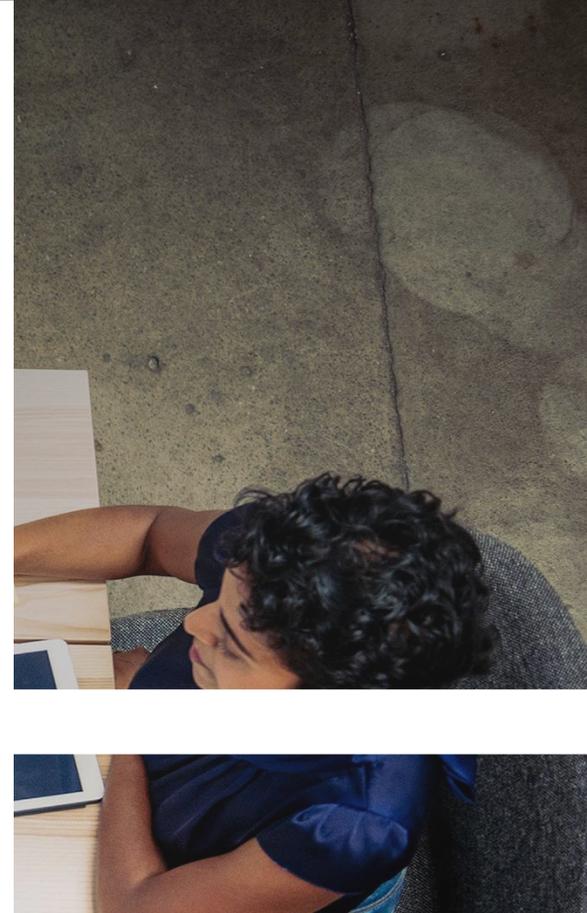


# Venture Capital Marktstudie 2020

An overhead view of two women sitting at a light-colored wooden table. The woman on the left is wearing a grey long-sleeved shirt and is looking at a laptop. The woman on the right is wearing a grey sleeveless top and is looking at a tablet. There are two white coffee cups with dark coffee on the table, a smartphone, and a pair of glasses.

Finanzierung von Startups mit Venture Capital und deren Bewertung  
in der gelebten Praxis

An overhead view of a man and a woman sitting at a light-colored wooden table. The man is wearing a dark blue shirt and is looking at a tablet. The woman is wearing a dark blue shirt and is looking at a tablet. There is a white coffee cup with dark coffee on the table.

  
pwc

An overhead view of a man and a woman sitting at a light-colored wooden table. The man is wearing a light blue shirt and is looking at a tablet. The woman is wearing a black sleeveless top and is looking at a tablet. There is a white coffee cup with dark coffee on the table. The PwC logo is visible in the bottom left corner.

# Editorial

Startups sind ein wichtiger Motor für Innovation und Wachstum der Volkswirtschaft. Risikokapital ist der Treibstoff, der die Startups voranbringt sowie der Leidenschaft und Leistungsfähigkeit von Gründern, Managern und Mitarbeitern den notwendigen Raum zur Entfaltung gibt. Das Finanzökosystem prägt damit entscheidend die Entwicklung der Startups. Dabei sind vielschichtige Netzwerke und Erfahrungen der handelnden Personen im Ökosystem wesentlich für den Erfolg, jedoch ist die Transparenz über die privatrechtlichen Vereinbarungen zwischen den Parteien gering.

Die vorliegende Marktstudie schließt hier eine wesentliche Lücke für Deutschland, so wie dies in ähnlicher Weise in anderen führenden Regionen der Welt länger schon regelmäßig erfasst und veröffentlicht wird. Neben den bekannten Statistiken zum (Corporate) Venture Capital-Markt über z.B. Deal Volumina geht es in der vorliegenden Studie um die konkrete Ausgestaltung von Start-up-Finanzierungen in nicht öffentlich bekannten Verträgen sowie die damit einhergehende Bestimmung der Unternehmensbewertung.

Aufgrund einer breiten und tiefen Befragung der Investoren wird mit dieser Marktstudie eine einzigartige Datenbasis für Deutschland geschaffen, welche ein Stück weit Transparenz über die vertraulichen Details von Start-Up-Finanzierungen herstellt. Dies ermöglicht ein Benchmarking, welches wiederum Entscheidungshilfen für alle Parteien innerhalb des Transaktionsprozesses gibt.

Die interdisziplinäre Brücke zwischen der Bewertungspraxis und der rechtlichen Ausgestaltung von Finanzierungsrunden in Beteiligungsverträgen erlaubt zudem Rückschlüsse auf die Verhandlungsprozesse und deren Motivationen. Diese Erkenntnisse führen damit zu einer verbesserten Effizienz und Effektivität des Finanzierungsprozesses. Risikokapitalgeber können gemeinsam mit Gründern und Managern transparenter und somit besser zum Erfolg der Startups und deren Finanzökosystems beitragen.

Wir wünschen Ihnen eine erkenntnisreiche Lektüre und freuen uns über jede Anregung auch für künftige Studien.

Ihre



Prof. Dr. Dirk **Honold**



Patrick **Hümmer**



Enrico **Reiche**



Gerhard **Wacker**





A

## Executive Summary



B

## Kernthesen



- B.1 Finanzierungsrunden und deren vertragliche Ausgestaltung
- B.2 Bewertung von Startups
- B.3 Sonderfragen zu COVID-19



C

## Weitere Thesen



- C.1 Allgemeiner Teil
- C.2 Finanzierungsrunden und deren vertragliche Ausgestaltung
- C.3 Bewertung von Startups
- C.4 Sonderfragen zu COVID-19



D

## Anhang: Weiterführende Fragestellungen



E

## Ihre Ansprechpartner





A

# Executive Summary



# Executive Summary

Für die Marktstudie haben in Kooperation Prof. Dr. Dirk Honold (Technische Hochschule Nürnberg), Ventury Analytics GmbH und PwC deutsche und ausländische Investoren von Startups, im Sommer 2020 befragt, die sich bei ihrer Investitionsstrategie auf den deutschen Markt fokussieren oder Deals in Deutschland getätigt haben. Über die insgesamt 113 Fragen hinweg haben sich in der Spitze 74 Investoren an der Studie beteiligt.

Insgesamt wurden fast 50% klassische Risikokapitalgeber (VC), mehr als 20% industrielle Risikokapitalgeber (CVCs) und mehr als 10% (halb)öffentliche Investoren in typischer Struktur und Anlagedauer erfasst. Der Investitionsschwerpunkt liegt dabei überwiegend auf B2B Geschäftsmodellen mit Schwerpunkt auf SaaS, Softwareentwicklung und Industrie 4.0.

Dabei werden über 400 Deals jährlich von den teilnehmenden VCs i.d.R. mit klassischem Eigenkapital finanziert, wobei die Hälfte der Fonds im Schnitt nur in ein Unternehmen bis zu 5 Mio. Euro und nur  $\frac{1}{4}$  mehr als 15 Mio. Euro investiert, davon nur ein CVC. Auf Ebene der Finanzierungsrunden sind es sogar weniger als 10%, die Investments über 15 Mio. Euro tätigen. Das durch die Studie abgedeckte Gesamtinvestmentvolumen beträgt rechnerisch über 2 Mrd. Euro pro Jahr.

# Executive Summary – Finanzierungsrunden und deren vertragliche Ausgestaltung

## 1.1

Über 70% der Teilnehmer gaben an, dass der letztendlich erzielte Unternehmenspreis neben Skalierungspotential und Markttrends auch stark vom Verhandlungsprozess abhängt. Hier haben Gründer offenbar die Chance zu gestalten!

## 1.2

Der Anteil an Mitarbeiterbeteiligungen (ESOP) beträgt überwiegend 6-10% am Gesamtkapital (bezogen auf: fully diluted, post money), wobei sich der Ausübungspreis meist an dem Anteilspreis der letzten Finanzierungsrunde orientiert, und in Early Stage Phasen 20% der Teilnehmer angaben, sich am Nennwert zu orientieren.

## 1.3

In fast 50% der Early Stage Deals werden nicht anrechenbare (participating) Liquidationspräferenzen vereinbart, die bei ca. 1/3 der Unternehmen zum Ausgleich für höhere Unternehmensbewertungen genutzt werden. Insofern sind Unternehmensbewertungen unbedingt immer auch im Kontext der vertraglichen Grundlagen einzuordnen.

## 1.4

Die Full Ratchet Anti-Dilution (im Gegensatz zu Weighted Average Anti-Dilution) wird bei knapp ¼ der Investoren im Early Stage vereinbart, wobei sie dann nur in ca. 60% der Fälle durchgesetzt wird, die überwiegend vereinbarte Weighted Average Anti-Dilution hingegen zu ca. 75%.

# Executive Summary – Bewertung von Startups

## 2.1

Die Ziel-Anteils-Quote der Investoren ist 10% - 24,9%, wobei über 80% Nachinvestments zum Erhalt der Beteiligungsquote in den Folgerunden einplanen. Durch Syndizierung liegt der Anteil am Finanzierungsvolumen eines Investors sowohl bei Erst- als auch Folgeinvestments unter 50%.

## 2.2

Bei Early Stage Investments wird bei Unternehmensbewertungen am meisten auf die eigene Erfahrung der Investoren zurückgegriffen, gefolgt von verschiedenen Multiple-Ansätzen und der VC-Methode. DCF-Verfahren gewinnen erst in der Later Stage an Bedeutung.

## 2.3

Der Geschäftsplan wird von fast 1/3 der Investoren angepasst und ein niedrigerer Diskontsatz verwendet, wobei die Festlegung des Diskontsatzes zu ca. 80% auf eigener Erfahrung des Investors basiert. Risikoaspekte werden am häufigsten nach Markt- und Managementkriterien bei der Festlegung des Diskontsatzes einbezogen.

## 2.4

Der erwartete IRR bezogen auf das Portfolio liegt zwischen 32% p.a. für Early Stage und 21% p.a. für Later Stage (im Mittelwert), das erwartete Multiple im Mittelwert zw. 5,9 für Early Stage und 3,2 für Later Stage.

# Executive Summary – Sonderfragen zu COVID-19

3.1

In fast 50% der Deals wurden im Zuge der COVID-19 Krise nach erfolgtem Signing und vor Closing nachträglich entweder die Bewertung angepasst oder Terms verändert.

3.2

Erweiterter Finanzierungsbedarf wird bei 3/4 der Unternehmen gesehen, wobei 55% der Investoren eine Co-Finanzierung aus staatlichen Mitteln befürworten, jedoch ca. 2/3 nicht auf die Verfügbarkeit von Staatshilfe warten.

3.3

Mehr als  $\frac{3}{4}$  der Investoren geben an, dass die COVID-19 Krise eher zu sinkenden Bewertungen führt. 92% der Investoren wollen vereinbarte Anti-Dilution-Rechte im Falle einer Down Round aufgrund der COVID-19 Krise zu Lasten der Gründer durchsetzen.



# Testimonials



„Die Studie spiegelt den aktuellen VC Markt, in dem nur wenige Investoren größere Finanzierungsvolumen anbieten. Zur Verteidigung der europäischen Souveränität und der Prosperität braucht es mehr Unterstützung für Start-Ups. Gerade die Innovationskraft der Start-Ups muss durch deren erweiterten Aufbau und großvolumigere Finanzierungen gestärkt werden.“

Klaus Hommels (Chairman und Founder | Lakestar)

„Neben Kompetenz sind auch langjährige Erfahrung und umfangreiche Netzwerke der Venture Capital Geber maßgeblich für den Erfolg der Unternehmensbeteiligung. Die Studie bestätigt die große Bedeutung dieser Faktoren und unterstützt in bester Weise mit der hergestellten Transparenz die Entscheidungsfindung zur besseren Ausgestaltung von Beteiligungsverträgen.“

Stefan Fischer (Managing Partner (Finance) | TVM Capital Life Science)

„Die Bedeutung von Corporate Investoren steigt kontinuierlich an, mittlerweile findet jede vierte Venture Capital Transaktion mit Corporate-Beteiligung statt. Die in der Studie ermittelten Deal Terms der meisten Corporate Investoren zeigen eine hohe Kongruenz mit denen von reinen Finanzinvestoren, was auch den hohen Grad der Professionalisierung von Corporate Investoren unterstreicht.“

Dr. Bernhard Mohr (Managing Director | Evonik Venture Capital GmbH)



# B

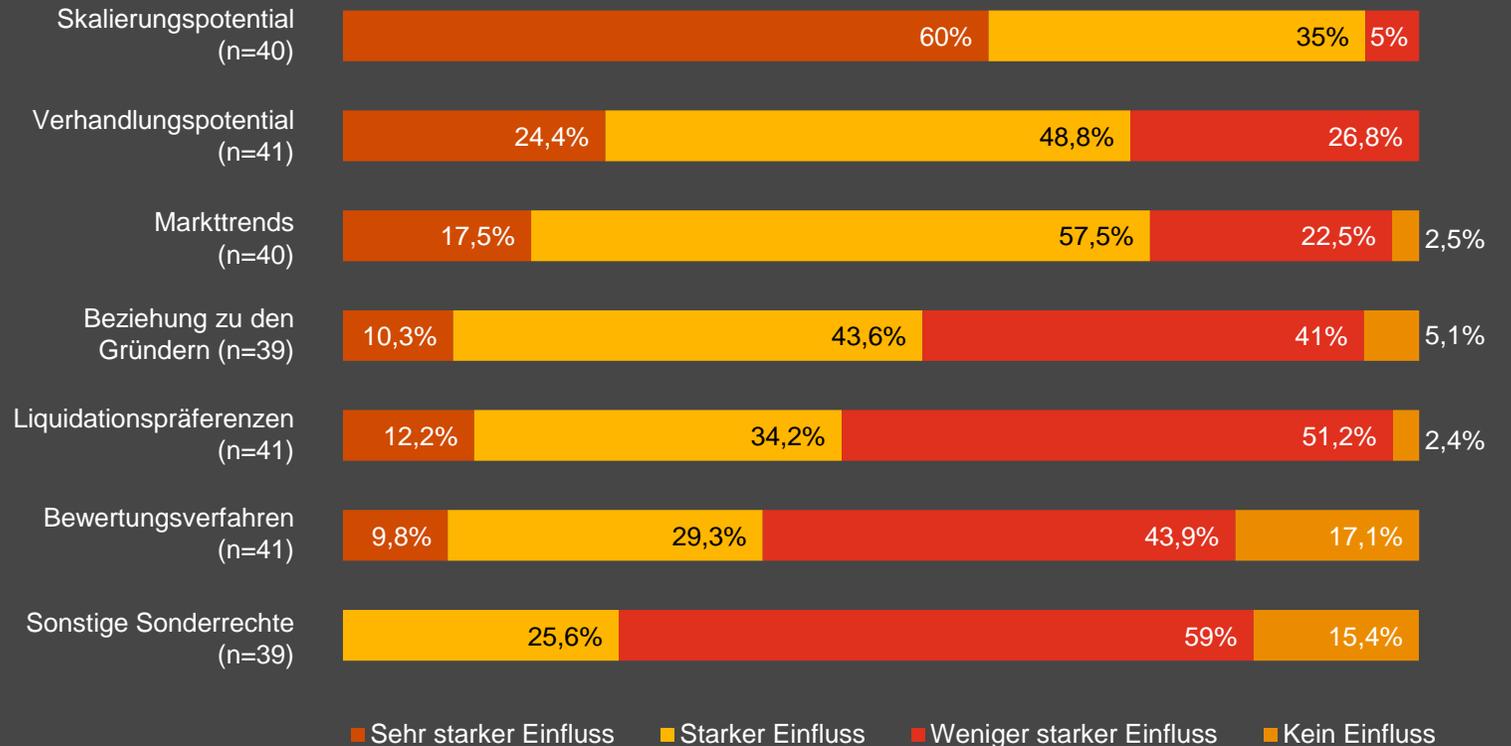
Kernthesen

# Kernthesen – Finanzierungs- runden und deren vertragliche Ausgestaltung

## 1.1

Über 70% der Teilnehmer gaben an, dass der letztendlich erzielte Unternehmenspreis neben Skalierungspotential und Markttrends auch stark vom Verhandlungsprozess abhängt. Hier haben Gründer offenbar die Chance zu gestalten!

Welchen Einfluss haben folgende Kriterien auf den letztendlich bezahlten Unternehmenspreis? (Häufigkeit in %)



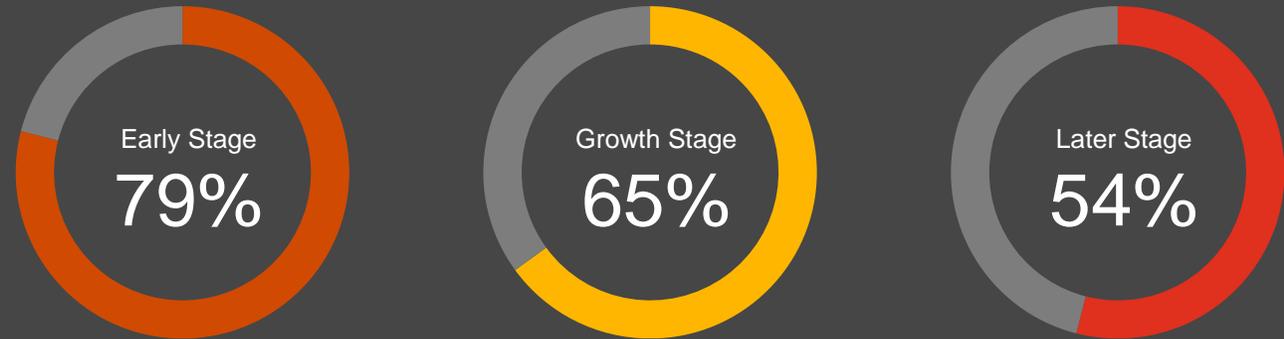
\*Weitere Informationen zu Liquidationspräferenzen siehe S.65ff

# Kernthesen – Finanzierungs- runden und deren vertragliche Ausgestaltung

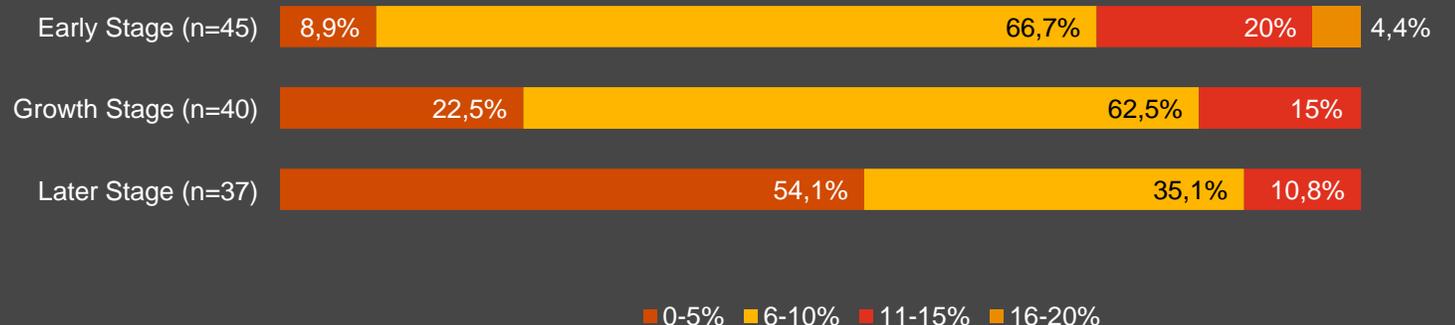
## 1.2

Der Anteil an Mitarbeiterbeteiligungen (ESOP\*) beträgt überwiegend 6-10% am Gesamtkapital (fully diluted, post money) ...

In wieviel % der Fälle vereinbaren / erwarten Sie ESOPs, wenn Sie in ein neues Unternehmen investieren? (Mittelwert, n=48)



Was ist die durchschnittliche Größe (non-allocated; fully diluted post round), die Sie für ESOP im Unternehmen erwarten / vorsehen? (Häufigkeit in %)



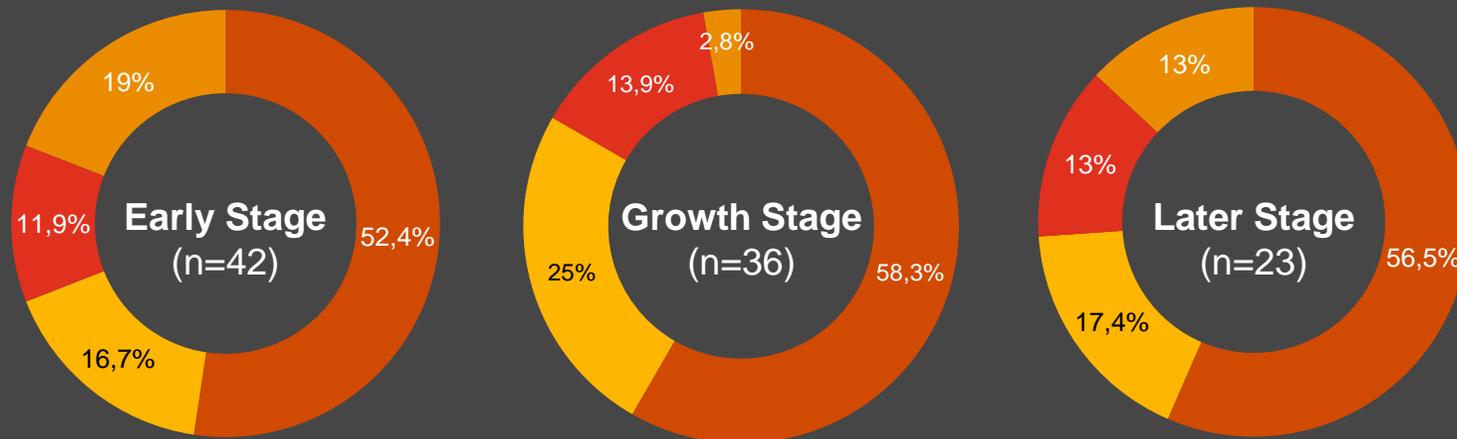
\*ESOP: Employee Stock Option Plans

# Kernthesen – Finanzierungs- runden und deren vertragliche Ausgestaltung

## 1.2

... wobei sich der Ausübungspreis meist an dem Anteilspreis der letzten Finanzierungsrunde orientiert, und in Early Stage Phasen 20% der Teilnehmer angaben, sich am Nennwert zu orientieren.

Gehen Sie von der Vereinbarung von Strike Preisen für die Ausgabe von Mitarbeiterbeteiligungen aus und wenn ja, woran sollen sich die Strike Preisen orientieren?



