

# Venture Debt: Vor- und Nachteile gegenüber Finanzierungsrunden

Von Dr. Sebastian Gerlinger, LL.M. und Ludwig Niller, POELLATH, München



Dr. Sebastian Gerlinger

**Dr. Sebastian Gerlinger, LL.M.** ist als Partner bei POELLATH im transaktionalen Venture Capital/Private Equity-Bereich tätig. Er berät von Finanzierungen und Akquisitionen bis hin zu Exits die gesamte Bandbreite von Venture Capital.



Ludwig Niller

**Ludwig Niller** ist als Associate bei POELLATH im Bereich Venture Capital tätig.

**POELLATH** ist mit mehr als 170 Anwälten und Steuerberatern an den Standorten Berlin, Frankfurt und München tätig. Die Sozietät konzentriert sich auf High-End Transaktions- und Vermögensberatung und hat einen ausgezeichneten Ruf in den Bereichen Venture Capital, Private Equity/M&A und Immobilien-transaktionen. POELLATH Partner sind regelmäßig in nationalen und internationalen Rankings als führende Experten in ihren jeweiligen Fachgebieten gelistet.

## Kontakt

Dr. Sebastian Gerlinger, LL.M.  
T: + 49 (89) 24240 374  
Sebastian.Gerlinger@pplaw.com

Weitere Informationen zur Kanzlei  
in der Anzeige auf Seite 208/209

**Mit dem Kollaps der Silicon Valley Bank verlässt einer der global bedeutendsten Akteure im Bereich Venture Debt den Markt. Dies geschieht zu einem für Start-ups ungünstigen Zeitpunkt. Gerade angesichts der aktuell schwierigen Marktbedingungen für Venture Capital griffen Start-ups auch in Europa vielfach auf Venture Debt als alternative Finanzierungsform zurück.**

Venture Debt fristet in Deutschland im Verhältnis zu klassischen Venture-Capital-Eigenkapitalfinanzierungen aber trotzdem noch ein Nischendasein. Nach Schätzungen der Deutschen Bank wurden in Europa im Jahr 2021 insgesamt 43,9 Milliarden Euro Risikokapital investiert. Davon entfielen 2,1 Milliarden Euro auf Venture Debt. Das entspricht einem Anteil von gerade einmal 4,8% des investierten Risikokapitals. Die Europäische Investitionsbank taxiert das Verhältnis mit rund 3% noch niedriger. Zum Vergleich: In den USA betrug der Anteil von Venture-Debt-Finanzierungen des insgesamt investierten Risikokapitals immerhin rund 15%.

Der folgende Artikel klärt in einem ersten Schritt die begrifflichen Grundlagen, umreißt dann die wesentlichen Vertragsbedingungen einer Venture-Debt-Finanzierung und beleuchtet schließlich das Verhältnis von Venture Capital zu Venture Debt, insbesondere die Vor- und Nachteile der jeweiligen Finanzierungsform.

## Venture Debt als ein auf Start-ups zugeschnittenes Fremdkapitalinstrument

Bei Venture Debt handelt es sich um ein auf Start-ups in der späteren Wachstums- und Konsolidierungsphase (Later Stage bis Exit) zugeschnittenes Fremdkapitalinstrument. Dabei werden Start-ups Kreditfazilitäten mit einer Laufzeit von in der Regel zwischen drei bis fünf Jahren und einem Volumen zwischen einer und fünfzehn Millionen Euro gewährt, wobei im Einzelfall auch wesentlich höhere Beträge möglich sind. Die Verzinsung ist verglichen mit klassischen Bankfinanzierungen relativ hoch und liegt in der Regel zwischen 10 und 15% per annum. Venture Debt ist sowohl von Venture Capital als auch von klassi-

schen Bankdarlehen und Wandeldarlehen abzugrenzen. Im Unterschied zu Venture Capital wird dem Start-up bei einer Venture-Debt-Finanzierung Fremdkapital zugeführt. Abhängig von den jeweiligen regulatorischen Vorgaben vergeben Banken und Kreditfonds Venture Debt entweder in Form von Darlehen oder als privat platzierte Anleihen.

