

Dr. Boergen - Anmerkungen zur VC-Finanzierung von Biotech Unternehmen

Gleichgerichtete und unterschiedliche Interessen und ihre Berücksichtigung in der Vertragspraxis.

Die Finanzierung eines Biotech Unternehmens (anderer auch) erfolgt wegen des erheblichen Bedarfs ganz wesentlich mit Fremdkapital (= Nicht-Gründer Kapital, da die Finanzierungsinstitute erhebliche Teile der Finanzmittel in das Eigenkapital des Unternehmens leisten). Ausnahme bildet zuweilen die Seed Phase, die Gründer selbst bewältigen oder mit Hilfe von Fördermitteln.

In der Entwicklung des Unternehmens sind es die Phasen: Start-up, Expansion/Konsolidation, Turn around, in denen der klassische VC-Finanzierer zum Partner wird. Bei allen unterschiedlichen (nicht unbedingt gegensätzlichen) Interessen ist er wirklich als Partner - auf Zeit - zu sehen, der nicht nur an den Erfolg glaubt, sondern ihn auch aktiv befördern wird.

Gründer müssen sich darauf einstellen, dass VC-Gesellschaften sie idR nicht in allen Phasen begleiten und auch nicht jeweils allein, sondern üblicherweise mit Co-Investoren, bei deren Auswahl der lead Investor mit redet. Das kann insbesondere bei der Auswahl eines **strategischen** Investors der Fall sein, der zwar Sicherheit bedeuten kann, andererseits eine Einschränkung bei der Erschließung des Marktes.

Die vertikale Segmentierung des VC-Sektors beansprucht viel Zeit und Energie des Gründers, der sich frühzeitig um die nächste Finanzierungsphase (oder -runde) kümmern muss, insbesondere wenn er die **Meilensteine** nicht zeitgerecht einhält.

Es ist sicher bekannt, aber stets neu zu betonen: Es gibt nur eine überschaubare Anzahl von Biotech VC-Gesellschaften, die alle schon miteinander oder nacheinander finanziert haben, sich also gut kennen, bei ihren Engagements vorsichtiger geworden sind, weil bei den Biotech zwar keine so ausgeprägte, aber ähnliche Blase wie bei IT stattgefunden hat, so dass eine Finanzierung daran scheitern könnte, dass ein Gründer die Haltung einnimmt, sich die VC-Gesellschaft aussuchen und Konditionen bestimmen zu können.

Es empfiehlt sich, sehr sorgfältig zu sondieren, welche VC-Gesellschaft in Frage kommt (für welchen Biotech Sektor), ob die geplante Größenordnung der Finanzierung in deren Konzept passt und die Mittel nicht schon ausgeschöpft sind. Unbedingt vermeiden sollte man, es in den Kontakten - gleich in welchem Stadium - zu irgendeinem Eklat kommen zu lassen, weil dies fast umgehend anderen VC-Gesellschaften kommuniziert wird und weitere Kontakte erheblich erschweren kann. Außerdem könnte auf die nicht zum Zuge kommende VC-Gesellschaft die Wahl der nächsten Finanzierungsrunde fallen.

Es ist nicht zu unterschätzen, dass neben Daten und Fakten die Persönlichkeit des Gründers und seines Teams eine entscheidende Rolle spielen. Gelegentlich mag es der entscheidende Faktor sein. Er lässt sich aber nur selten von Anfang an ausspielen, da das Entree meistens über den **Businessplan** und nicht die persönliche Vorstellung geht.

Man kann derartige Pläne professionell herstellen lassen und darauf achten, dass die Essentialia: stringentes Unternehmenskonzept für einen Wachstumsmarkt mit einem ausbaufähigem Wettbewerbsvorteil, gesteuert durch ein adäquates Management auf ein ROI

von >40% enthalten sind, alle Themen eingearbeitet, alle Zahlen konsistent sind. Bei der Vielzahl von Businessplänen, die ein VC Manager erhält, der knappen Zeit, die er auf die Lektüre verwenden kann, der Annahme, dass alle Pläne gleich professionell erarbeitet sind, was soll den Ausschlag geben? Die revolutionäre Produktidee natürlich, wenn der VC Manager über den einschlägigen wissenschaftlichen Hintergrund verfügt. Ansonsten etwas, was den eigenen Plan unterscheidbar und den VC Manager neugierig macht, etwas mehr unorthodoxe Frische gegenüber glatter Perfektion.

Wenn der Business Plan mit positivem Ergebnis aus der Prüfung kommt, die erste Gesprächsrunde und eine **Due Diligence** (der Report ergibt wertvolle Hinweise zu einer Schwachstellenanalyse) stattfindet, positioniert sich die VC Gesellschaft in aller Regel in einem **Letter of intent**, der nicht nur die finanziellen Konditionen eines möglichen Engagements nennt, sondern auch sehr dezidiert die rechtlichen Konditionen. Es ist wichtig, auf letzteres schon im Vorfeld Einfluss zu nehmen, da es in den dem LOI nachfolgenden Verhandlungen sehr schwer wird, solchen - zwar unverbindlichen - Standpunkt entscheidend aufzuweichen.

Mit dem LOI dokumentiert die VC Gesellschaft, dass nach Ihrer Auffassung die Entscheidung gefallen ist. Deshalb findet sich darin idR eine Klausel, dass keine Verhandlungen mit einer anderen VC Gesellschaft geführt werden. Das kann ein Dilemma für den Gründer bedeuten, weil dem LOI noch jede Verbindlichkeit fehlt, das Einfrieren der Parallelverhandlungen bei Scheitern der Verhandlungen trotz LOI ihn am Ende mit leeren Händen zurücklässt. Dafür gibt es kein allgemeines Rezept, allenfalls das, das Tempo bis zum endgültigen Abschluss zu beschleunigen.