- Preis pro Anteil letzte Finanzierungsrunde
- Preis pro Anteil letzte Finanzierungsrunde abzüglich Discount
- Angenommene aktuelle Bewertung von Stammanteilen
- Nennwert oder kein Strike Preis

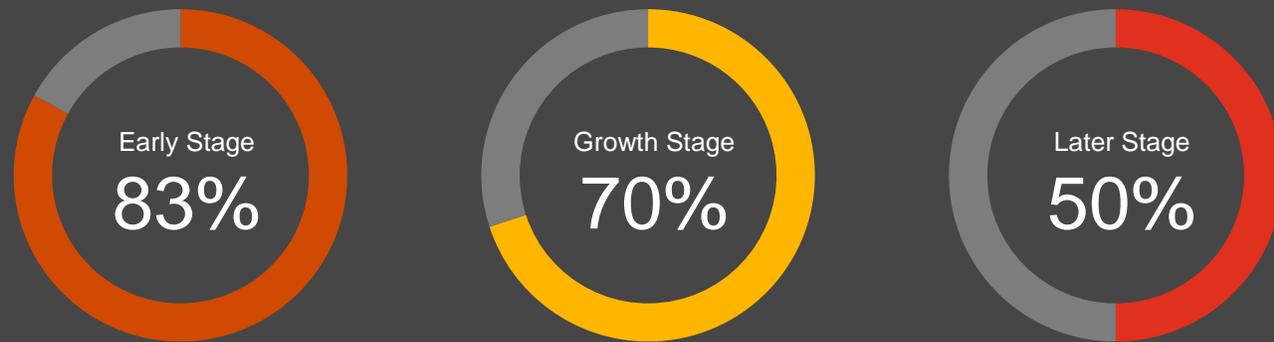
\*ESOP: Employee Stock Option Plans

# Kernthesen – Finanzierungs- runden und deren vertragliche Ausgestaltung

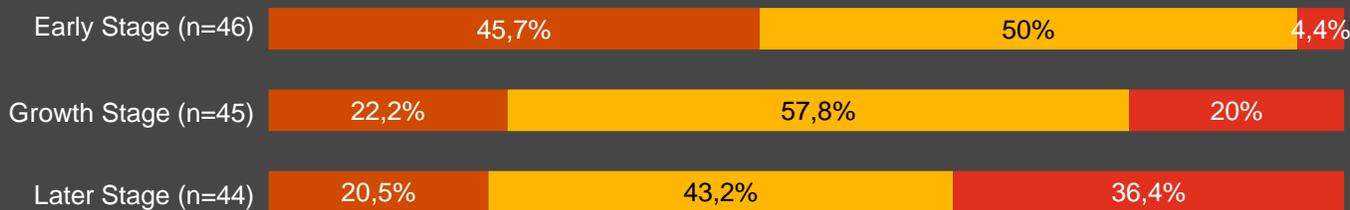
## 1.3

In fast 50% der Early Stage Deals werden nicht anrechenbare (participating) Liquidationspräferenzen vereinbart, die bei ca. 1/3 der Unternehmen zum Ausgleich für höhere Unternehmensbewertungen genutzt werden. Insofern sind Unternehmensbewertungen unbedingt immer auch im Kontext der vertraglichen Grundlagen einzuordnen.\*

Mit welcher Häufigkeit vereinbaren Sie Liquidationspräferenzen, wenn Sie in ein neues Unternehmen investieren? (Mittelwert, n=54)



Welche Art von Liquidationspräferenzen vereinbaren Sie in den verschiedenen Phasen? (Häufigkeit in %)



■ Participating liquidation preference (nicht anrechenbare LP) ■ Non-participating liquidation preference (anrechenbare LP)  
■ Keine Angabe

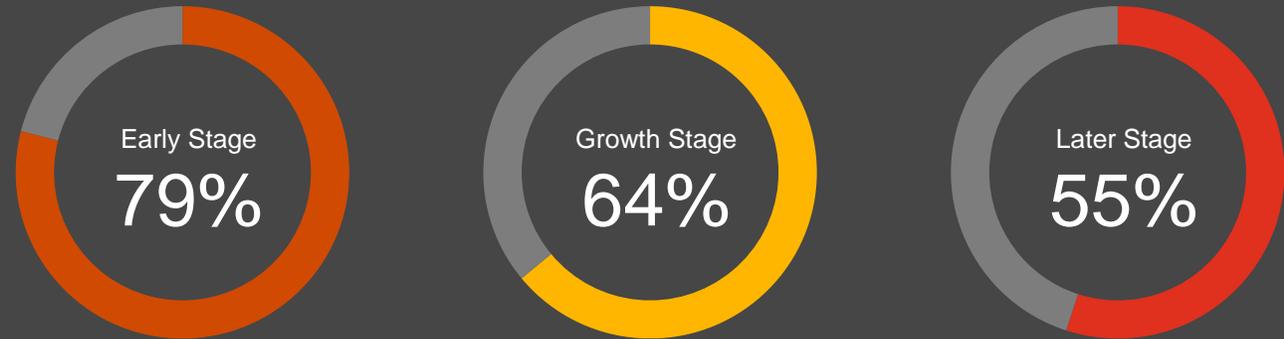
\*Weitere Informationen zu Liquidationspräferenzen siehe S.65ff

# Kernthesen – Finanzierungs- runden und deren vertragliche Ausgestaltung

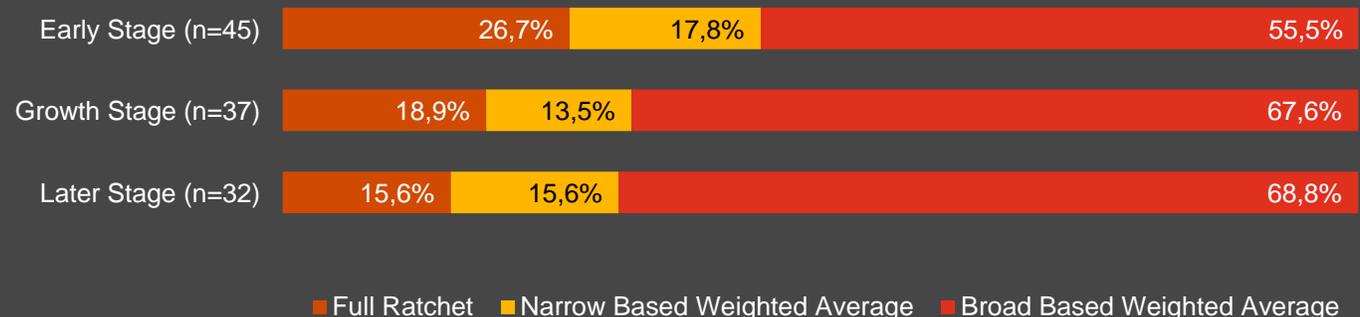
## 1.4

Die Full Ratchet Anti-Dilution (im Gegensatz zu Weighted Average Anti-Dilution) wird bei mehr als 1/4 der Investoren im Early Stage vereinbart, wobei sie dann nur in ca. 60% der Fälle durchgesetzt wird, die überwiegend vereinbarte Weighted Average Anti-Dilution hingegen zu ca. 75%.\*

Mit welcher Häufigkeit vereinbaren Sie Anti-Dilution-Klauseln, wenn Sie in ein neues Portfolio Unternehmen investieren? (Mittelwert, n=52)



Welche Art von Anti-Dilution Klauseln verwenden Sie überwiegend?  
(Häufigkeit in %)



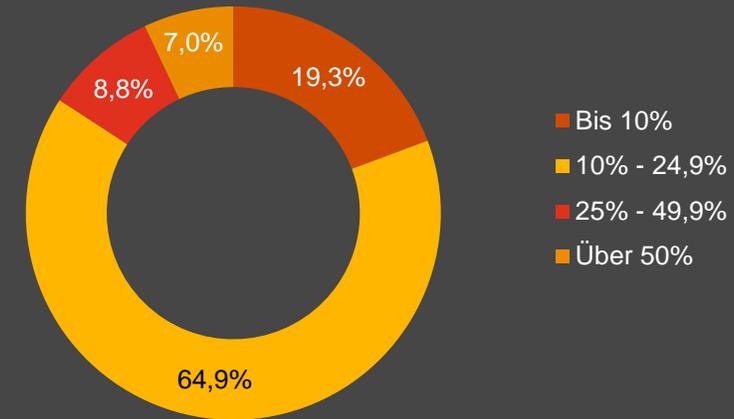
\*Weitere Informationen zu Anti-Dilution Klauseln siehe S.43 und S.68

# Kernthesen – Bewertung von Startups

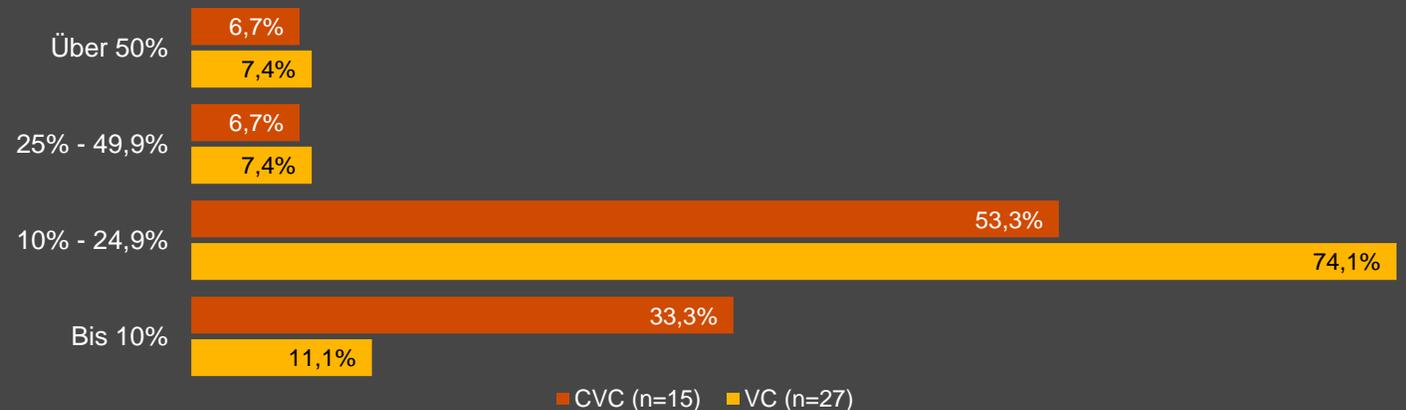
## 2.1

Die Ziel-Anteilsanteils-Quote der Investoren ist 10%-24,9%, wobei über 80% Nachinvestments zum Erhalt der Beteiligungsquote in den Folgerunden einplanen. Durch Syndizierung liegt der Anteil am Finanzierungsvolumen eines Investors sowohl bei Erst- als auch Folgeinvestments unter 50%. Im Vergleich zu VCs gehen CVCs auch vermehrt Beteiligungen von einer Anteilsquote unter 10% ein.

Welche Ziel-Anteils-Quote am Unternehmen beim Erstinvestment erwarten Sie? (n=57)



Welche Ziel-Anteils-Quote am Unternehmen beim Erstinvestment erwarten Sie?  
Aufgegliedert nach VC und CVC



# Das wurde erkannt



## Kernthesen – Bewertung von Startups

Die erwartete Ziel-Anteils-Quote bei einem Erstinvestment beträgt

**10% - 24,9%.**

## Darum ist es Wichtig

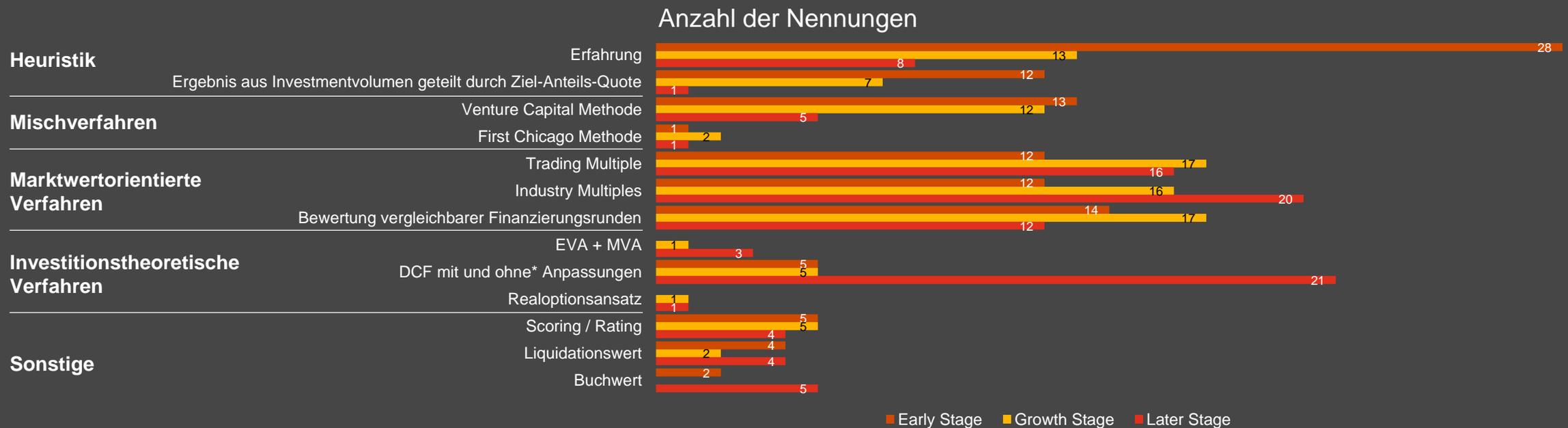
- Durch das verfügbare Finanzierungsvolumen der Investoren in der Erstrunde ergeben sich bei der erwarteten Beteiligungsquote implizite Bewertungen des Startups: Marktlogik.
- Diese Marktlogik führt bei den relativ geringvolumigen Investments zu geringen Bewertungen in Deutschland, dem nur mit mehr großvolumigen Kapitalangebot begegnet werden kann. (vgl. Honold et. all in Ballwieser/Hachmeister: Digitalisierung und Unternehmensbewertung, 2019)
- Die Logik ist auf die Folgerunden grundsätzlich übertragbar: Bei einem größeren Gesamt-Finanzierungsvolumen in mehreren Finanzierungsrunden kann dies zu geringen Beteiligungsquoten der Gründer führen, welches deren Motivation belasten kann.

# Kernthesen – Bewertung von Startups

## 2.2

Bei Early Stage Investments wird bei Unternehmensbewertungen am meisten auf die eigene Erfahrung des Investors zurückgegriffen, gefolgt von verschiedenen Multiple-Ansätzen und der VC-Methode; DCF-Verfahren gewinnen erst in der Later Stage an Bedeutung.

Was sind die bevorzugten Bewertungsansätze je Unternehmensphase?



\*9 von 21 Teilnehmern spezifizieren "ohne Anpassungen" im Later Stage Bereich. Weitere Informationen zu Erfahrung siehe S.78

# Das wurde erkannt



## Kernthesen – Bewertung von Startups

Erfahrung ist bei Bewertungen von Startups vor allem bei Early-Stage-Runden bedeutend: dies gilt insbesondere auch bei der Festlegung des Diskontsatzes.

## Darum ist es Wichtig

- Auch mangels verfügbarer Transaktionsdaten werden oft mit Hilfe von Erfahrungswerten die Business Pläne angepasst und entsprechend ein niedrigerer Diskontsatz gewählt, um zu einer Bewertung zu gelangen.
- Bei der Bewertung kann auf externes, gesammeltes Fachwissen zurückgegriffen werden, um Erfahrung für den Erfolg des (Corporate) Venture Capital Fonds zu ergänzen.
- Gerade bei neu gegründeten (Corporate) Venture Capital Fonds kann der fehlende Erfahrungsschatz noch ein erschwerender Faktor sein.\*

\*Weitere Informationen siehe S. 61

# Kernthesen – Bewertung von Startups

## 2.3

Der Geschäftsplan wird von fast 2/3 der Investoren über die Rechnung verschiedener Szenarien angepasst und ein niedrigerer Diskontsatz verwendet, wobei Erfahrungen zu ca. 80% zur Festlegung des Diskontsatzes dominieren.

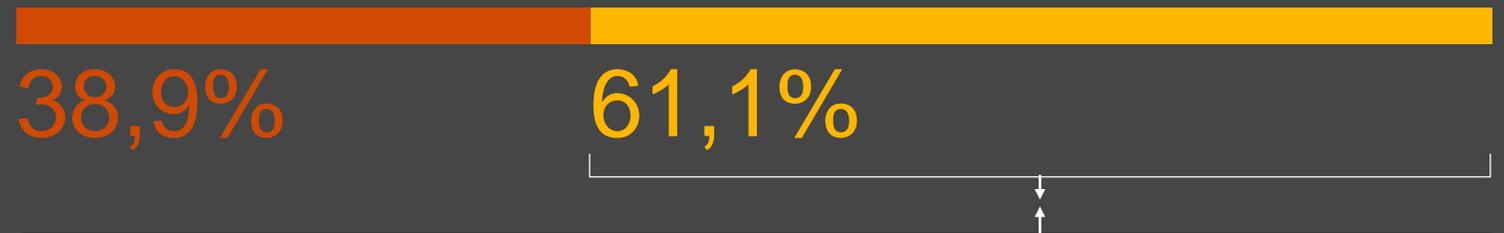
Wie bestimmen Sie die geforderte Rendite bzw. den Diskontierungssatz? (n=37)  
(Häufigkeit in %)



Welchem Modell folgen Sie hauptsächlich? (n=36)

Annahme des Geschäftsplans und Verwendung eines hohen Diskontsatzes

Anpassung des Geschäftsplans durch den Gründer des Portfoliounternehmens und Verwendung eines niedrigeren Diskontsatzes



Welches Vorgehen verwenden Sie überwiegend zur Anpassung des Businessplans? (n=22)

Rechnung verschiedener Szenarien (z. B. Worst-, Best-, Managementcase)

Adjustierung des Managementcases



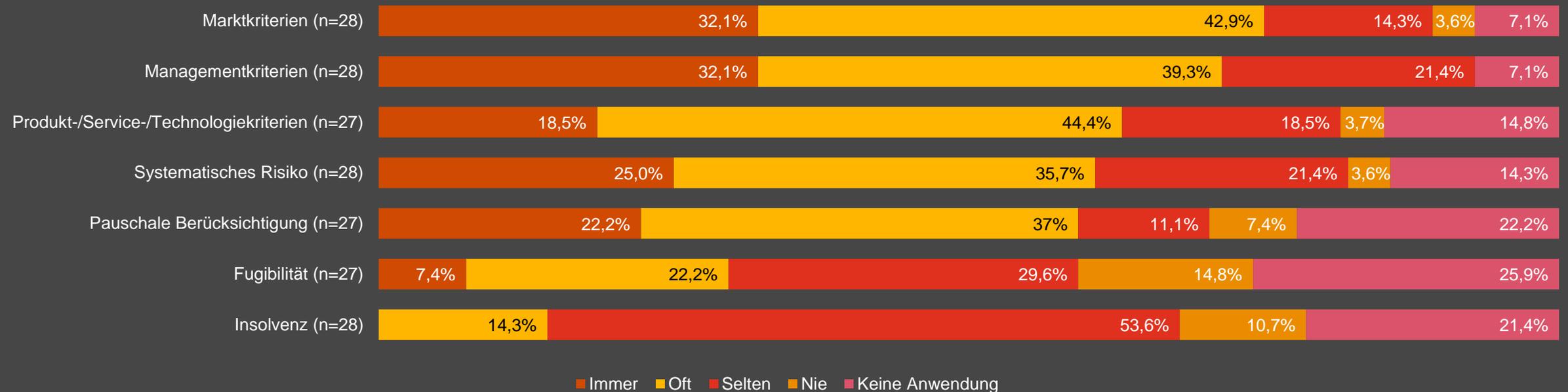
Nachrichtlich – Monte Carlo Simulation 0%

# Kernthesen – Bewertung von Startups

## 2.3

Risikoaspekte werden am häufigsten nach Markt- und Managementkriterien bei der Festlegung des Diskontsatzes aufgenommen, gefolgt von systematischen Risiken bzw. einer pauschalen Berücksichtigung der Risikoaspekte.

Welche Risikoaspekte berücksichtigen Sie üblicherweise bei der Bestimmung der Kapitalkosten / geforderten Rendite / des Diskontierungssatz an?

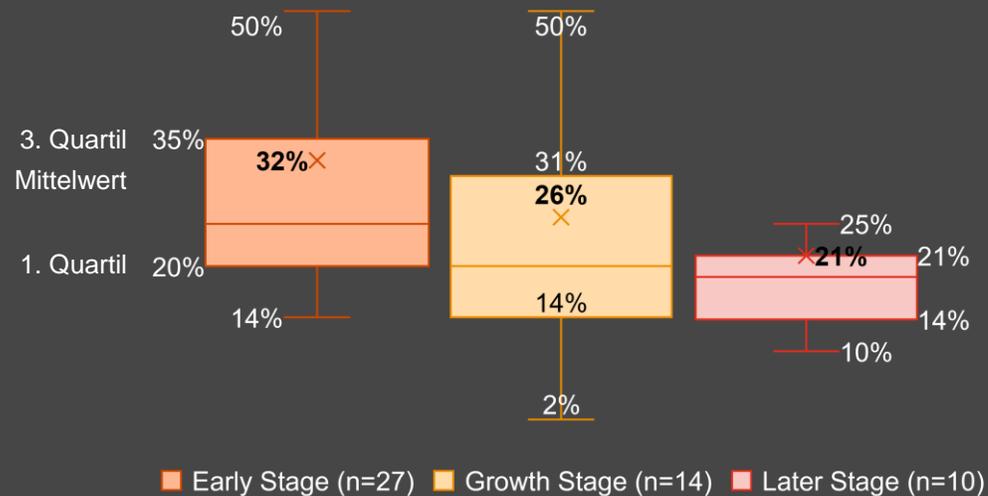


# Kernthesen – Bewertung von Startups

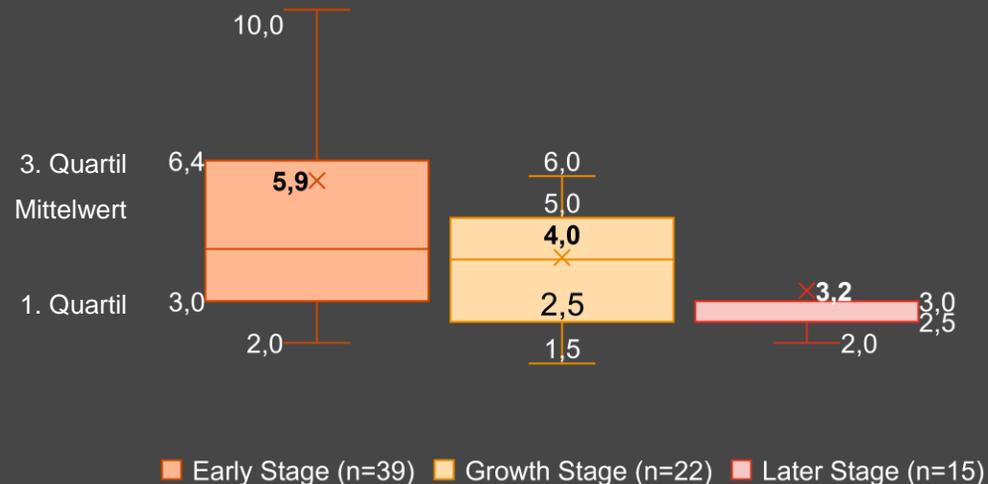
## 2.4

Der erwartete IRR bezogen auf das Portfolio liegt zwischen 32% p.a. für Early Stage und 21% p.a. für Later Stage (im Mittelwert), das erwartete Multiple im Mittelwert zw. 5,9 für Early Stage und 3,2 für Later Stage.

Wie hoch ist der durchschnittliche erforderliche IRR?



Wie hoch ist das durchschnittliche erwartete Multiple?