Während Banken und ausländische Kreditfonds zu Krediten tendieren, arbeiten inländische Kreditfonds regelmäßig mit Anleihen. Im Unterschied zu Venture Debt sind klassische Bankkredite auf Unternehmen mit einem niedrigeren Risikoprofil zugeschnitten, die einen positiven Cash Flow aufweisen und werthaltige Kreditsicherheiten bereitstellen können. Wandeldarlehen und Venture Debt haben gemeinsam, dass dem Kreditgeber typischerweise ein (ggf. virtuelles) Anteilsbezugsrecht zu vergünstigten Konditionen eingeräumt wird. Anders als bei Venture Debt werden Wandeldarlehen aber typischerweise in einer frühen Entwicklungsphase des Start-ups von (künftigen) Gesellschaftern zur Verfügung gestellt und regelmäßig nicht zurückgezahlt, sondern im Rahmen der nächsten Finanzierungsrunde in Eigenkapital umgewandelt. Venture Debt wird hingegen vollständig und verzinst zurückgezahlt. Das Anteilsbezugsrecht hat im Rahmen einer Venture-Debt-Finanzierung zusammen mit der Zinszahlung eine Vergütungsfunktion.

## Typische Vertragsbedingungen einer Venture-Debt-Finanzierung

Bei Venture-Debt-Finanzierungen besteht ein weiterer Gestaltungsspielraum, der die flexible Anpassung des Vertrags an die individuelle Ausgangssituation eines Start-ups erlaubt. Die Dokumentation einer Venture-Debt-Finanzierung besteht in der Hauptsache aus dem eigentlichen Kreditvertrag. Dazu kommen ggf. ein separates Warrant Agreement und weitere Sicherungsverträge (Globalzession, Kontenverpfändung, Sicherungsübertragung gewerblicher Schutzrechte u.a.). Venture-Debt-Verträge orientieren sich zunehmend an LMA-Mustern und enthalten regelmäßig folgende wesentliche Bestimmungen:

Neben der Zinszahlung wird die Kapitalüberlassung durch Equity Kicker vergütet, die

den Kreditgeber an der positiven wirtschaftlichen Entwicklung des Start-ups beteiligen. In einem Warrant Agreement erhält der Kreditgeber hierfür ein Optionsrecht auf eine bestimmte Anzahl an Gesellschaftsanteilen zu bevorzugten Konditionen. In der Regel „konserviert“ sich der Kreditgeber die Bewertung der letzten Finanzierungsrunde vor Abschluss der Venture-Debt-Finanzierung. Typischerweise übt der Kreditgeber das Optionsrecht dann kurz vor oder im Rahmen eines Exits aus, abhängig von der Exit Bewertung des Start-ups. So kann der Kreditgeber bei sehr positiver (Wert-)Entwicklung des Start-ups mitunter eine hochattraktive Rendite erzielen, die den eigentlichen Kreditzins unter Umständen in den Hintergrund rücken lässt. Daneben ist in der Regel auch eine sogenannte „Cashless Exercise“ optional möglich. Hier erhält der Kreditgeber die Anteile gegen eine entsprechende Reduzierung seiner Bezugsrechte ohne ein Investment in cash auf die Anteile erbringen zu müssen. Warrants führen somit auch zu einer (wirtschaftlichen sowie prozentualen) Verwässerung der bestehenden Gesellschafter, allerdings normalerweise in einem geringen Maß, da sich das Optionsrecht in der Regel auf 10 bis 20 % des Kreditbetrags beschränkt. Um den mit einer Kapitalerhöhung einhergehenden Aufwand (notarielle Kapitalerhöhung, Anpassung des Shareholder Agreements etc.) zu vermeiden, lässt sich ein Equity Kicker auch virtuell umsetzen. Zu diesem Zweck erhält der Kreditgeber einen schuldrechtlichen Anspruch auf eine entsprechende Beteiligung an späteren Exit-Erlösen.

Die übrigen Vertragsbestimmungen sind weitgehend mit regulären Bankkrediten vergleichbar. Die Auszahlung des Kredits unterliegt Auszahlungsbedingungen (Conditions Precedent), insbesondere dass die vereinbarten Sicherheiten eingeräumt werden. Die Kreditwürdigkeit des Start-ups wird bei Vertragsabschluss durch Zusicherungen (Representations) bestätigt und für die Laufzeit der Venture-Debt-Finanzierung durch die Vereinbarung von bestimmten Verhaltens- bzw. Unterlassungspflichten und Finanzkennzahlen (Covenants) abgesichert. Verletzt der Kreditnehmer einen Covenant, stellt sich eine Representation als falsch heraus oder kommt es zu einem Zahlungsausfall, stellt dies einen Kündigungsgrund (Event of Default) dar. Infolgedessen wird die gesamte Kreditsumme sofort zur Rückzahlung fällig. Wenn eine Anschluss- oder Refinanzierung scheitert, kann eine solche kurzfristige Fälligkeitstellung die

Zahlungsunfähigkeit des Start-ups begründen. Daher ist von Seiten des Start-ups darauf zu achten, Covenants, Representations und die Events of Default präzise und nicht zu weit zu definieren. Zur Information über die Lage des Start-ups und zur Kontrolle der Einhaltung der Covenants erhält der Kreditgeber regelmäßig Berichte über die Finanzlage des Unternehmens und ist ggf. zusätzlich berechtigt, ein beobachtendes Mitglied in den Beirat zu entsenden. Die Kreditsicherung erfolgt regelmäßig durch eine Sicherungsglobalzession der Assets sowie der Verpfändung der Konten und der gewerblichen Schutzrechte des Start-ups.