Schon im Vorfeld von Entscheidungen kann ein weiteres Problem auftreten - bedingt durch die Ausrichtung der VC Gesellschaften nach Branchen. Bei der relativ überschaubaren Zahl der Biotech VCs und der Handhabung, mehrere VCs in einer Finanzierungsrunde zu binden, besteht eine Wahrscheinlichkeit, dass mindestens eine der VC Gesellschaften auch direkte Konkurrenten bereits finanziert. Sie wird sich nicht bereit finden, dies auf Grund eines **Wettbewerbsverbots** künftig zu unterlassen - mit dem Argument, eine Bank könne nicht eine ganze Branche vernachlässigen, weil sie einen ersten Vertreter finanziert hat. Interessenkonflikte können dabei auftreten - übrigens nicht anders als bei einem strategischen Investor. Man kann sie diskutieren, gänzlich lösen eher nicht. Ähnliche Probleme treten auch schon im früheren Stadium bei der Due Diligence auf, die man mit Geheimhaltungsklauseln abzusichern sucht.

Ein zentraler Punkt sind die **Bewertungen** der beiderseitigen Leistungen, auf Seiten der VCs weniger, da die Finanzbeiträge nominell berücksichtigt werden (gilt nicht für die Finanzbeiträge früherer Runden bei der Bewertung im Rahmen einer späteren), bei den Gründern aber die bereits aufgewandten Entwicklungskosten, das erarbeitete know how, eventuell die Markterschließung, die vorhandene Unternehmensstruktur. Einen wichtigen Posten bilden vorhandene Schutzrechte.

Grundsätzlich verlangen VCs, dass **Patente** und andere Schutzrechte in die Gesellschaft eingelegt werden, ohne dass eine nennenswerte Vergütung außerhalb der Gewährung von

Gesellschaftsanteilen gezahlt würde. Befindet sich das Biotech Unternehmen in der Startphase und sind Insolvenzrisiken nicht abschätzbar, muss sich der Gründer darüber im Klaren sein, dass im Falle der Insolvenz das Patent verloren ist, weil es der Insolvenzverwalter verwertet. Nur wenn erhebliche VC Mittel für den Erwerb des Patents eingesetzt wurden, hat die VC Gesellschaft ein größeres Interesse, das Patent vor der Insolvenz zu retten, allerdings nur, wenn es wirklich Marktfähigkeit besitzt. In einer frühen Phase sollte man mit der VC Gesellschaft überlegen, Schutzrechte vor der Insolvenz zu „schützen“.

VCs haben ein großes Interesse daran, den wissenschaftlichen Kopf oder know-how-Träger an das Unternehmen während der Dauer der eigenen Beteiligung zu binden. Handelt es sich dabei um den Gründer, wird dessen Interesse bis zum exit der VC dadurch wachgehalten, dass er zu ungünstigen Bedingungen als Gesellschafter ausgeschlossen werden oder zur Übertragung seiner Gesellschaftsanteile gezwungen werden kann. Umgekehrt versucht man Mitarbeiter durch **Mitarbeiterbeteiligung** (vermindert in der Regel die Anteile des Gründers) zu binden.

Da Finanzierungen (Ausnahme Mezzanine) den Beteiligungsaspekt einschließen, muss man die künftige **Anteilsbewertung** im Auge behalten. Wenn die prepayment Bewertung einer späteren Finanzierungsrunde unterhalb der post money Bewertung der früheren liegt, wird ein späterer Finanzierer eine Bewertung vorschlagen, die zur **Verwässerung** der bestehenden Anteile führt. Die VCs berücksichtigen das Problem in der Weise, dass sie sich selbst einen Verwässerungsschutz in den Verträgen ausbedingen, was dann automatisch zur überproportionalen Verwässerung der Gründeranteile führt (mindestens teilweise kompensiert durch den höheren absoluten Wert).

Im Zusammenhang mit dem exit stehen **Mitnahmerechte und -pflichten** sowie **die Liquidationspräferenzen**. In diesem Zusammenhang sind eine Vielzahl sehr unterschiedlicher Konstellationen denkbar: Ist der Erlös hoch, wird der Gründer seine Mitnahmerechte geltend machen, kommt der exit zu früh, sind die Mitnahmepflichten nachteilig, insbesondere wenn der Gründer nicht über Mittel verfügt, ein Vorkaufsrecht auszuüben und die Liquidationspräferenzen ihm nur wenig übrig lassen. Das Risiko für den Gründer liegt darin, dass die VC Gesellschaft nicht den optimalen Zeitpunkt abwarten muss, sondern das Engagement auch dann mit geringem Erlös aufzugeben geneigt sein könnte, wenn die Wiederanlage bei einem anderen Unternehmen mehr verspricht. Die Gründerinteressen können dann nur durch Mindestlaufzeiten, Eingrenzung der Liquidationspräferenzen und rechtzeitiges Verhandeln mit einem Übernehmer mit dem Rückhalt des eigenen know how gewahrt werden.

Die vorstehende Zusammenfassung enthält nicht viel mehr als Gemeinplätze. Vielleicht regen sie zu einem Dialog an, im Rahmen dessen das eine oder andere Thema etwas vertieft werden könnte. Dazu kann die nachfolgende e-mail Adresse verwendet werden: boergen@zenk.com.