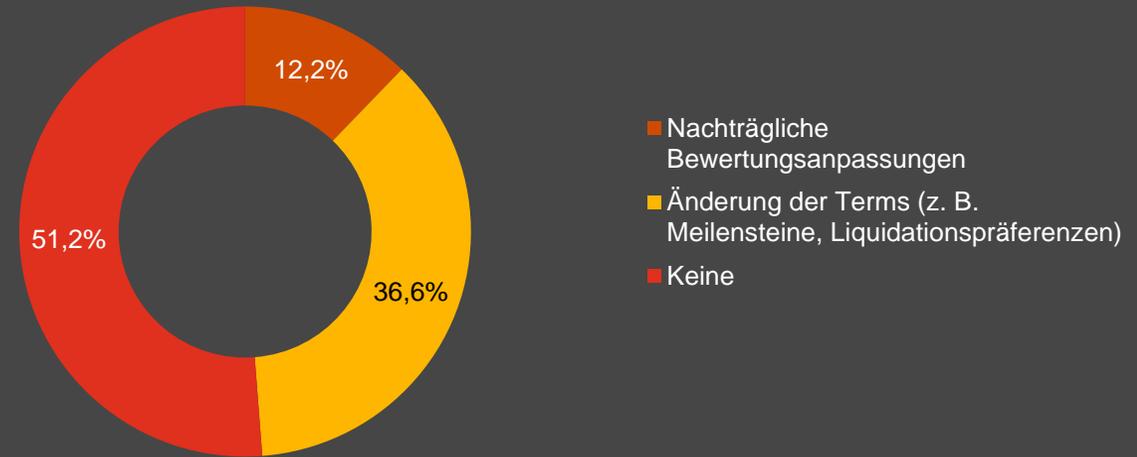


# Kernthesen – Sonderfragen zu COVID-19

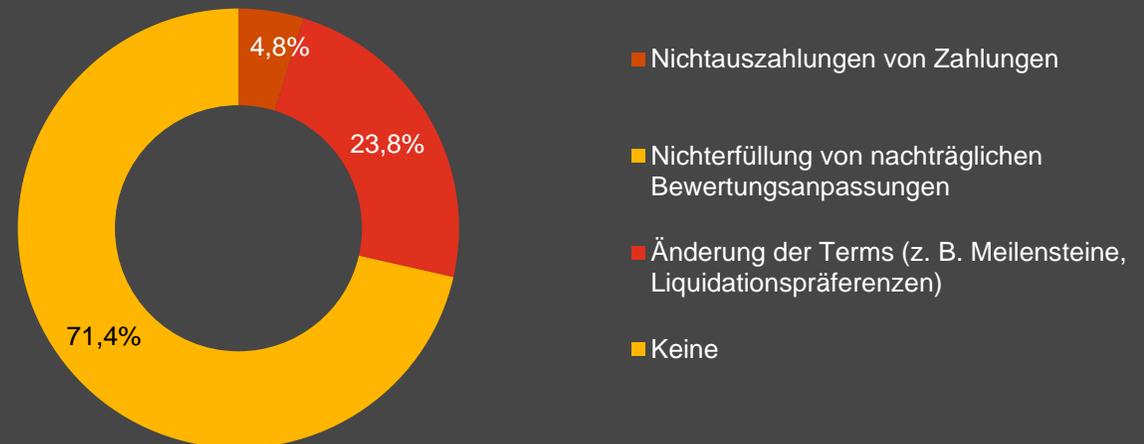
## 3.1

In fast 50% der Deals wurden im Zuge der COVID-19 Krise nach erfolgreichem Signing und vor Closing nachträglich entweder die Bewertung angepasst oder Terms verändert, bei einem 1/4 der Deals sogar noch nach erfolgreichem Closing.

Welche Auswirkungen hat die COVID-19 Krise auf Deals, welche vor der Krise unterschrieben und noch nicht abgeschlossen (Closing) wurden? (n=41)



Welche Auswirkungen hat die COVID-19 Krise auf Geschäfte, die bereits vor der Krise abgeschlossen wurden? (n=42)



# Kernthesen – Sonderfragen zu COVID-19

## 3.2

Erweiterter Finanzierungsbedarf wird bei 3/4 der Unternehmen gesehen, wobei 55% der Investoren eine Co-Finanzierung aus staatlichen Mitteln befürworten, jedoch ca. 2/3 nicht auf die Verfügbarkeit von Staatshilfe warten.

### Finanzierungen in der COVID-19 Krise

Haben Sie bereits oder wollen Sie zusätzliche Finanzierungen aufgrund der Corona-Krise durchführen? (n=40)

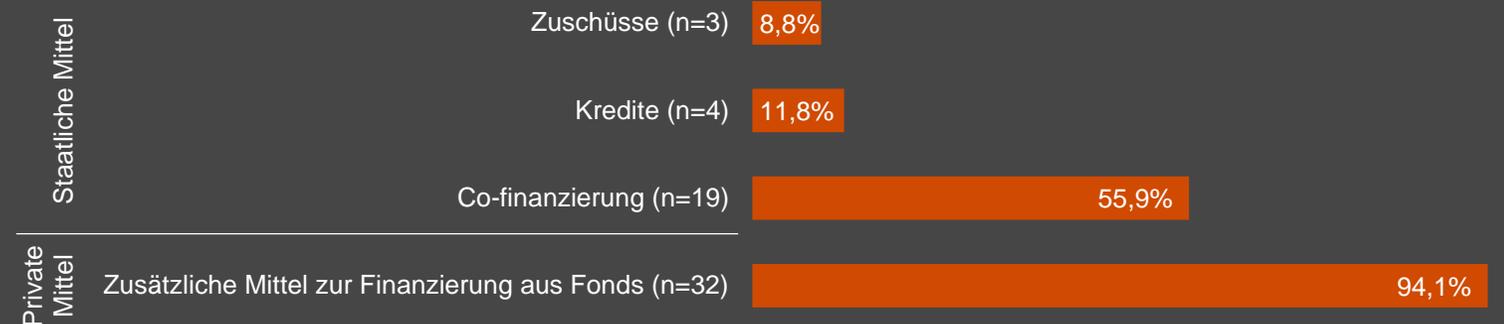


Warten Sie mit der Umsetzung geplanter Finanzierungsrunden bis zur Verfügbarkeit weiterer staatlicher Mittel (z. B. Matching Funds) oder haben sie dies getan? (n=40)



■ Ja ■ Nein

### Wie soll die Finanzierung erfolgen? (n=34)

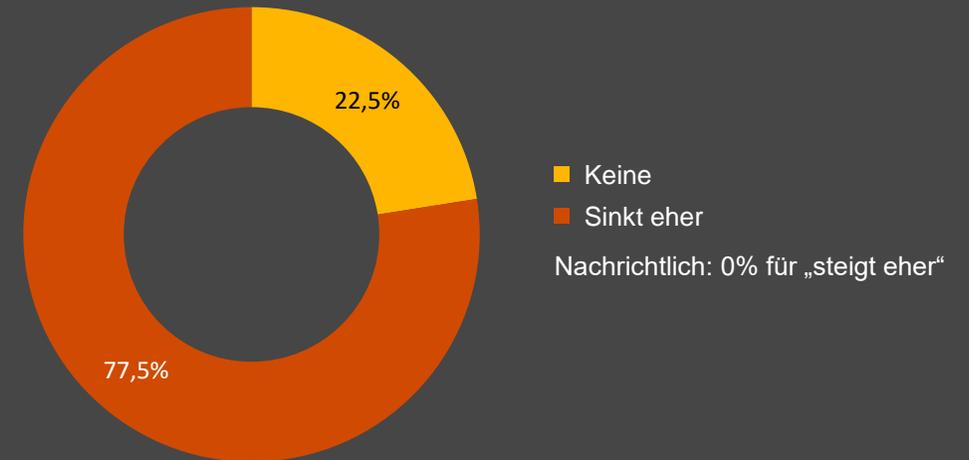


# Kernthesen – Sonderfragen zu COVID-19

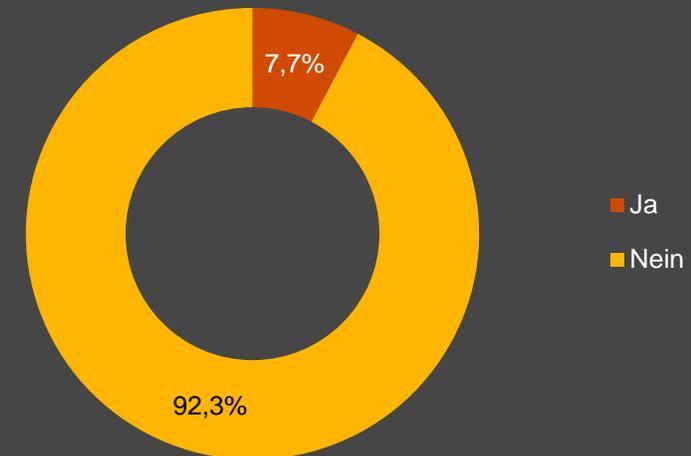
## 3.3

Mehr als 3/4 der Investoren geben an, dass die COVID-19 Krise eher zu sinkenden Bewertungen führt. 92% der Investoren wollen vereinbarte Anti-Dilution-Rechte im Falle einer Down Round aufgrund der COVID-19 Krise zu Lasten der Gründer durchsetzen.

Welche Auswirkungen hat die COVID-19 Krise auf die Bewertung? (n=40)



Planen Sie vereinbarte Anti Dilution Klauseln, im Fall einer Down Round, bei der nächsten Finanzierung, aufgrund der COVID-19 Krise, nur begrenzt umzusetzen? (n=39)





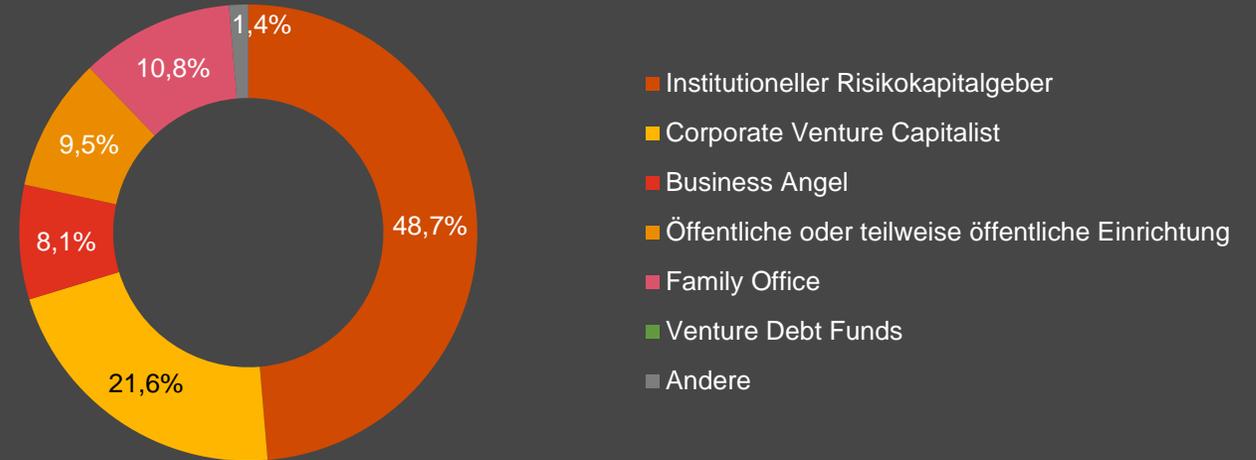
1.0 Weitere Thesen

# Weitere Thesen – Allgemeiner Teil

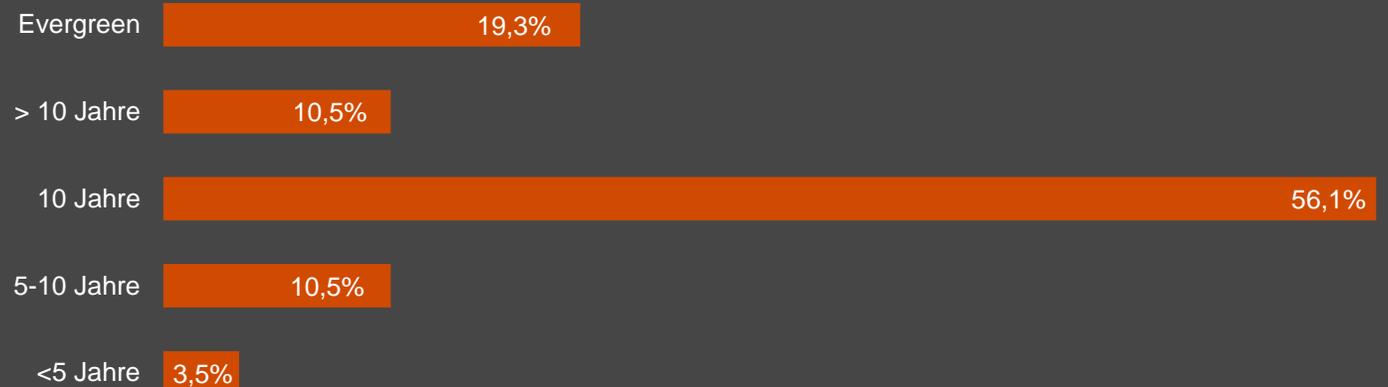
## 1.1

Die Teilnehmer untergliedern sich in ca. 50% klassische VC, mehr als 20% CVCs und ca. 10% (halb)öffentliche Fonds mit einer durchschnittlichen Laufzeit von mehrheitlich 10 Jahren und Verlängerungsoptionen. Fast 1/5 der Teilnehmer verwalten Evergreen Fonds.\*

Was für ein Art von Risikokapitalgeber sind Sie? (n=74)



Was ist die durchschnittliche Laufzeit Ihrer Fonds? (n=57)



\*Evergreen Fonds werden Fonds genannt, die keine feste Laufzeit besitzen. Informationen zu Anlagedauer und Verlängerungsoptionen siehe Seite 62.

# Weitere Thesen – Allgemeiner Teil

## 1.2

Insgesamt gaben 60 Teilnehmer an, zusammen 170 Fonds zu halten (=2,83 pro Gesellschaft). 40% der Fonds bewegen sich in einer Größenordnung zwischen 30-100 Mio. Euro, mit einer Tendenz zu unterschiedlichen Fondsgrößen.

Aufteilung der Fondsgrößen unter den Teilnehmern (n=60)

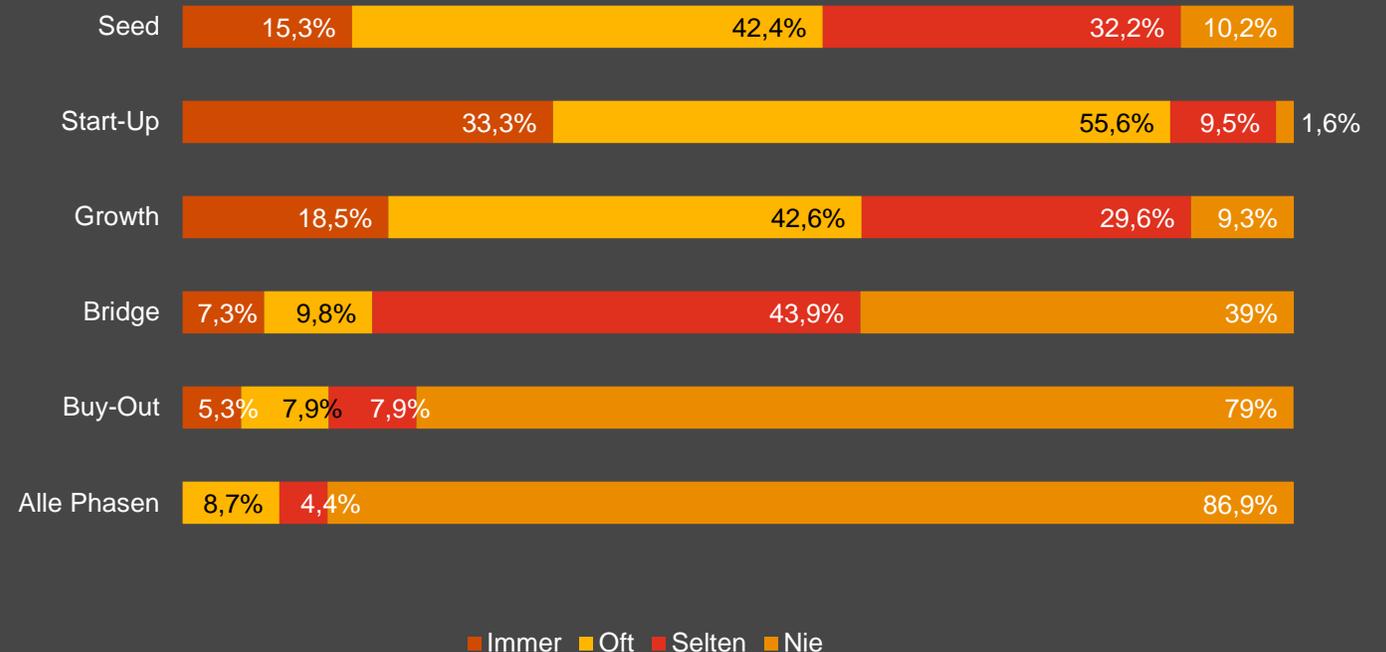
	Anzahl Fonds	
> 200 Mio. Euro	38	→ 22,3%
> 100 - < 200 Mio. Euro	24	→ 14,1%
> 30 Mio. - < 100 Mio. Euro	68	→ 40,0%
< 30 Mio. Euro	40	→ 23,5%

# Weitere Thesen – Allgemeiner Teil

## 1.3

Während die Teilnehmer hauptsächlich in der Start-up Phase investieren, zeigt sich eine abfallende Tendenz bei Seed- sowie Growth-Deals. Kaum ein Fonds investiert über alle Phasen hinweg.

In welcher Unternehmensphase investieren Ihre VC-Fonds hauptsächlich? (n=64)  
(Häufigkeit in %)



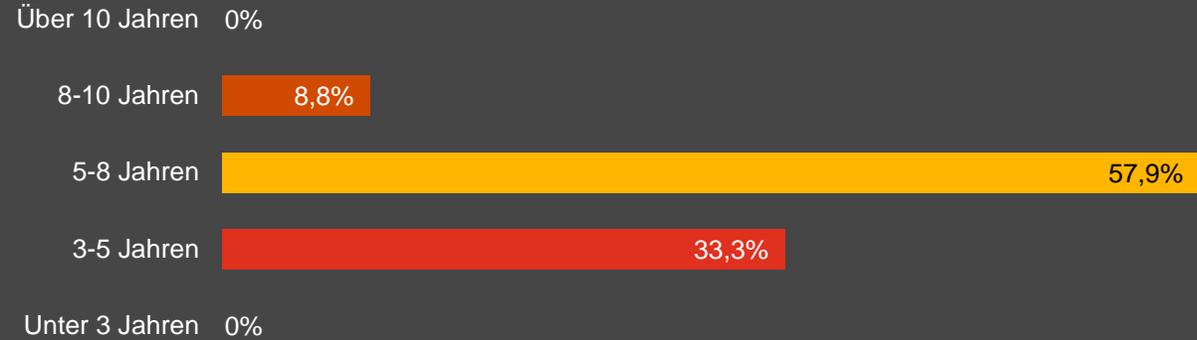
Weitere Informationen zu dem Anlagefokus der Teilnehmer siehe u.a. S. 63

# Weitere Thesen – Allgemeiner Teil

## 1.4

Die Anlagedauer beträgt 5-8 Jahre, und knapp 70% der Investoren vollziehen maximal 5 Deals pro Jahr. „Cherry Picking“ dominiert im Vergleich zu „Spray and Pray“.

Welche Anlagedauer planen Sie durchschnittlich pro Investment ein? (n=57)  
(Häufigkeit in %)



Wie viele Deals schließen Sie pro Jahr ca. ab? (n=56)

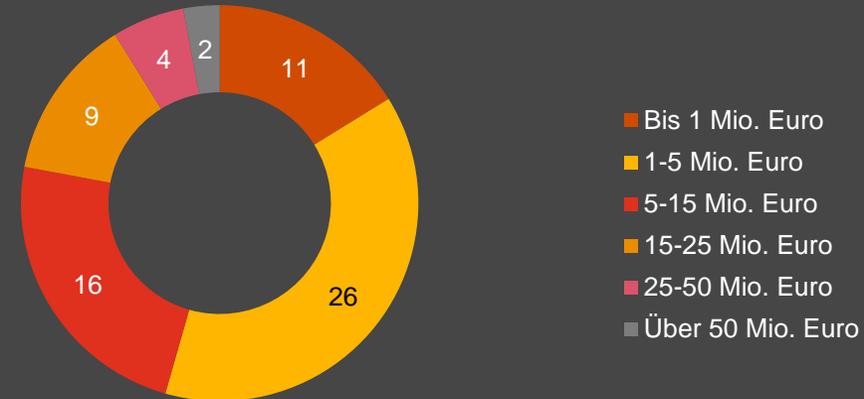


# Weitere Thesen – Allgemeiner Teil

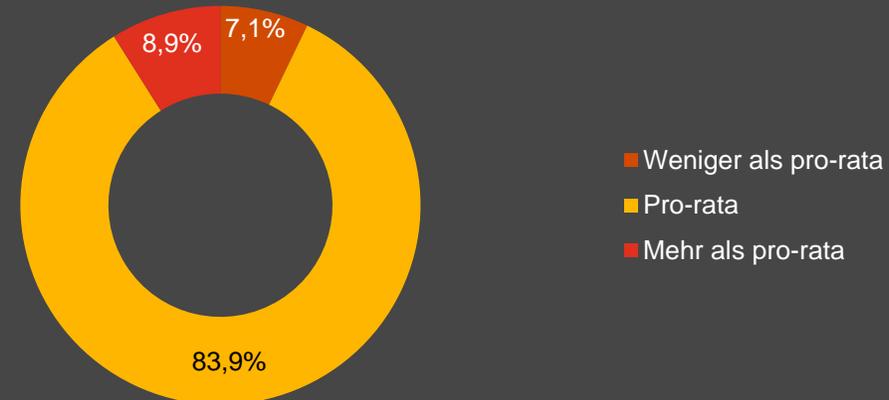
## 1.5

Die Hälfte der Fonds investiert nur bis zu 5 Mio. Euro und nur 1/4 mehr als 15 Mio. Euro. Dabei planen >80% der Teilnehmer eine Partizipation bei der Folgerunde zum Erhalt der Anteilsquote (pro-rata) ein.

Welches Gesamtfinanzierungsvolumen tätigen Sie in der Regel für ein Portfoliunternehmen? (n=58)\*



Welche Partizipation an Folgerunden planen Sie ein? (n=56)



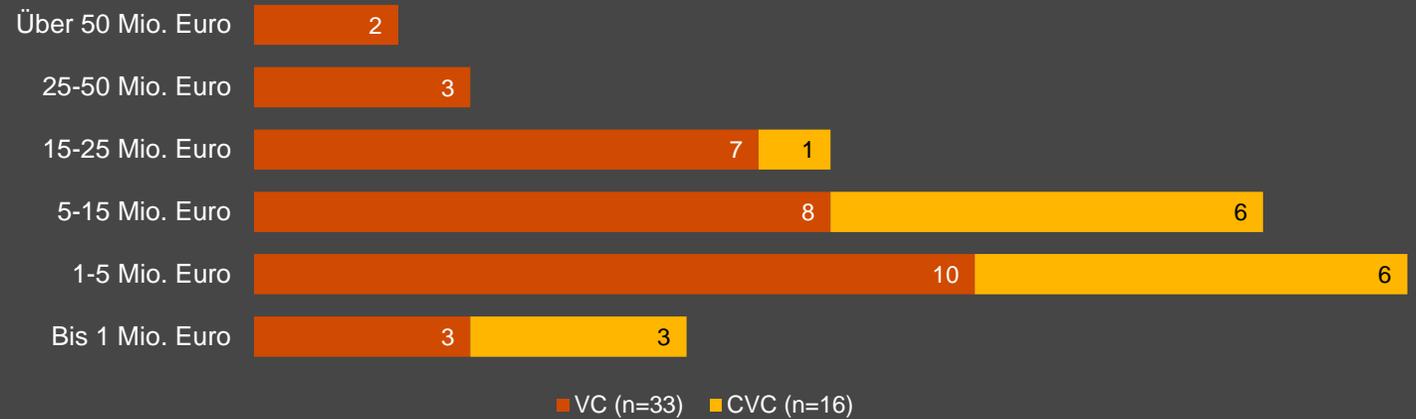
\*8 Teilnehmer haben mehrere Antworten ausgewählt, diese hatten überwiegend mehrere Fonds, auch in unterschiedlichen Größen. Daher ist die Anzahl der Antworten 68.