### Vor- und Nachteile von Venture Capital verglichen mit Venture Debt

Die finanzielle Situation von Start-ups in der Seed-, Start-up- und Expansionsphase ist regelmäßig von einem negativen EBITDA gekennzeichnet. Dem Kapitalverbrauch (Burn) für Konzept- bzw. Produktentwicklung, Vertriebs- und Produktionsaufbau sowie Markterweiterung steht in aller Regel kein positiver Cashflow in gleicher Höhe gegenüber. Diese Situation bedingt eine Finanzierung durch Eigenkapital. Dieses wird in Finanzierungsrunden eingesammelt. Auf Grundlage eines Investment Agreements werden dabei neue Geschäftsanteile gegen Zahlung des Anteilspreises in das Stamm-/Grundkapital (Nominalwert der Anteile) und in die Kapitalrücklage (i.d.R. als schuldrechtlich ausgestaltetes Agio) ausgegeben. Diese Art der Finanzierung führt zu einer (prozentualen aber keiner wirtschaftlichen) Verwässerung der bestehenden Beteiligungsverhältnisse. Die per Gesetz notwendigen Formerfordernisse (Beurkundung, Eintragung im Handelsregister) führen zu hohen Transaktionskosten und einer langsamen Transaktionsgeschwindigkeit. Klassische Fremdkapitalinstrumente wie Bankdarlehen stehen in der Regel nicht zur Verfügung, da mangels stabilen, positiven Cashflows Zins- und Tilgungszahlungen nicht gewährleistet sind und Start-ups in der Regel nicht in der Lage sind, Banken die notwendigen werthaltigen und liquidierbaren Sicherheiten zu stellen.

### Ergebnis

Venture Debt dient Start-ups typischerweise als sinnvolle Ergänzung zur klassischen Eigenkapitalfinanzierung. Dabei übernimmt es meist eine Brückenfunktion hin zur nächsten Finanzierungsrunde oder zum Exit und ermöglicht Start-ups, die Zeit zwischen zwei

Finanzierungsrunden zu verlängern, vor der nächsten Finanzierungsrunde noch einen wichtigen Milestone zu erreichen und die nächste Finanzierungsrunde bzw. den Exit damit auf Basis einer attraktiveren Bewertung durchzuführen. Dabei kann die prozentuale Verwässerung der bestehenden Gesellschafter bzw. Aktionäre am Stamm- bzw. Grundkapital vermieden werden. Auch sind die hohen Zinsausgaben grundsätzlich als Betriebsausgaben steuerlich abzugsfähig. Eine notarielle Beurkundung ist nur im Hinblick auf das Warrant Agreement erforderlich, wenn es sich bei dem Start-up um eine GmbH handelt und das Warrant Agreement zum Bezug „echter“ (und nicht nur virtueller) Anteile berechtigt. Die durch Equity Kicker verursachte prozentuale Beteiligungsverwässerung ist verglichen mit der Verwässerung im Rahmen einer Finanzierungsrunde relativ gering. Allerdings muss Venture Debt im Gegensatz zu Eigenkapital zurückgezahlt werden. Venture Debt steht also nur Start-ups zur Verfügung, die bereits ein tragfähiges, skalierbares Geschäftsmodell entwickelt haben, ein nachhaltiges und starkes Umsatzwachstum zumindest erwarten lassen und über ein erfahrenes Managementteam verfügen. Diese Voraussetzungen sind typischerweise erst kurz vor oder in der Later Stage-Phase eines Start-ups gegeben. ■

### KERNAUSSAGEN

- Venture Debt ist ein speziell auf Start-ups zugeschnittenes Fremdkapitalinstrument.
- Es handelt sich dabei nicht um eine Alternative zur klassischen Eigenkapitalfinanzierung mittels Venture Capital, sondern um eine Ergänzung dazu.
- Venture Debt kommt nur für Start-ups in einem fortgeschrittenen Entwicklungsstadium (Later Stage bis Exit) in Frage und wird sinnvollerweise dazu eingesetzt, die Zeit bis zur nächsten Finanzierungsrunde oder bis zum Exit zu überbrücken bzw. zu verlängern.