zu haben, aber wir möchten Unternehmer ermutigen, welche zu finden, mit ihnen zu arbeiten und langfristige Beziehungen mit ihnen aufzubauen. Die Vorteile sind enorm und oft überraschend. Viele tolle Mentoren, die wir kennen, machen das, weil es ihnen Spaß macht, also völlig uneigennützig. Wenn das die Motivation ist, entwickeln sich oft wichtige und beständige Beziehungen.

#### **Die Unternehmerperspektive**

Mentoren sind großartig. Es gibt keinen Grund, jemandem nicht eine kleine Erfolgsbeteiligung zu geben, wenn er an der Kapitalbeschaffung entscheidend mitgewirkt hat (irgendwelche E-Mails an einen VC, den er mal auf einer Cocktailparty getroffen hat, zählen nicht). Manchmal ist es sinnvoll, Mentoren für ihre Leistungen Optionen anzubieten. Auch diese Optionen sollten aber die üblichen Vesting-Regelungen enthalten, für den Fall, dass die Leistungsbereitschaft des Mentors in der Zukunft nachlässt.