# Weitere Thesen – Allgemeiner Teil

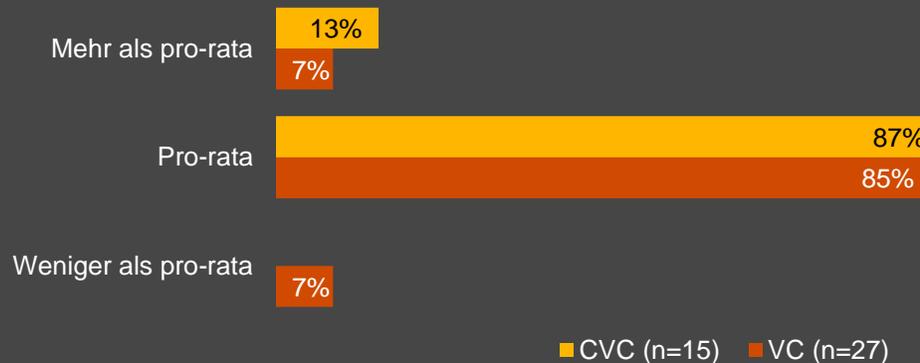
## 1.6

Betrachtet man die abgegebenen Antworten unterschieden nach institutionellen Risikokapitalgebern (VC) und Corporate Venture Capitalists (CVC), so zeigt sich, dass nur ein CVC Finanzierungen > 15 Mio. Euro je Portfoliounternehmen tätigt.

Welches Gesamtfinanzierungsvolumen tätigen Sie in der Regel für ein Portfoliounternehmen (n=49)



Welche Partizipation an Folgerunden planen Sie ein? (n=42)  
(Häufigkeit in %)



\*8 Teilnehmer haben mehrere Antworten ausgewählt, diese hatten überwiegend mehrere Fonds, auch in unterschiedlichen Größen. Daher ist die Anzahl der Antworten 68.

# Das wurde erkannt



## Weitere Thesen – Allgemeiner Teil

Nur 1/4 der Fonds investiert mehr als

**15 Mio. Euro,**

davon nur ein CVC.

## Darum ist es Wichtig

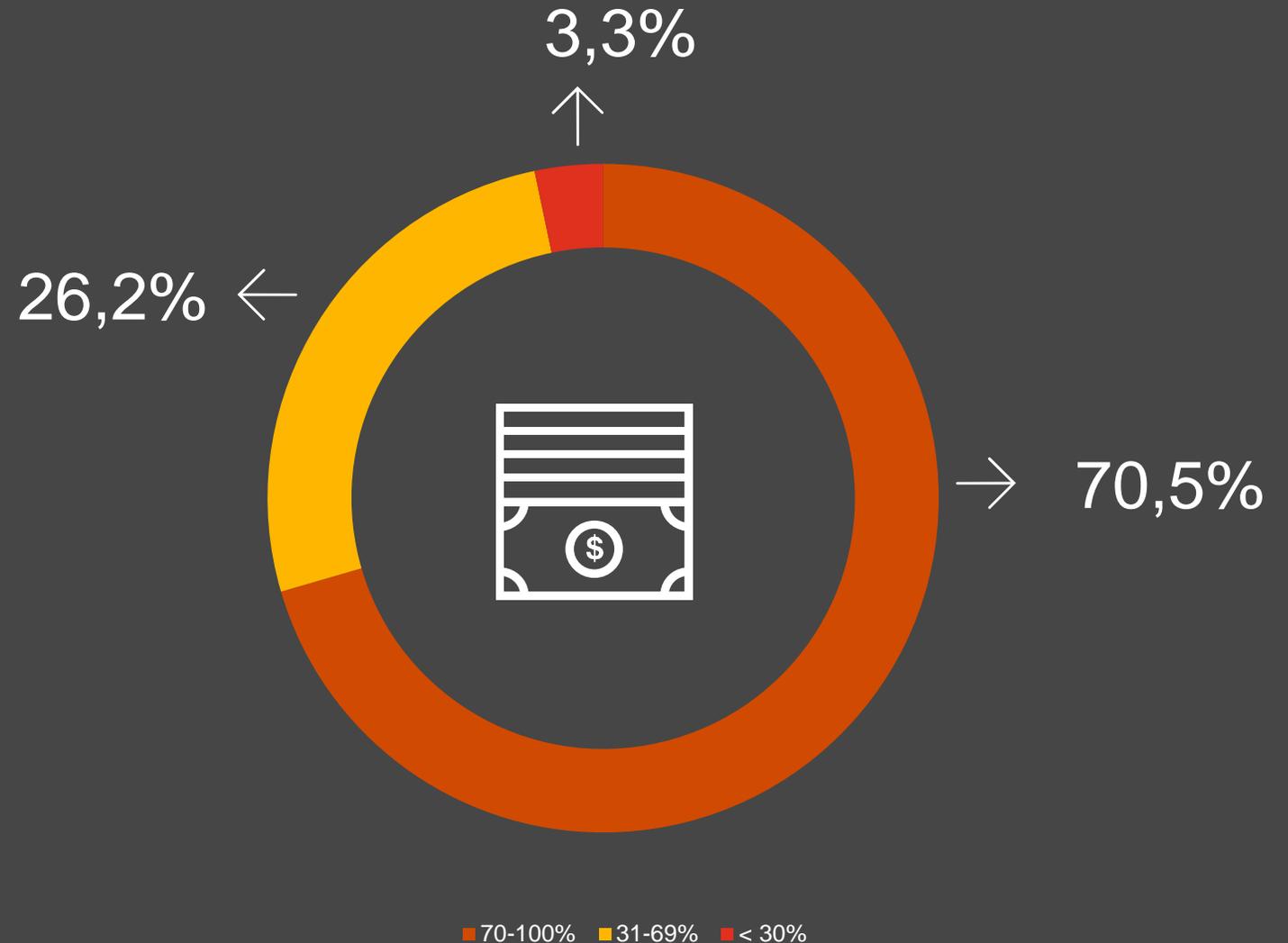
- In Deutschland will die Politik mit dem Zukunftsfonds die Etablierung von mehr großvolumigen VC-Fonds mobilisieren.
- Den umfassenden Maßnahmen des Zukunftsfonds für Co-Investments mit größeren Volumina stehen aktuell nur begrenzt großvolumige VC-Fonds gegenüber.
- Auch für Corporate Venture Capitalists (CVC) sind mehr großvolumige Investments wünschenswert.

# Weitere Thesen – Allgemeiner Teil

## 1.7

Der Investitionsschwerpunkt der Teilnehmer liegt dabei überwiegend auf B2B Geschäftsmodellen. Über 70% investieren zwischen 70-100% ihrer Investments in Portfoliounternehmen mit diesem Fokus.

Auf welche Marktteilnehmer fokussieren sich die Unternehmen, in die Sie investieren, überwiegend? Anteil des Investments (in % bezogen auf B2B) (n=61)

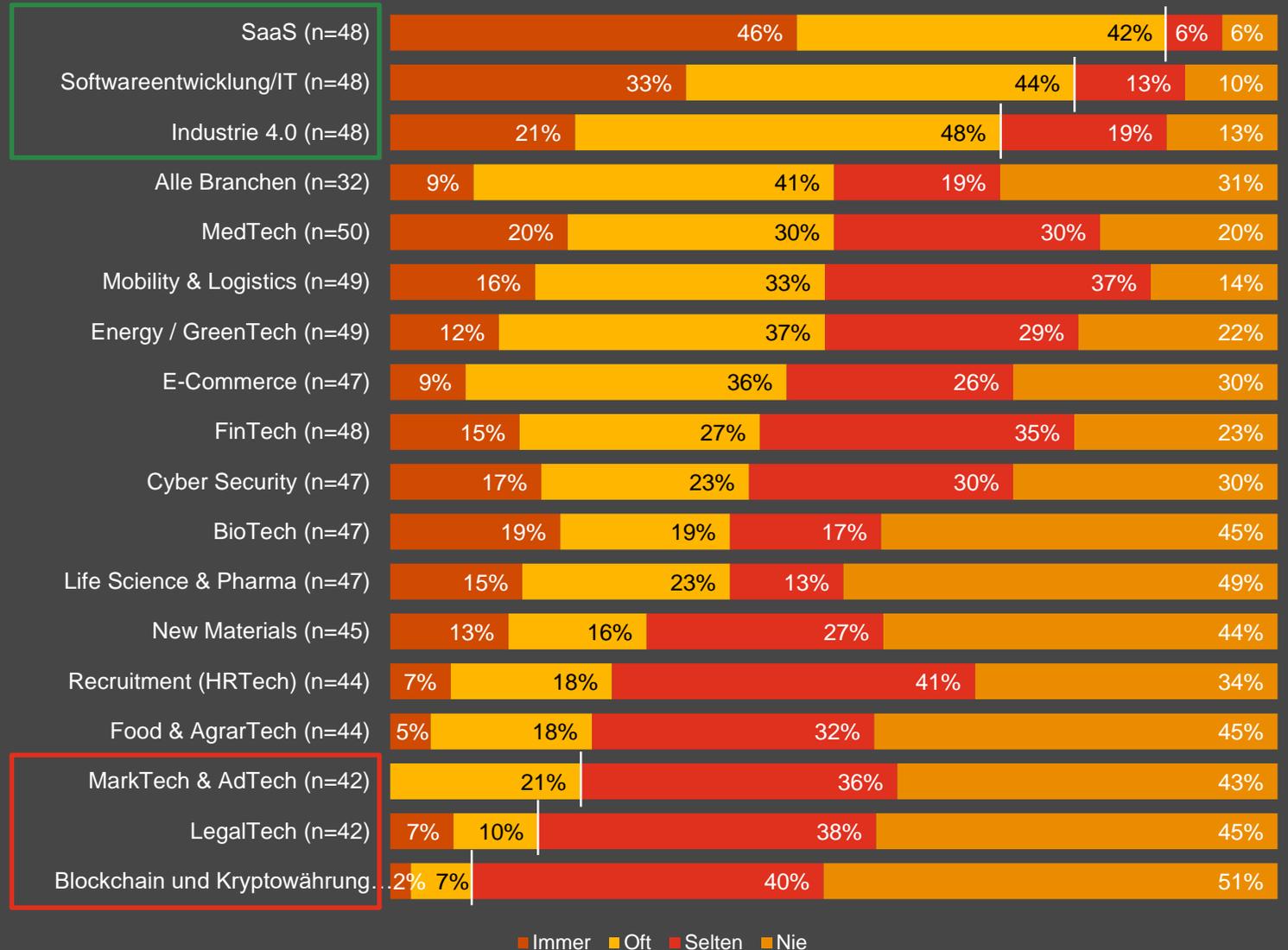


# Weitere Thesen – Allgemeiner Teil

## 1.8

Der Branchenfokus der Teilnehmer ist überwiegend SaaS, Softwareentwicklung und Industrie 4.0, welche von ca. 70-90% adressiert werden, während Life Science/MedTech, BioTech, FinTech, E-Commerce, Energy-/GreenTech, Cyber Security und Mobility & Logistics von 40-50% adressiert werden.

Auf welche Branche fokussieren sich Ihre Fonds? (Häufigkeit in %)

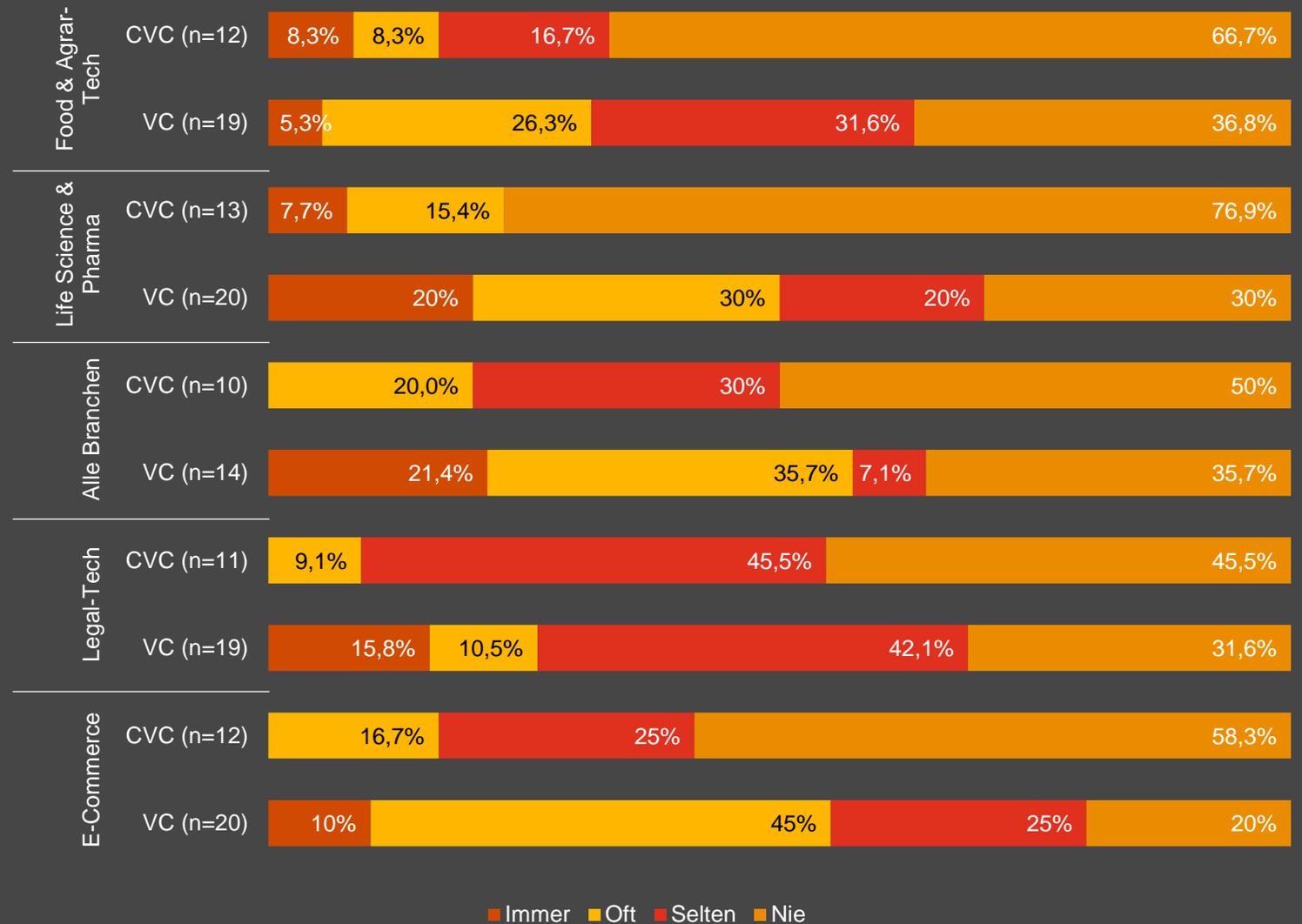


# Weitere Thesen – Allgemeiner Teil

## 1.9

Die größten Unterschiede zwischen VCs und CVCs zeigen sich bei den Branchen E-Commerce, LegalTech, Life Science sowie Food & AgrarTech.

Auf welche Branche fokussieren sich Ihre Fonds?

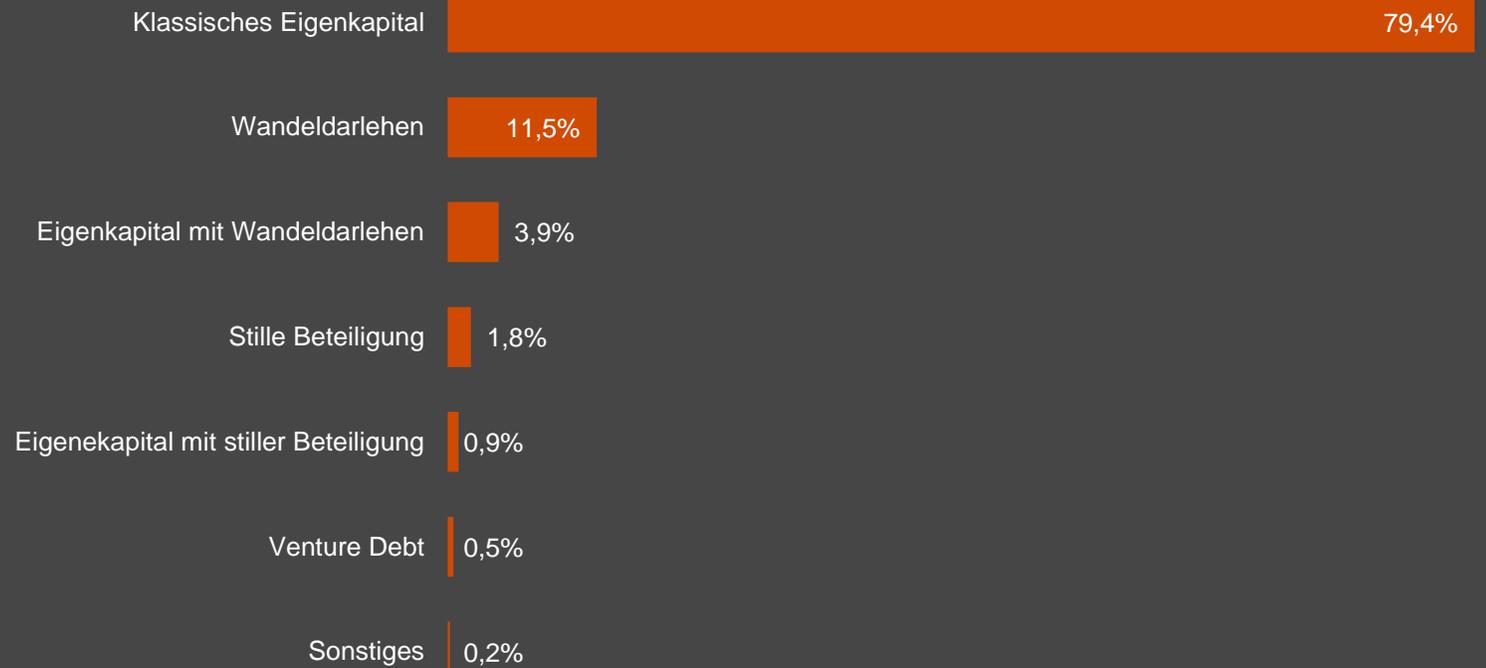


# Weitere Thesen – Allgemeiner Teil

## 1.10

Bei der Beteiligungsart dominiert die klassische, direkte Beteiligung mit Eigenkapital.

Welche Art der Beteiligung nehmen Sie normalerweise bei Ihren Portfoliounternehmen durchschnittlich vor (Aufteilung in %) (n=54)?



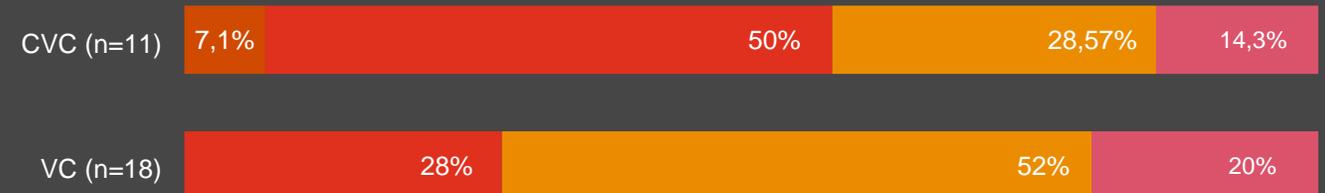
# Weitere Thesen – Allgemeiner Teil

## 1.11

Die klassische Eigenkapitalbeteiligung ist bei VCs etwas stärker ausgeprägt. Dafür sind Corporate Venture Capitalists eher bereit Wandeldarlehen auszugeben.

Welche Art der Beteiligung nehmen Sie normalerweise bei Ihren Portfoliounternehmen durchschnittlich vor (Aufteilung in %)?

### Klassisches Eigenkapital



### Wandeldarlehen



■ Nie ■ 1%-25% ■ 25%-50% ■ 50%-75% ■ 75%-99% ■ Immer

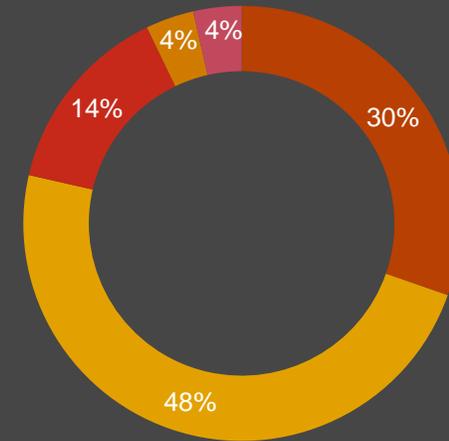
Anzahl Teilnehmer VC = 26 | Anzahl Teilnehmer CVC = 14

# Weitere Thesen – Allgemeiner Teil

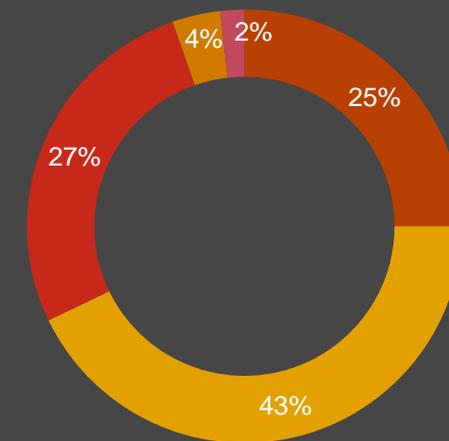
## 1.12

Bei den Finanzierungsvolumina innerhalb einzelner Finanzierungsrunden zeigen sich keine signifikanten Unterschiede zwischen dem Erst- und dem Folgeinvestment. Mehr als 2/3 der Teilnehmer investieren bis zu 5 Mio. Euro beim Erst- oder Folgeinvestment, mit der Tendenz zu höheren Volumina beim Folgeinvestment im Bereich 5-15 Mio. Euro.

Welches Finanzierungsvolumen haben in der Regel die einzelnen Finanzierungsrunden beim **Erstinvestment** (n=56)?



Welches Finanzierungsvolumen haben in der Regel die einzelnen Finanzierungsrunden beim **Folgeinvestment** (n=56)?



- Bis zu €1 Mio. Euro
- 5-15 Mio. Euro
- 25-50 Mio. Euro
- 1-5 Mio. Euro
- 15-25 Mio. Euro
- Über 50 Mio. Euro



2.0

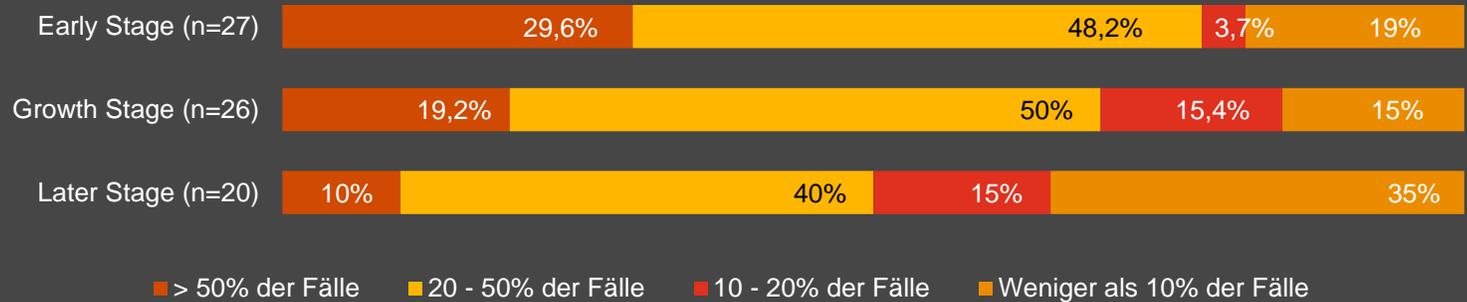
Weitere Thesen

# Weitere Thesen – Finanzierungs- runden und deren vertragliche Ausgestaltung

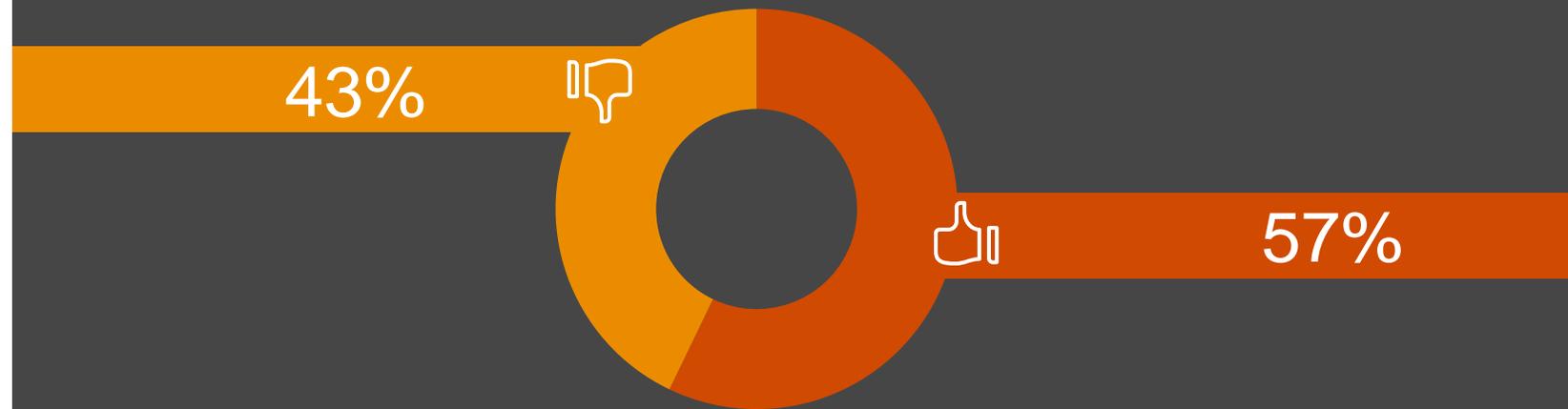
## 2.1

Liquidationspräferenzen werden insbesondere in frühen Phasen von den Investoren auch eingesetzt, um hohe Unternehmenswerte auszugleichen. Später preisen etwas mehr als die Hälfte der Investoren bereits bestehende Liquidationspräferenzen in den Unternehmenswert mit ein.

Wie oft haben Sie vorteilhaftere Liquidationspräferenzen zum Ausgleich von hohen Unternehmenswerten verhandelt? (Häufigkeit in %)



Preisen Sie ausgehandelte Liquidationspräferenzen vorheriger Finanzierungsrunden in den Unternehmenswert mit ein? (n=49)



# Das wurde erkannt



## Weitere Thesen – Finanzierungsrunden und deren vertragliche Ausgestaltung

Liquidationspräferenzen werden von Investoren eingesetzt, um hohe Unternehmenswerte auszugleichen.

## Darum ist es Wichtig

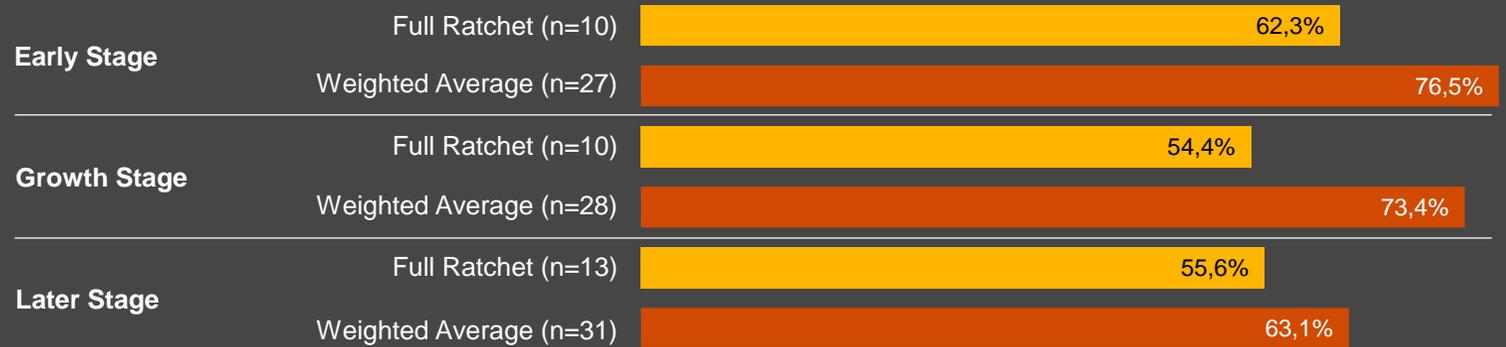
- Oft werden die Unternehmenswerte nur auf Basis der Finanzierungsrunden mit Beteiligungsquote und Finanzierungsvolumen ermittelt, aber nicht im Kontext der vereinbarten Sonderrechte.
- Liquidationspräferenzen, wie andere Studien auch bestätigen, können den Investoren erlauben, eine Bewertung zu akzeptieren, die sie ohne (oder schwächere) Liquidationspräferenzen abgelehnt hätten.
- Wasserfallanalysen zur Bestimmung der Verteilung der Exiterlöse mit Liquidationspräferenzen und anderen Cash-Flow Sonderrechten schaffen ein klares Bild.

# Weitere Thesen – Finanzierungs- runden und deren vertragliche Ausgestaltung

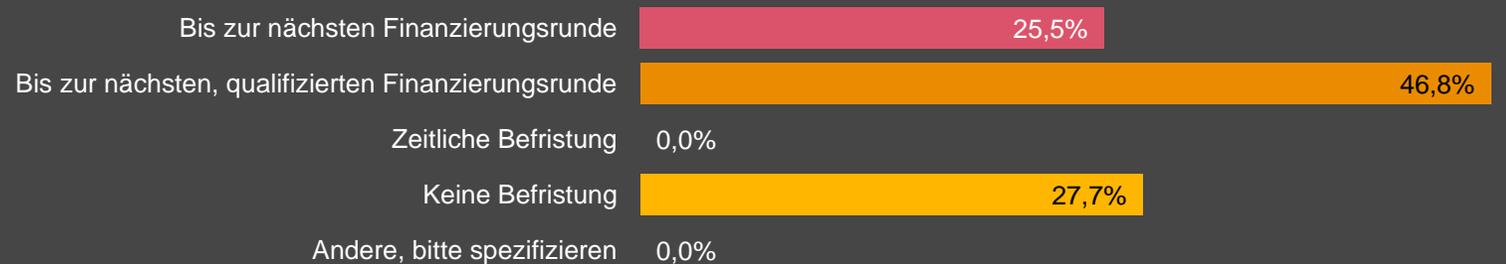
## 2.2

Fast 3/4 der Investoren erhalten Anti-Dilution Rechte nur bis zur nächsten Finanzierungsrunde. Dies kann dadurch erklärt werden, dass Neuinvestoren die Altinvestoren zur Aufhebung ihrer Rechte „zwingen“ und dies zur Bedingung ihres Investments machen. Zeitliche Befristungen werden gar nicht eingesetzt.

In wie viel % der Fälle setzten Sie Full Ratchet / Weighted Average Anti-Dilution Klauseln durch?



Welche Befristung haben Anti-Dilution Rechte überwiegend? (n=47) (Häufigkeit in %)



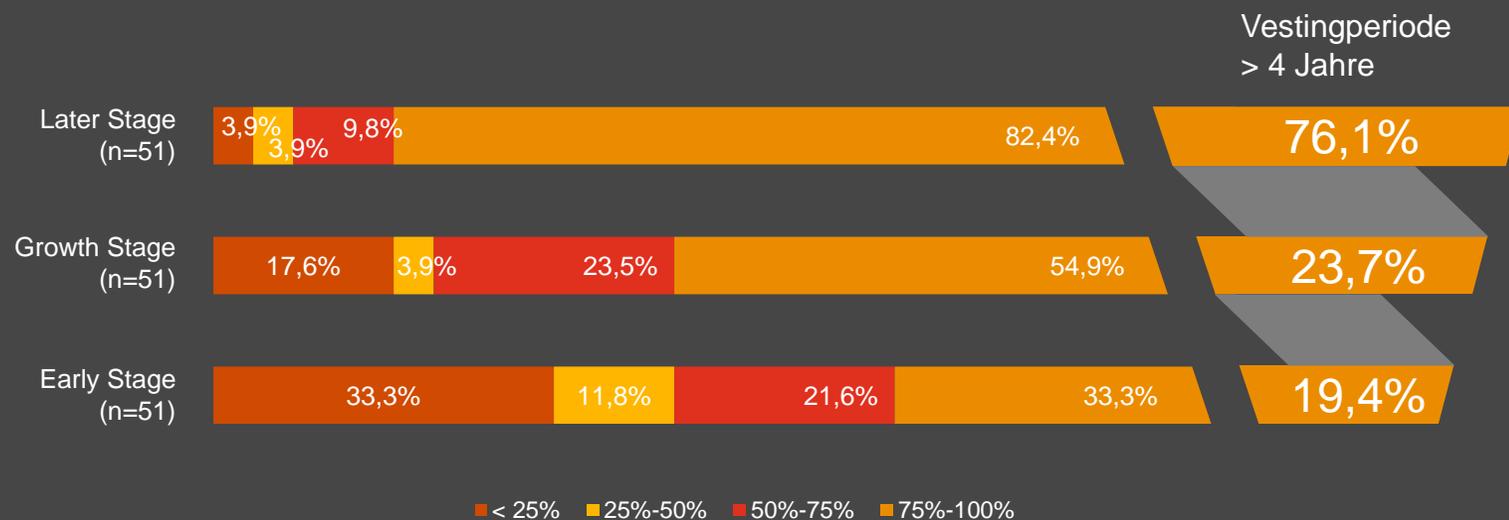
- Andere, bitte spezifizieren
- Keine Befristung
- Zeitliche Befristung
- Bis zur nächsten, qualifizierten Finanzierungsrunde
- Bis zur nächsten Finanzierungsrunde

# Weitere Thesen – Finanzierungs- runden und deren vertragliche Ausgestaltung

## 2.3

Während in der Early Stage Phase noch in mehr als 4/5 der Fälle ein Vesting für Gründer vereinbart wird, sinkt diese Zahl in der Later Stage auf 1/3. Auch die Vestingperiode verkürzt sich von der Early Stage bis zur Later Stage.\*

Wie oft vereinbaren Sie Vesting Klauseln für Gründer?



\*Die genaue Aufteilung der vereinbarten Laufzeiten können S. 70 entnommen werden.

# Weitere Thesen – Finanzierungs- runden und deren vertragliche Ausgestaltung

## 2.4

Meilensteine werden überwiegend für 2-3 Tranchen vereinbart. Obwohl mit den Faktoren Umsatz und technische Ziele zwei sehr gut messbare Faktoren überwiegen, so müssen und können trotzdem die Investoren über das Erreichen der Ziele entscheiden.\*

Nutzen Sie objektive oder subjektive Faktoren zur Bestimmung von Meilensteinen?  
(n=50) (Häufigkeit in %)



→ 20 x wurden Umsatzziele als objektive Meilensteine genannt

→ 5 x technische Entwicklungsziele sowie Produktentwicklung.

Wenn objektiv: Verlangen Sie trotzdem die Zustimmung der Investoren? (n=45)  
(Häufigkeit in %)

24,4%



75,6%

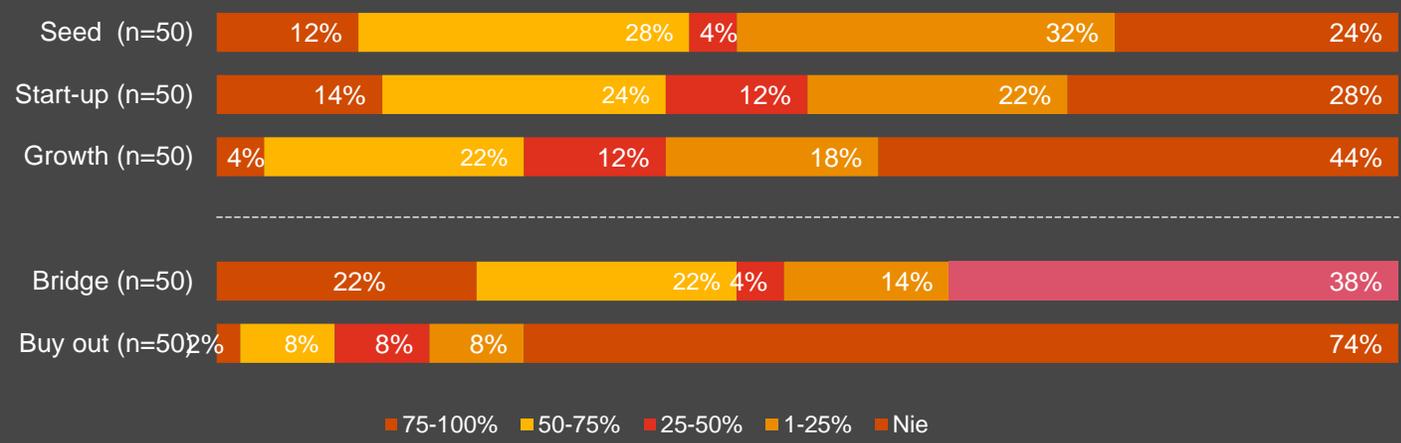
\*Weitere Informationen zu Meilensteinen siehe S.73f.

# Weitere Thesen – Finanzierungs- runden und deren vertragliche Ausgestaltung

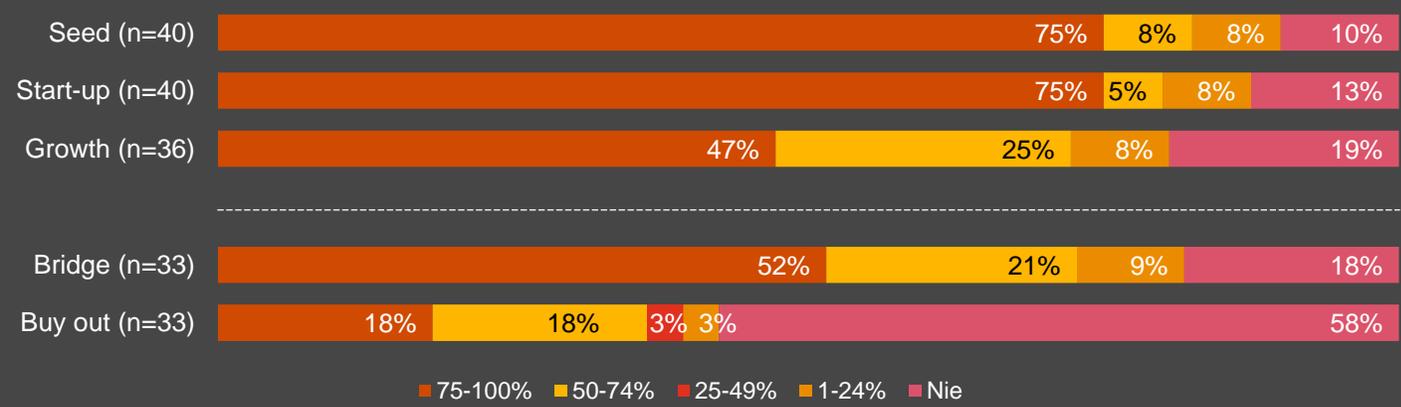
## 2.5

Wandeldarlehen werden in mehr als 50% der Fälle eher selten vereinbart. Sofern doch, finden sich überwiegend Discounts in Höhe von 20% wieder sowie speziell in frühen Phasen individuell vereinbarte Caps auf die Folgebewertung.\*

In welchen Phasen investieren Sie über Wandeldarlehen in Unternehmen?  
(Häufigkeit in %)



Wie viel % Ihrer Wandeldarlehen enthalten Discounts für Wandlungszwecke auf die Bewertung der folgenden Finanzierungsrunde?



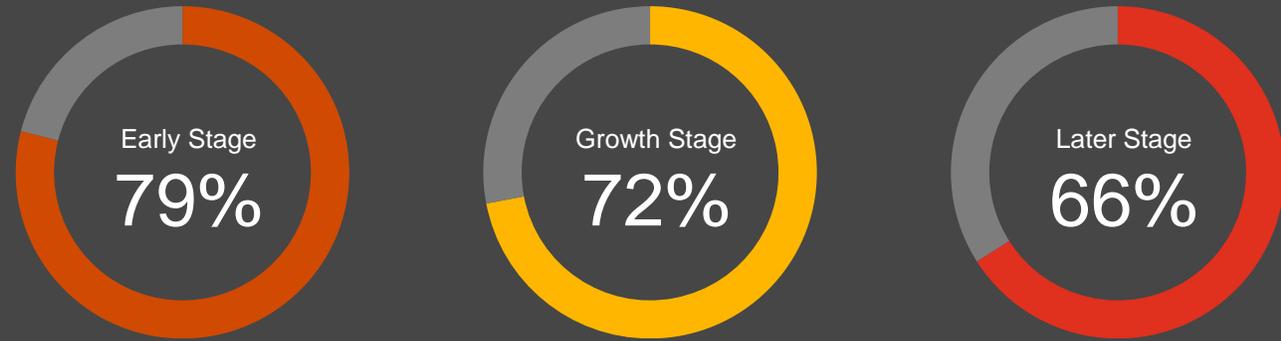
\*Weiterführende Auswertungen zu Wandeldarlehen siehe S.75f.

# Weitere Thesen – Finanzierungs- runden und deren vertragliche Ausgestaltung

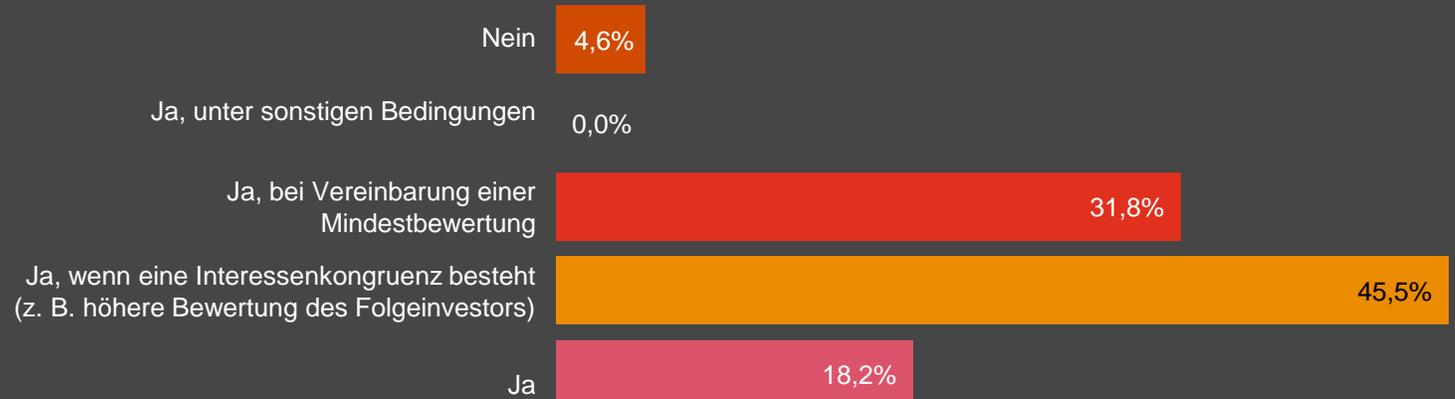
## 2.6

Ein Drag Along ist Standard im Early Stage-Bereich mit leicht abnehmender Tendenz über die Lebensdauer des Portfoliounternehmens. Fast die Hälfte der Investoren akzeptieren sogar in Folgerunden ein Drag durch Folgeinvestoren; knapp 1/3 jedoch nur bei Vereinbarung einer Mindestbewertung.

Bei wieviel % Ihrer Beteiligungen vereinbaren Sie Drag Along Rechte?  
(Mittelwert, n=48)



Akzeptieren Sie Drag Along Rechte von Folgeinvestoren gegen Sie? (n=44)  
(Häufigkeit in %)



# Weitere Thesen – Finanzierungs- runden und deren vertragliche Ausgestaltung

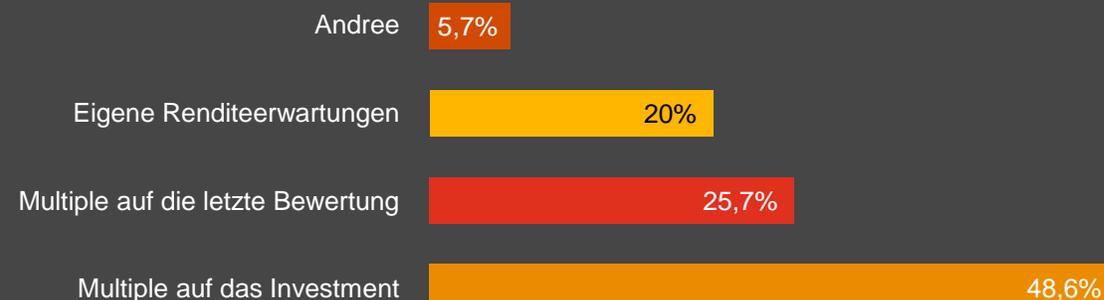
## 2.7

Überwiegend wird für ein Drag Along eine Mindestbewertung gefordert, welche jeweils aus einem bestimmten Multiple auf das Investment der jeweiligen Runde errechnet wird. Weit überwiegend wird das Vorerwerbsrecht im Falle eines Drags ausgeschlossen.

Welche dieser Gestaltungsmöglichkeiten vereinbaren Sie bei Drag Along Klauseln?  
(n=37) (Häufigkeit in %)



Wie errechnet sich die Mindestbewertung bei der Drag Klausel? (n=35)  
(Häufigkeit in %)

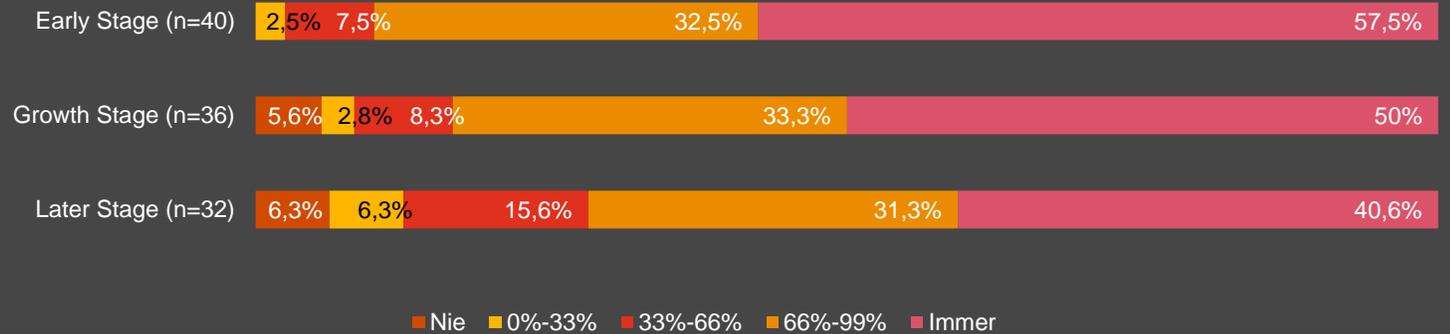


# Weitere Thesen – Finanzierungs- runden und deren vertragliche Ausgestaltung

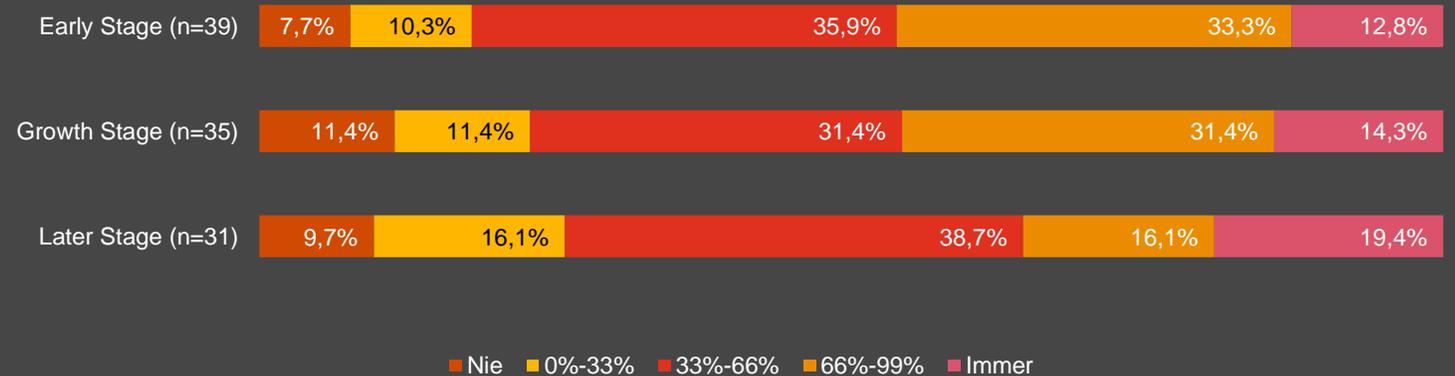
## 2.8

Tag Along Rechte werden investorensseitig fast immer vereinbart. Auf der anderen Seite werden Gründern diese in bis zu 25% der Fälle gar nicht oder nur selten eingeräumt.

Bei wieviel % Ihrer Beteiligungen vereinbaren Sie Tag Along Klauseln?



In wieviel % Ihrer Fälle erhalten Gründer ebenfalls Tag Along Rechte?

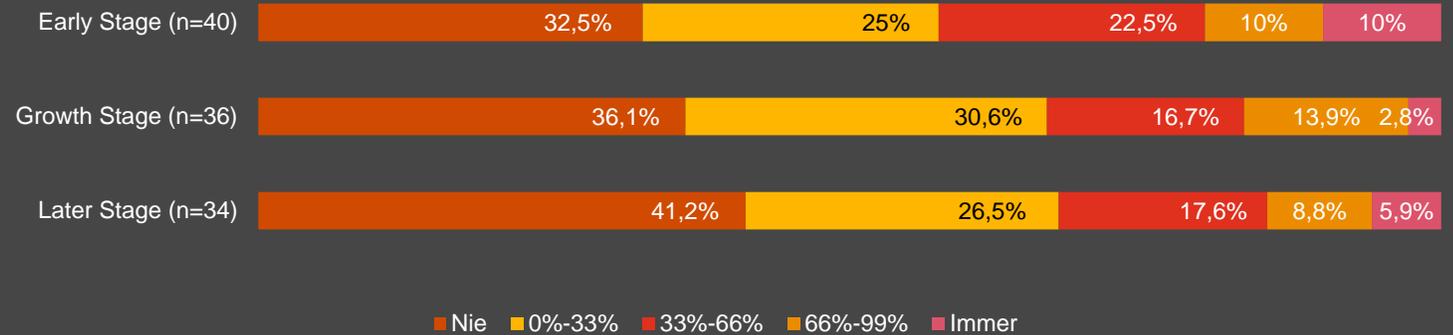


# Weitere Thesen – Finanzierungs- runden und deren vertragliche Ausgestaltung

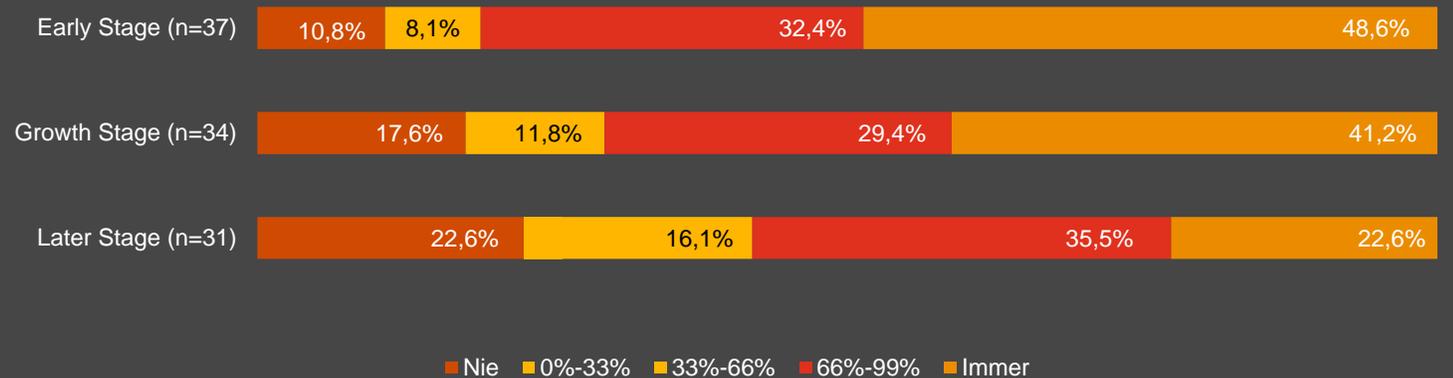
## 2.8

Ein Redemption Right (Einziehungsrecht) ist ein eher wenig eingesetztes Instrument; in der Early Stage gibt 1/3 an, dies grundsätzlich nicht zu vereinbaren, in der Later Stage sogar etwas mehr als 40%. Ganz im Gegenteil dazu steht das „Right of First Refusal“ (Vorerwerbsrecht). Ca. 50% der Teilnehmer gaben an, in der Early Stage ein Vorerwerbsrecht immer in den Verträgen zu verankern, in späteren Phasen nimmt die Relevanz ab, sodass in der Later Stage nur noch 1/4 der Investoren darauf bestehen. Dies könnte sich damit erklären lassen, dass der Verkauf einzelner Anteile in späteren Phasen immer unwahrscheinlicher wird; sondern eher ein gemeinsamer Exit im Raum steht.

Bei wieviel % Ihrer Beteiligungen vereinbaren Sie Redemption Rights?



Bei wieviel % Ihrer Beteiligungen vereinbaren Sie Rights of First Refusal?





3.0

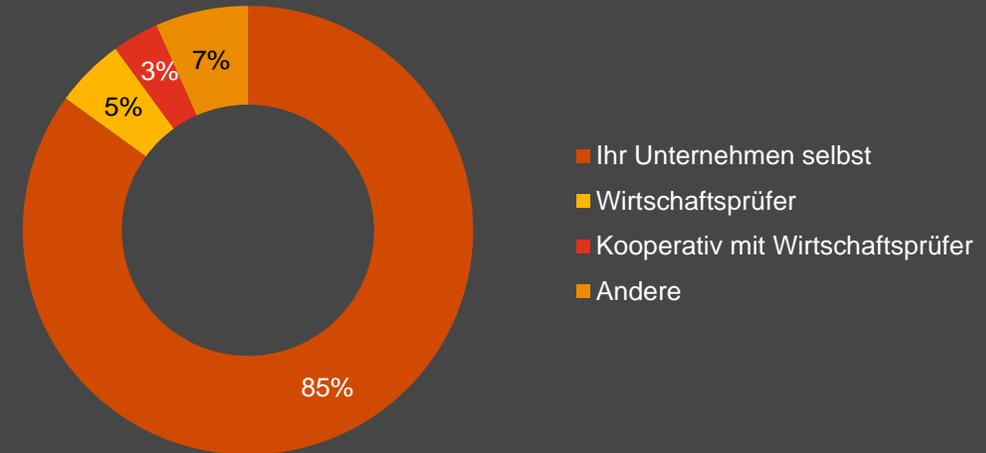
Weitere Thesen

# Weitere Thesen – Bewertung von Startups

## 3.1

Die Bewertungen der Portfoliounternehmen werden meistens Inhouse für die (Folge-) Investmententscheidungen vorgenommen.

Wer übernimmt die (Folge-) / Bewertung von Portfolio Unternehmen? (n=60)



Für welche Zwecke erfolgt die (Folge-) / Bewertung von Portfolio Unternehmen?

Häufigkeit in % (bezogen auf Anzahl der Teilnehmer 61)

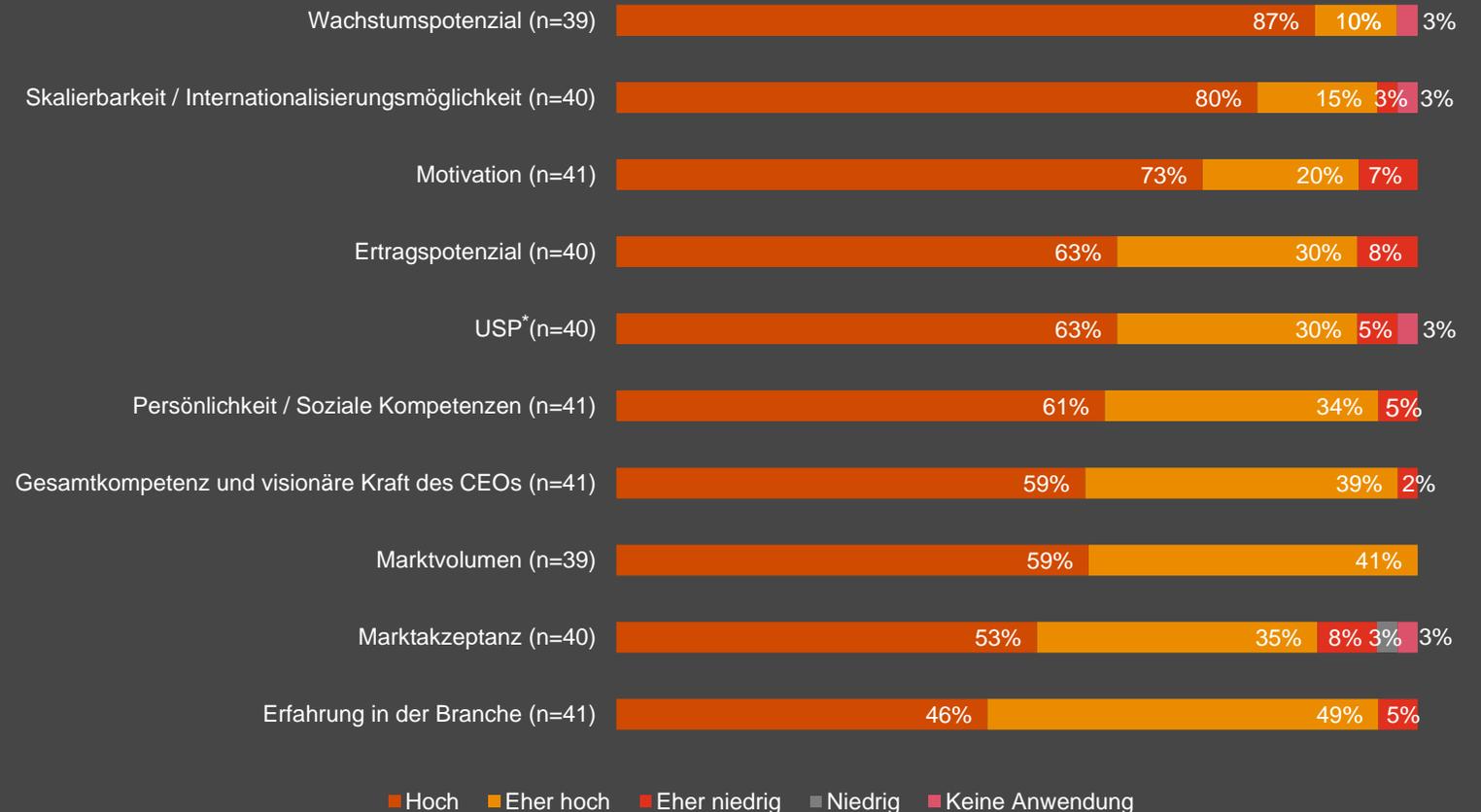


# Weitere Thesen – Bewertung von Startups

## 3.2

Bei der Bewertung von Startups spielen vor allem marktspezifische Kriterien, aber auch der USP\* sowie persönliche Komponenten eine große Rolle.\*\*

### Rangfolge der wichtigsten qualitativen Bewertungskriterien



\*Unique Selling Point; \*\*Weitere Informationen zu den qualitativen Bewertungskriterien siehe S.79ff.

# Weitere Thesen – Bewertung von Startups

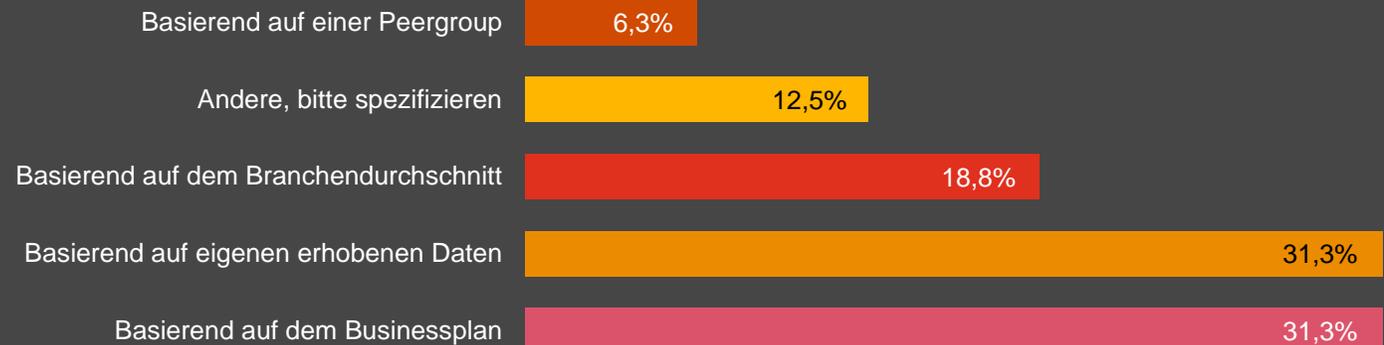
## 3.3

Die meisten Geldgeber ermitteln die Wachstumsrate entweder auf Basis des Businessplans oder eigenen Daten. Peergroups oder Branchendurchschnitte werden seltener genutzt.

Wie viele Phasen nehmen Sie bei dem DCF Modell an? (n=15)  
(Häufigkeit in %)



Wie wird die Wachstumsrate in der Detailplanungsphase ermittelt? (n=16)



\*Weitere Informationen zu dem DCF Modell siehe S.83.



4.0

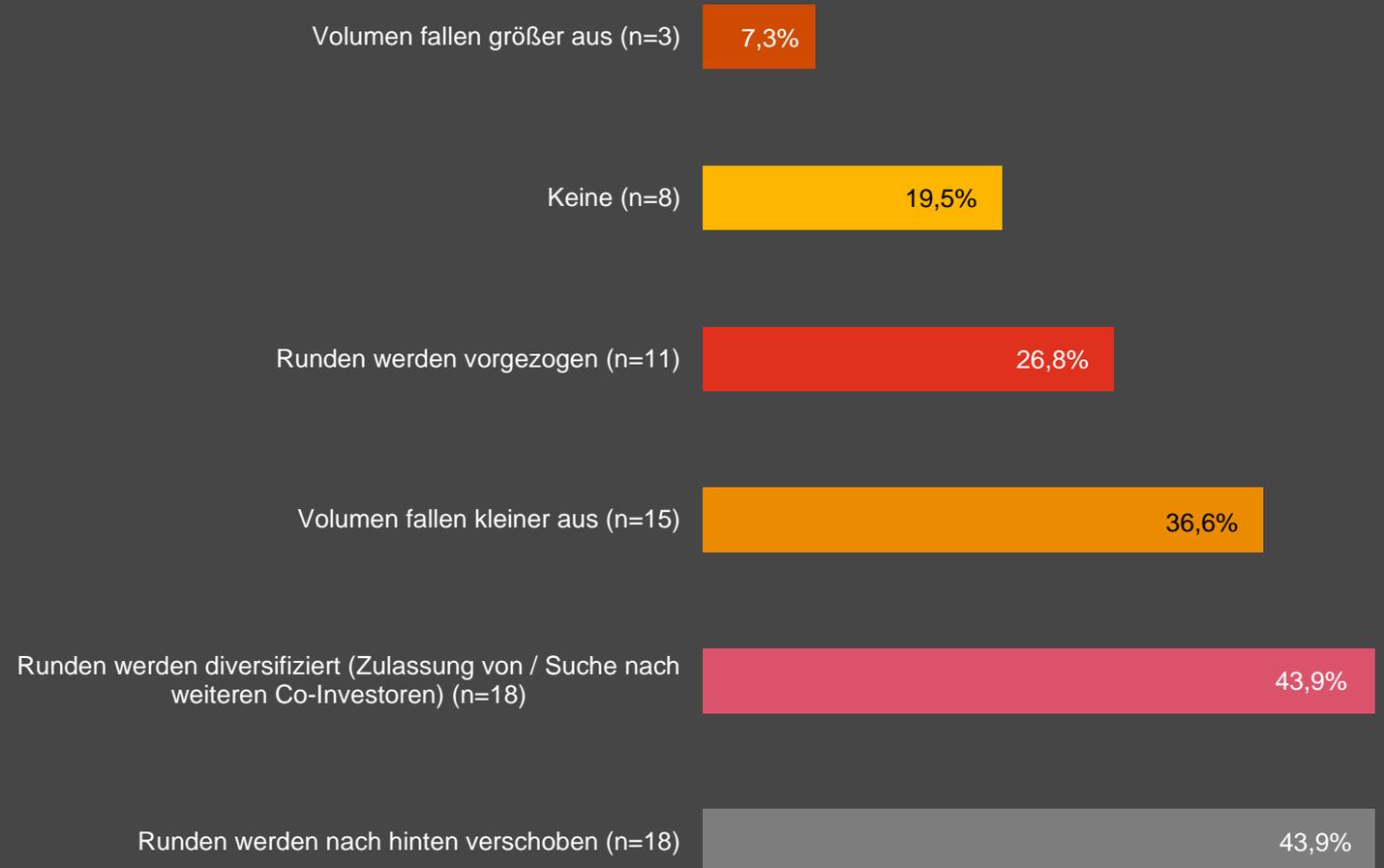
Weitere Thesen

# Weitere Thesen – Sonderfragen zu COVID-19

## 4.1

Aufgrund der COVID-19 Krise werden Runden tendenziell nach hinten verschoben, bzw. stärker diversifiziert. Es zeigt sich ebenfalls ein Trend zu kleineren Runden.

Welche Auswirkungen hat die COVID-19-Krise auf den Abschluss weiterer Finanzierungsrunden im bestehenden Portfolio? (n=41) (Häufigkeit in %)

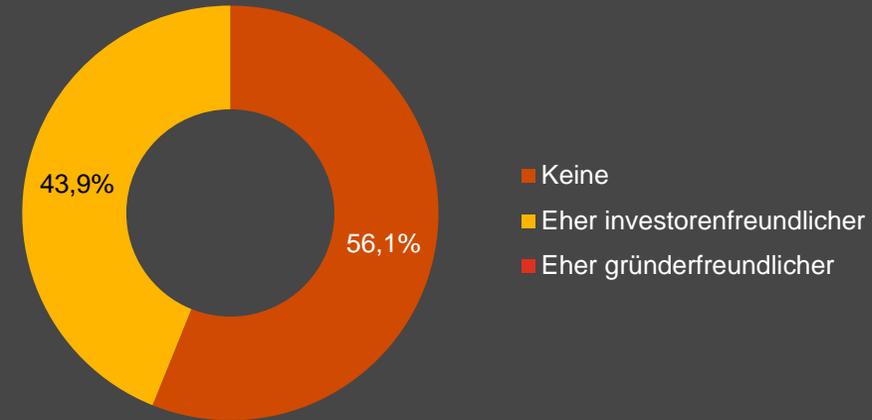


# Weitere Thesen – Sonderfragen zu COVID-19

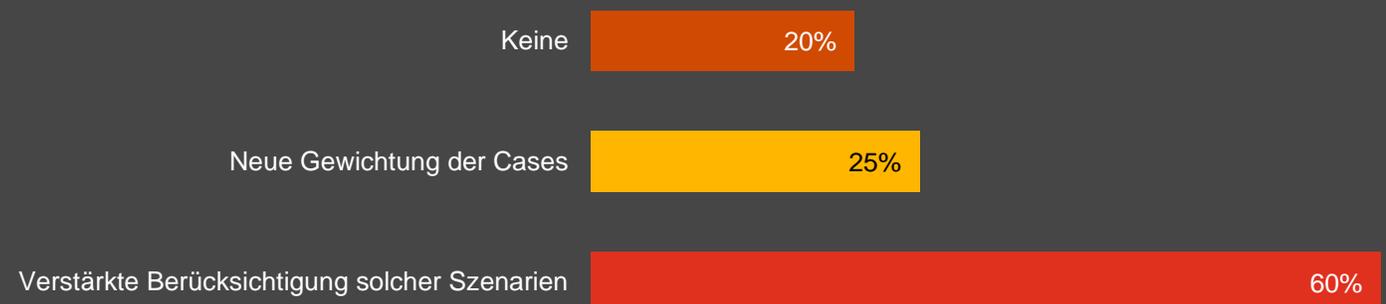
## 4.2

Entsprechend werden in 44% investorenfreundlichere Liquidationspräferenzen gewählt. Für die Bewertung werden besondere Szenarien gerechnet.

Welche Veränderungen in den Liquidationspräferenzen gibt es aufgrund der COVID-19 Krise? (n=41)



Welche Auswirkungen hat die COVID-19 Krise auf die Rechnung von Szenarien? (Anpassung der Best-, Worst, Normal Cases) (n=40) (Häufigkeit in %)



# Das wurde erkannt



## Weitere Thesen – Sonderfragen zu COVID-19

Mehrheitlich wurden nach Signing und vor Closing Bewertungen oder Terms verändert. 92% der Investoren wollen vereinbarte Anti-Dilution Rechte im Falle einer Down Round aufgrund der COVID-19 Krise zu Lasten der Gründer durchsetzen.

## Darum ist es Wichtig

- COVID-19-bedingt kann es zu Belastungen in der gerade erfolgten Finanzierungsrunde und in der Folgerunde kommen.
- Durch Anti-Dilution Rechte bei Down Rounds kann die Beteiligung der Gründer stark über die normale Verwässerung hinaus reduziert werden, was die Motivation der Gründer konterkarieren kann.
- Die Start-Up-Unternehmen brauchten und brauchen weiterhin staatliche Unterstützung in der COVID-19-Krise, um das Start-Up-Ökosystem in der Krise zu stärken: Eine zeitnahe Umsetzung des Zukunftsfonds kann helfen.



D

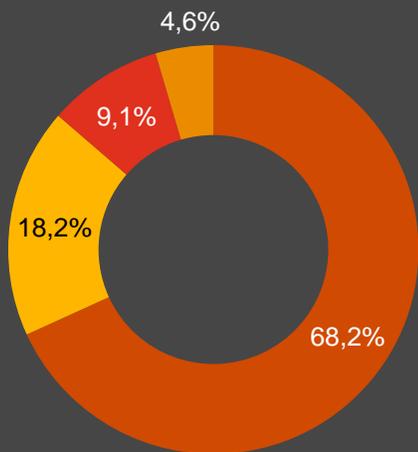
Anhang: Weiterführende  
Fragestellungen

# Anhang – Daten zu den Teilnehmern

## 1.1

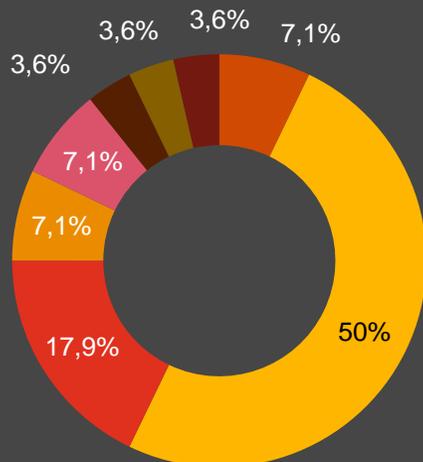
Überwiegend halten die Teilnehmer nur einen Fonds je Größenkategorie. Bei Größen über 200 Mio. Euro ist die Verteilung heterogener, und es besteht eine Tendenz zu mehr Fonds unter den Teilnehmern. Generell lässt sich jedoch sagen, dass die Teilnehmer meist mehr als einen Fonds in unterschiedlichen Größenkategorien verwalten.

< 30 Mio. Euro (n=22)



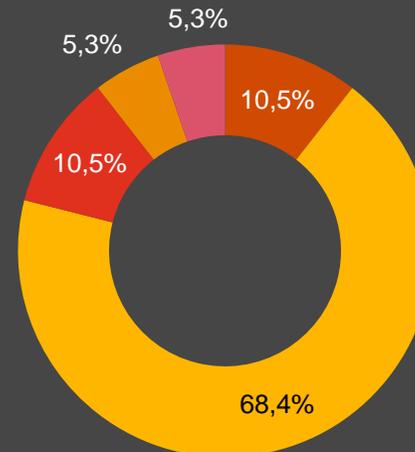
- 1 Fonds
- 2 Fonds
- 5 Fonds
- 7 Fonds

30 – 100 Mio. Euro (n=28)



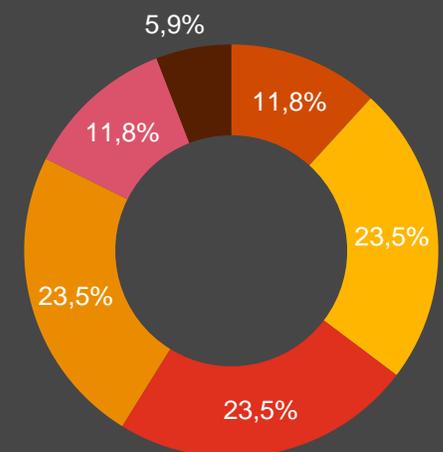
- Kein Fonds
- 1 Fonds
- 2 Fonds
- 3 Fonds
- 4 Fonds
- 5 Fonds
- 10 Fonds
- 15 Fonds

100 – 200 Mio. Euro (n=19)



- Kein Fonds
- 1 Fonds
- 2 Fonds
- 4 Fonds
- 3 Fonds

> 200 Mio. Euro (n=17)



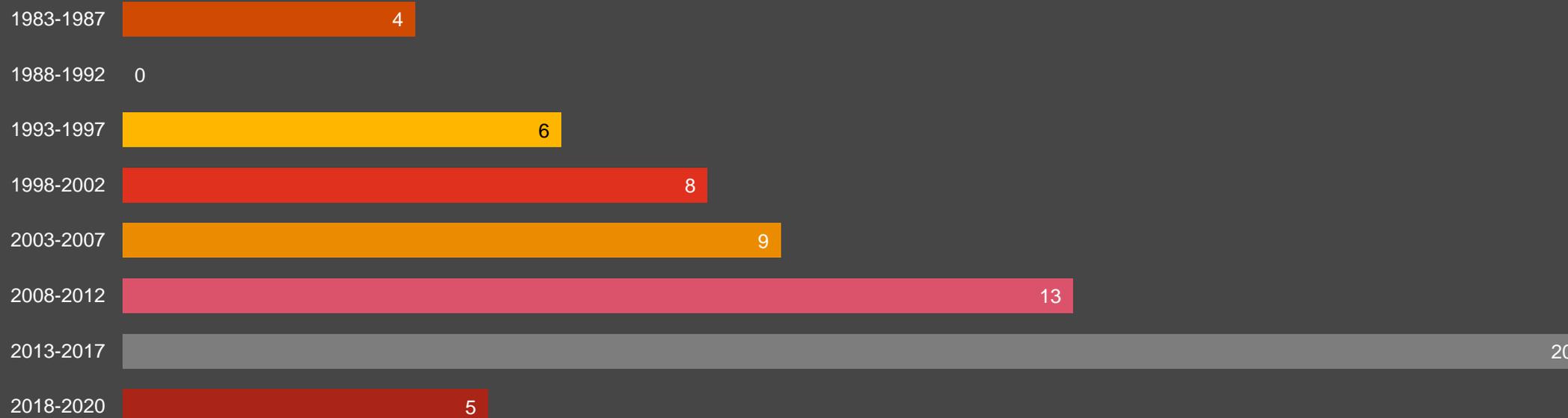
- Kein Fonds
- 1 Fonds
- 2 Fonds
- 4 Fonds
- 3 Fonds
- 6 Fonds

# Anhang – Daten zu den Teilnehmern

## 1.2

Die meisten Gesellschaften der Teilnehmer wurden zwischen 2013 und 2017 gegründet.

Wann wurde Ihre Venture Capital Gesellschaft gegründet?  
(n=65)

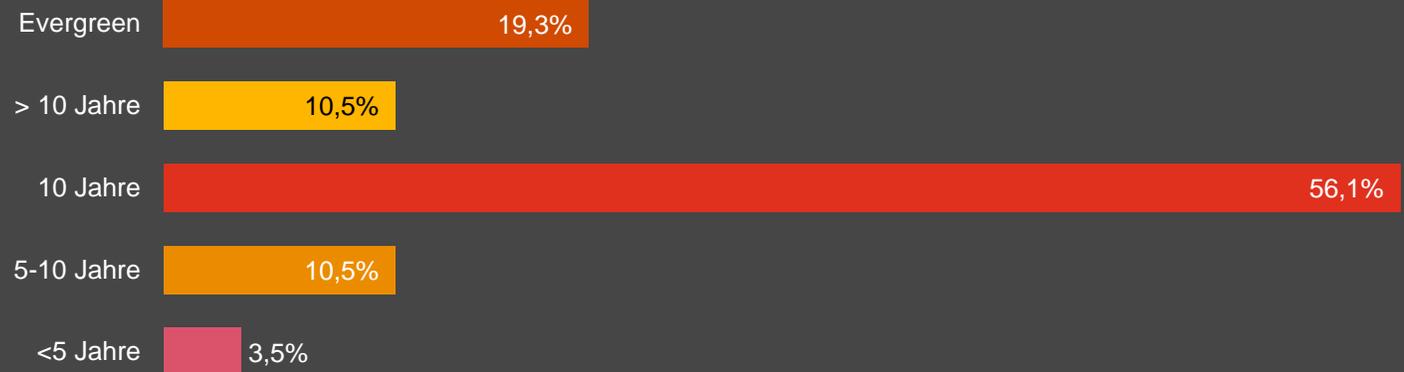


# Anhang – Daten zu den Teilnehmern

## 1.3

Die durchschnittliche Laufzeit beträgt mehrheitlich 10 Jahre mit Verlängerungsoptionen, bei einer Anlagedauer von 5-8 Jahren. Fast 1/5 der Teilnehmer verwaltet Evergreen Fonds.

Was ist die durchschnittliche Laufzeit Ihrer Fonds?  
(n=57) (Häufigkeit in %)



Gibt es Verlängerungsoptionen für die Dauer Ihrer Fonds?  
(n=57)



# Anhang – Daten zu den Teilnehmern

## 1.4 Die Mehrheit der Fonds der Teilnehmer fokussieren sich auf europäische und weltweite Investments.

In welche Regionen investieren Ihre Fonds?  
(n=62) (Anzahl an Fonds)

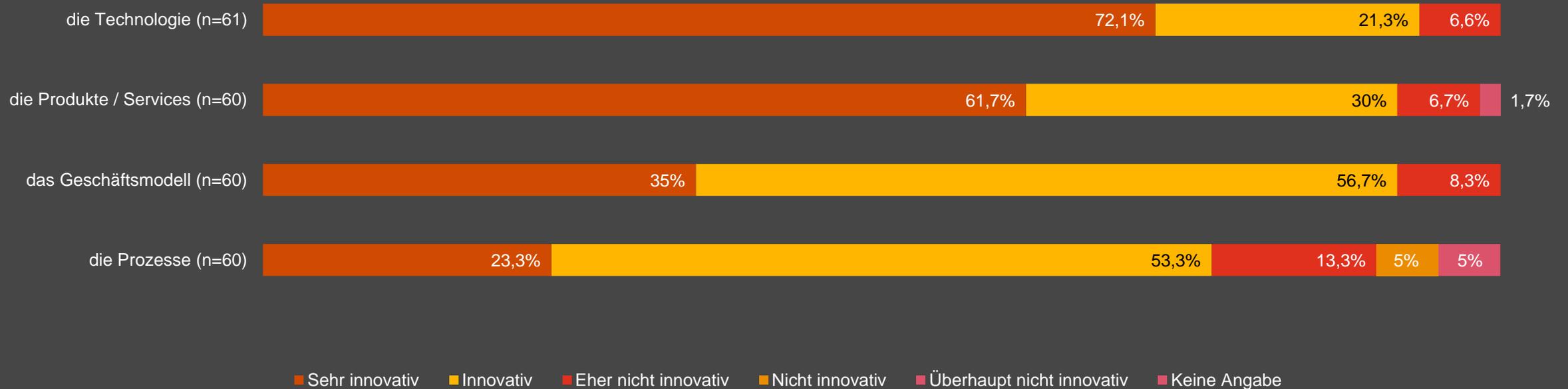


# Anhang – Daten zu den Teilnehmern

## 1.5

Die Portfoliounternehmen sind überwiegend sehr innovativ, bezogen auf die Technologie sowie die angebotenen Produkte / Services. Geschäftsmodelle und Prozesse tragen weniger zur Innovationskraft bei.

Wie innovativ sind die Portfoliounternehmen in Bezug auf...  
(Häufigkeit in %)

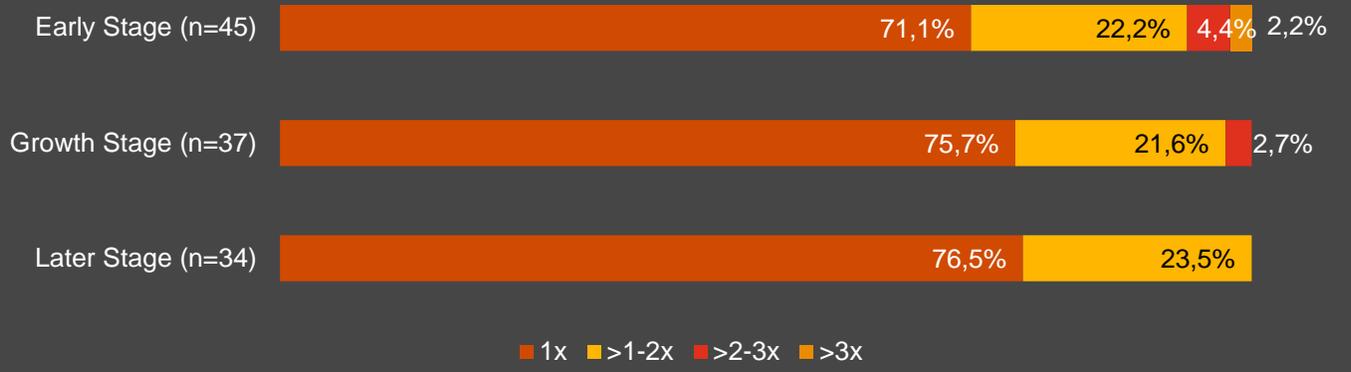


# Anhang – Daten zu Liquidationspräferenzen

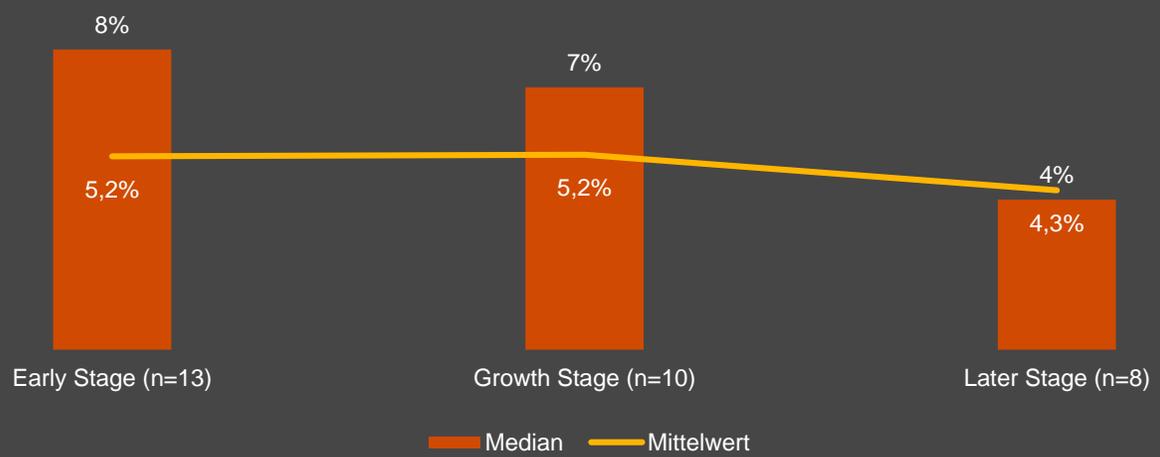
## 2.1

Überwiegend vereinbaren die Teilnehmer keinen Multiplikator auf das Investment bei den Liquidationspräferenzen.

Welchen Multiplikator setzen Sie bei Liquidationspräferenzen für gewöhnlich an? (Häufigkeit in %)



Welchen Zinssatz setzen Sie bei Liquidationspräferenzen für gewöhnlich an?



# Anhang – Daten zu Liquidationspräferenzen

## 2.2

Caps auf die Partizipation treten mit 1/3 der Fälle eher selten auf. Dividendenpräferenzen werden eher selten vereinbart.

Bei wie viel % der Liquidationspräferenzen vereinbaren Sie einen Cap auf die Partizipation? (Mittelwert in %)



Wie oft vereinbaren Sie Dividendenpräferenzen? (Mittelwert in %)

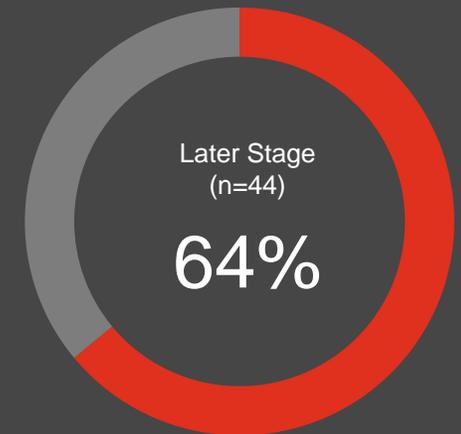
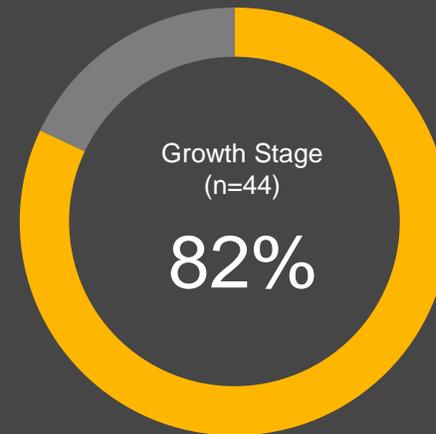
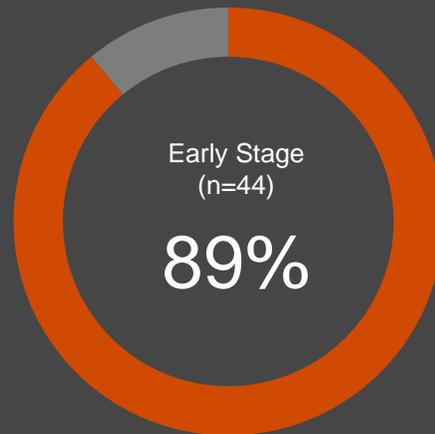


# Anhang – Daten zu Liquidationspräferenzen

## 2.3

Fast ausschließlich werden in der Early Stage Liquidationspräferenzen nach dem LIFO (Last-In First-Out) Prinzip vereinbart. Speziell in der Later Stage nimmt diese Vereinbarung etwas ab.

In wie viel % der Fälle sind die vereinbarten Liquidationspräferenzen Senior zu vorherigen Präferenzen (= die zuletzt vereinbarte Liquidationspräferenz wird vorrangig bedient)?



# Anhang – Daten zu Anti-Dilution

## 3.1

Werden Anti-Dilution Klauseln durchgesetzt, erhalten die Investoren bei der Kapitalerhöhung Ausgleichsanteile, um ihrer Verwässerung entgegenzuwirken. Es zeigt sich unter den Teilnehmern eine Tendenz, dass die Anteilsklasse ausgegeben wird, die auch in der Initialinvestmentrunde ausgegeben wurde. Es ist aber kein eindeutiger Marktstandard zu erkennen.

Welche Anteilsklasse wird üblicherweise bei der Kapitalerhöhung durch Anti-Dilution ausgegeben? (n=47) (Häufigkeit in %)

Ausgleich der Verwässerung durch Common Shares

31,9%

Ausgleich der Verwässerung durch Preferred Shares der neuen Finanzierungsrunde

25,5%

Ausgleich der Verwässerung durch Preferred Shares der Initialinvestmentrunde

40,4%

Andere, bitte spezifizieren

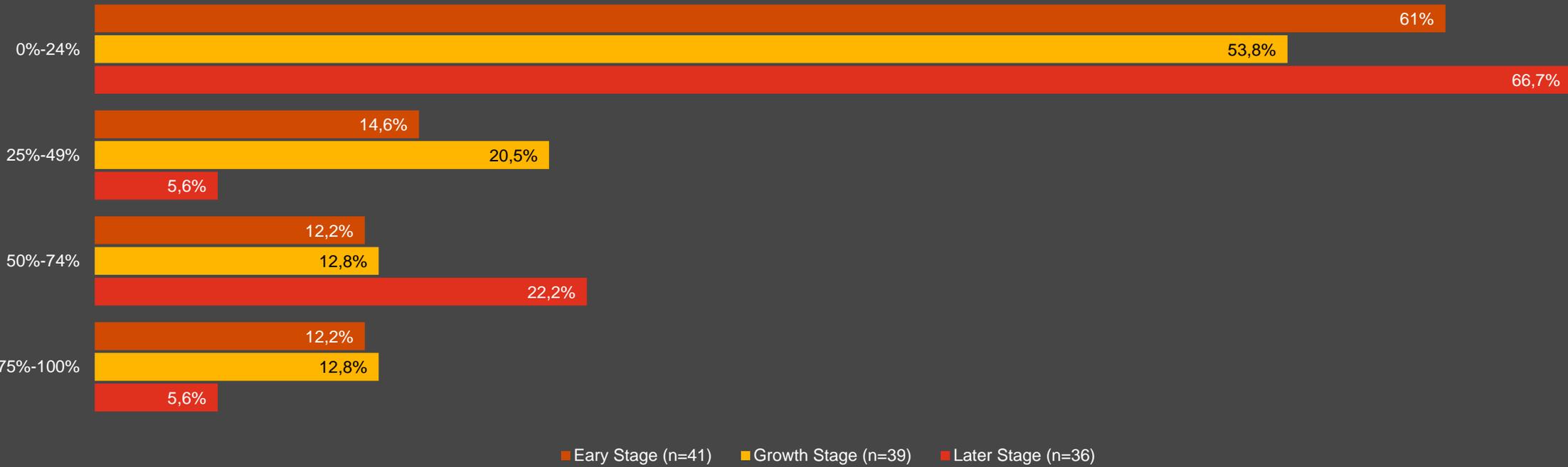
2,1%

# Anhang – Daten zu Pay-to-Play

## 4.1

Pay-to-Play Klauseln werden selten vereinbart.

Wie oft vereinbaren Sie Pay-to-Play Klauseln? (Häufigkeit in %)

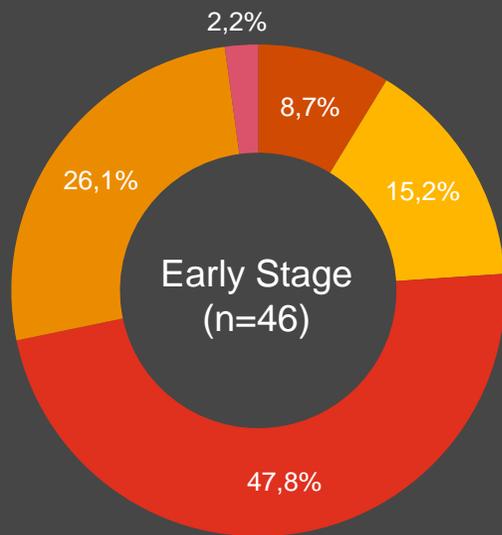


# Anhang – Daten zu Vesting

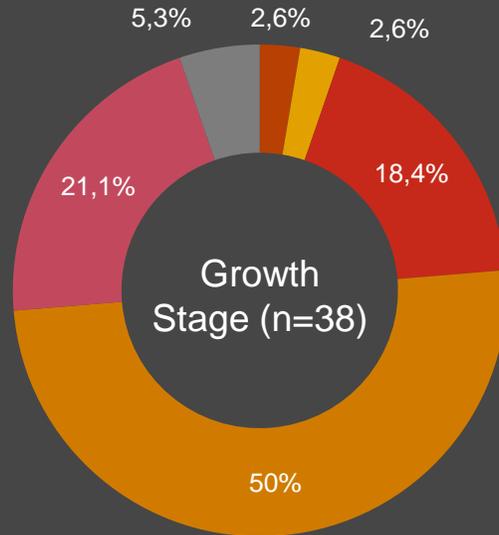
## 5.1

Üblich sind Vestingzeiträume von 3-5 Jahren für Early Stage Startups. In der Growth Stage nimmt der Zeitraum erwartungsgemäß etwas ab auf nur noch 2-4 Jahre, während in der Later Stage nur noch 2-3 Jahre üblich sind.

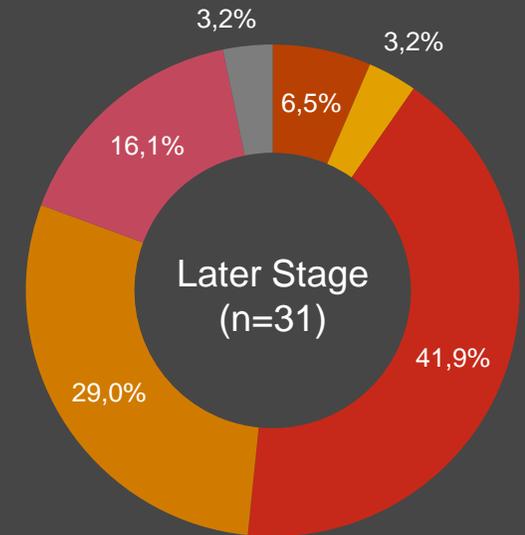
Über welchen Zeitraum werden Vestingvereinbarungen geschlossen? (Bitte die durchschnittlichen Jahre angeben)



■ 2 Jahre ■ 3 Jahre ■ 4 Jahre ■ 5 Jahre ■ 6 Jahre



■ 0 Jahre ■ 1 Jahr ■ 2 Jahre ■ 3 Jahre ■ 4 Jahre ■ 5 Jahre



■ 0 Jahre ■ 1 Jahr ■ 2 Jahre ■ 3 Jahre ■ 4 Jahre ■ 5 Jahre

# Anhang – Daten zu Vesting

## 5.2

20% der Teilnehmer nutzen eine double trigger Ausgestaltung des Accelerated Vesting und 46,67% einen single trigger. Beliebtest ist es, ein Cliff und Vesting an die Beschäftigungsdauer zu knüpfen. Dies gaben jeweils 75,56% der Befragten an.

Welche Ausgestaltungsoptionen setzten Sie beim Gründer-Vesting ein? (n=45) (Häufigkeit in %)

Accelerated Vesting beim Exit (single trigger) (n=21)

46,7%

Accelerated Vesting beim Exit (double trigger) (n=9)

20%

Cliff (n=34)

75,6%

Vesting nach Beschäftigungsdauer (n=34)

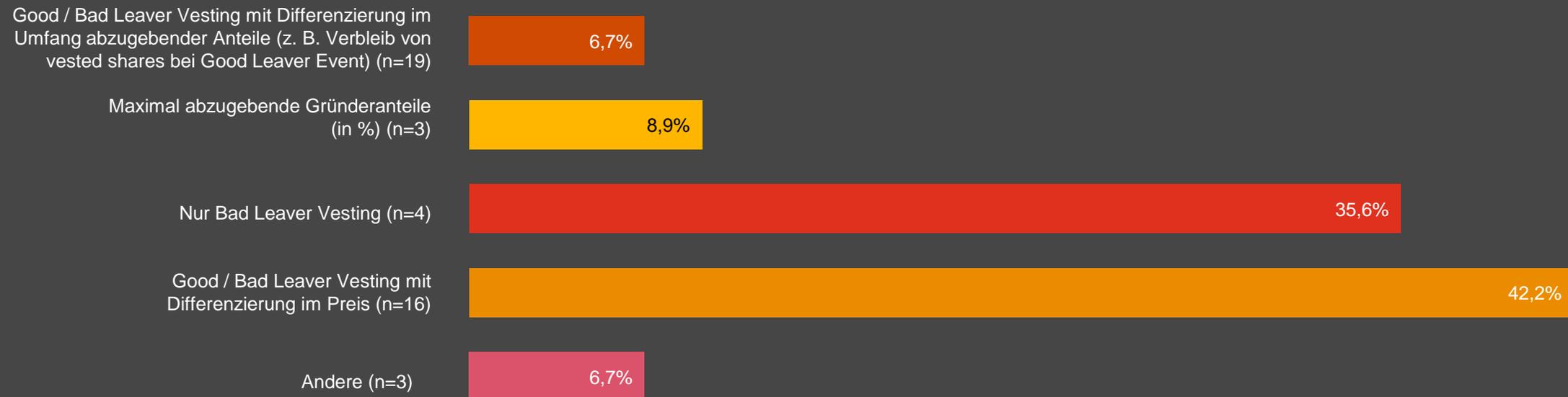
75,6%

# Anhang – Daten zu Vesting

## 5.3

In der Regel werden individuelle Good/Bad Leaver Regelungen getroffen.

Welchen Ausgestaltungen des Vesting vereinbaren Sie im Hinblick auf Umfang und Preis abzugebender Anteile ausscheidender Gründer?  
(n=45) (Häufigkeit in %)



# Anhang – Daten zu Meilensteinen

## 6.1

Überwiegend vereinbaren die Teilnehmer zwei Tranchenzahlungen bei dem Einsatz von Meilensteinen. Dabei werden sowohl Bewertungs-, als auch Investmentmeilensteine verwendet.

Wie viele Tranchen vereinbaren Sie überwiegend beim Einsatz von Meilensteinen?  
(n=44)



Welche Art von Meilensteinen verwenden Sie?  
(n=44) (Häufigkeit in %)

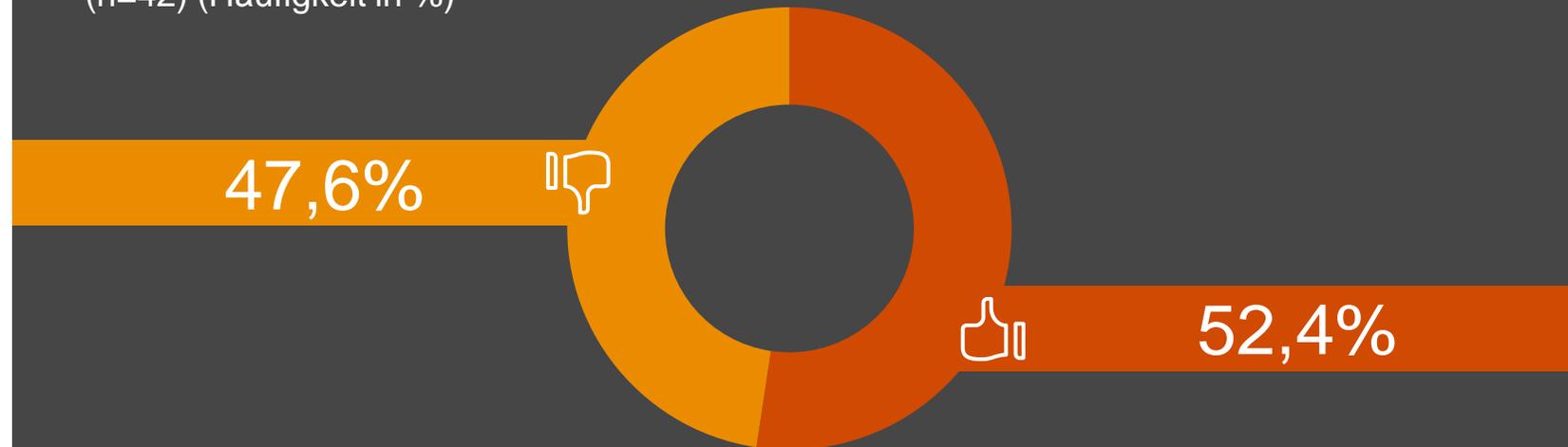


# Anhang – Daten zu Meilensteinen

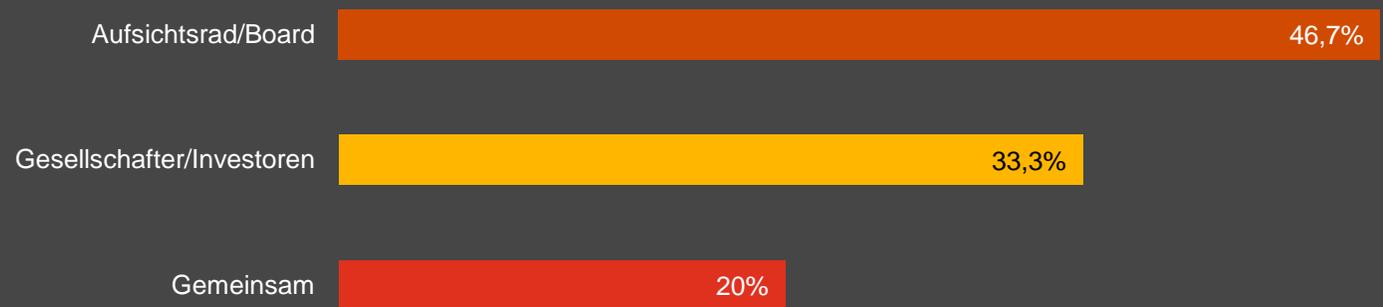
## 6.2

Egal ob objektive oder subjektive Meilensteine, letztendlich kontrollieren auch viele nicht neutrale Gremien die Erreichung dieser. Als subjektive Meilensteine wurden genannt: Personalentwicklung, Einstellung Key Personal, Teamentwicklung, technische Roadmap.

Wenn objektiv: Gewährleisten Sie die Feststellbarkeit durch neutrale Gremien?  
(n=42) (Häufigkeit in %)



Wenn subjektiv: Wer überprüft die Erreichung der Meilensteine?  
(n=15) (Häufigkeit in %)

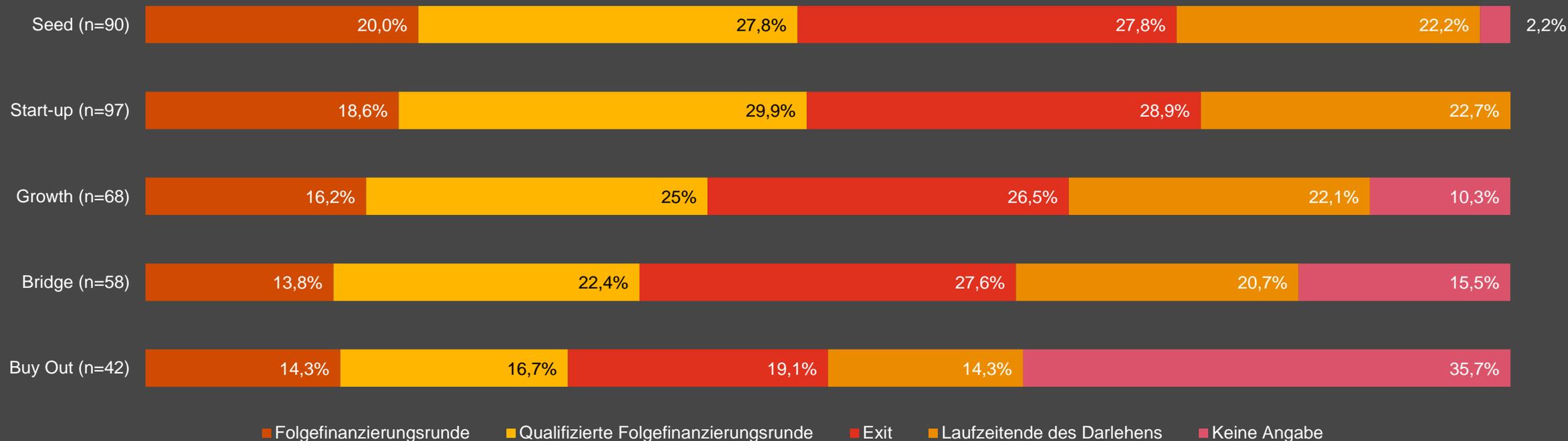


# Anhang – Daten zu Wandeldarlehen

## 7.1

Als überwiegendes Ereignis zur Ausübung des Wandlungsrechts wird eine (qualifizierte) Folgefinanzierungsrunde vereinbart.

Welche Ereignisse für die Ausübung von Wandlungsrechten vereinbaren Sie überwiegend? (Häufigkeit in %)



# Anhang – Daten zu Wandeldarlehen

## 7.2

Etwas mehr als die Hälfte der Befragten sieht keine Notwendigkeit der notariellen Beurkundung eines Wandeldarlehens.

Erwarten Sie die Beurkundung von Wandeldarlehen?  
(n=42) (Häufigkeit in %)



Akzeptieren Sie eine Wandlungspflicht (statt eines Wandlungsrechts des Darlehensgebers)? (n=41) (Häufigkeit in %)



Kombinieren Sie offene Beteiligungen mit Wandeldarlehen (siehe auch HTGF – Standardmodell)? (n=40) (Häufigkeit in %)



# Anhang – Daten zu Founder Lock up

## 8.1

Founder Lock ups sind sehr gängig, jedoch zeigt sich eine Heterogenität bei der Dauer. Mehr als die Hälfte der Teilnehmer vereinbaren Laufzeiten von > 2 Jahren.

Erwarten Sie Lock Ups (Veräußerungsverbote) von Gründern und wenn ja, mit welcher Dauer? (n=39) (Häufigkeit in %)



Geht das Tag Along Recht von Gründern einem Lock Up vor? (n=35) (Häufigkeit in %)



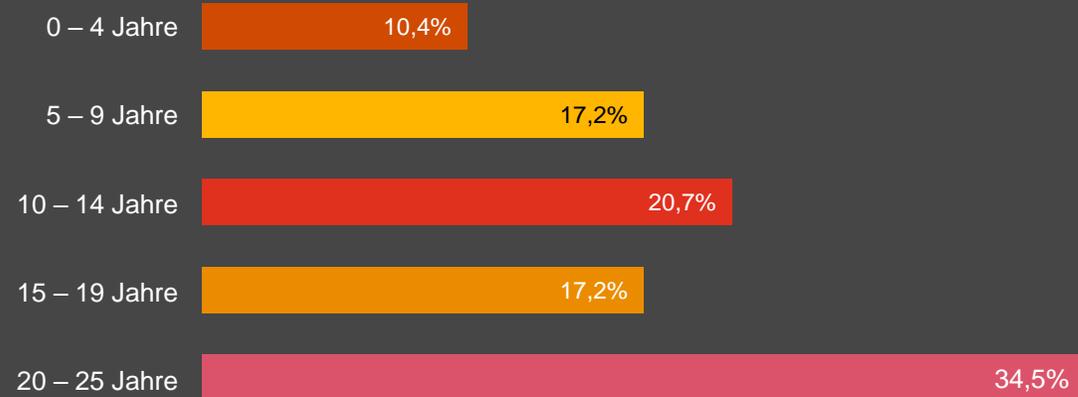
# Anhang – Daten zur Unternehmens- bewertung

## 9.1

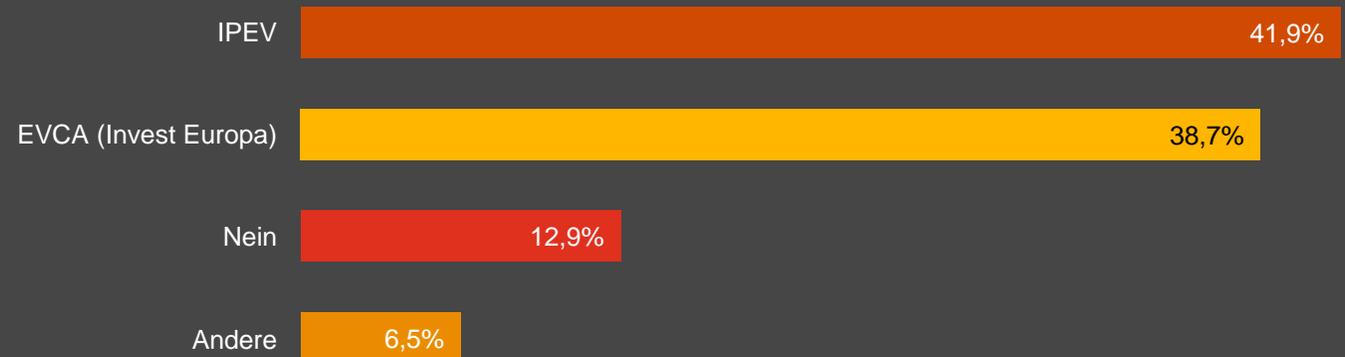
Insgesamt liegt ein sehr hoher Erfahrungsschatz vor. 72% der Befragten haben mehr als 10 Jahre Erfahrung bei der Bewertung von Startups. 34% haben sogar mehr als 20 Jahre Erfahrung.

Dabei folgen die meisten gleichzeitig auch den Bewertungsrichtlinien der IPEV und EVCA.

Über wie viele Jahre Erfahrung verfügen Sie bei der Bewertung von Start-Ups?  
(n=29) (Häufigkeit in %)



Folgen Sie einer der Guidelines zur Bewertung?  
(n=32) (Häufigkeit in %)

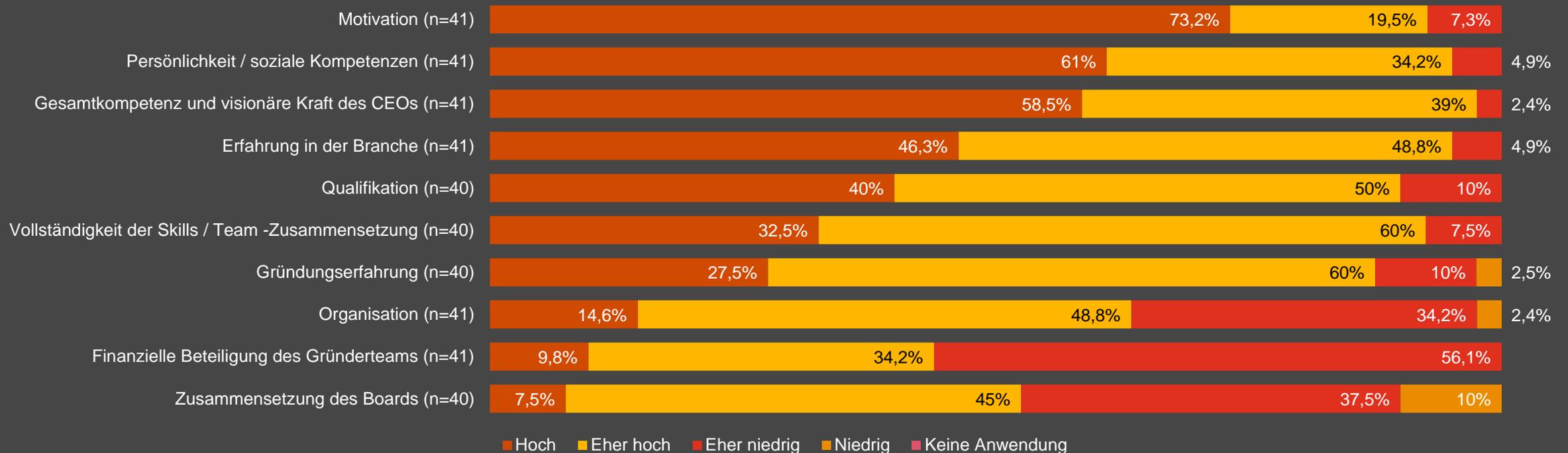


# Anhang – Daten zur Unternehmensbewertung

## 9.2

Die Motivation und die Persönlichkeit der Gründer\*innen sind wichtige Kriterien für die Bewertung.

Wie wichtig sind die folgenden Kategorien für die Bewertung eines Portfoliounternehmens?

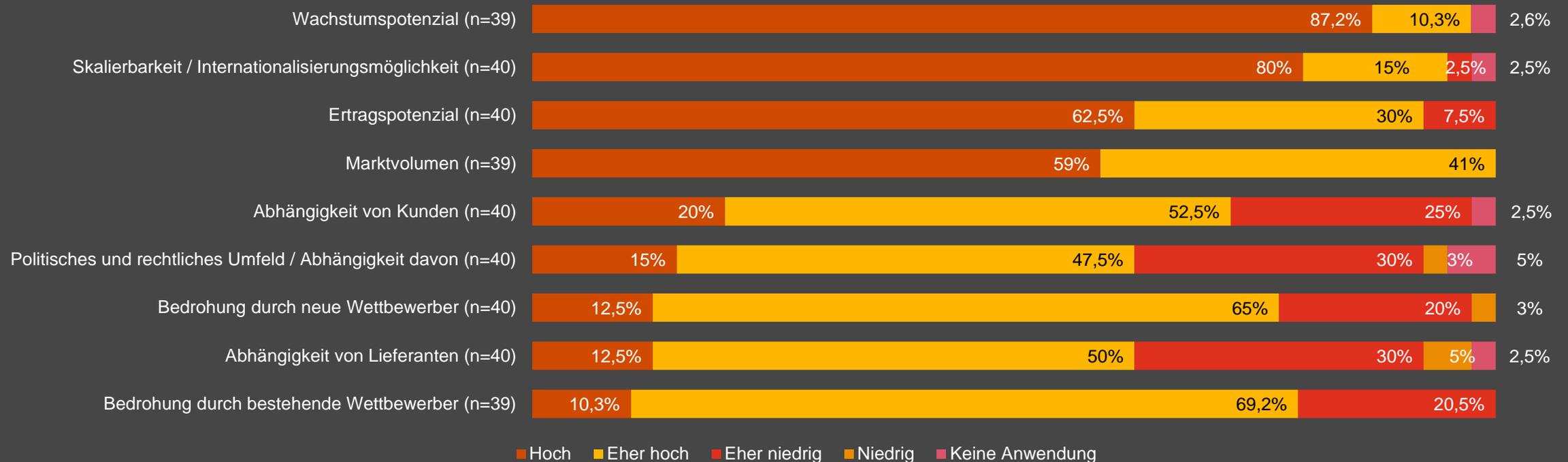


# Anhang – Daten zur Unternehmensbewertung

## 9.3

Weitere wichtige Bewertungskriterien sind das Wachstumspotenzial, die Skalierbarkeit/Internationalisierungsmöglichkeit sowie das Ertragspotenzial und das Marktvolumen.

Wie wichtig sind die folgenden Kategorien für die Bewertung eines Portfoliounternehmens? (Häufigkeit in %)

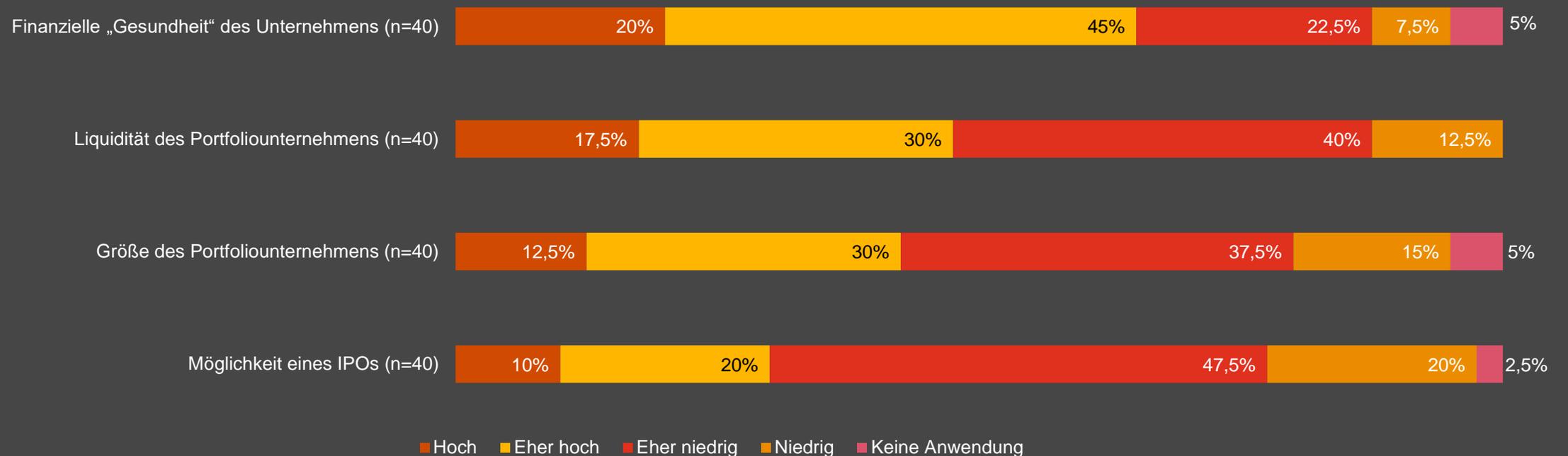


# Anhang – Daten zur Unternehmensbewertung

## 9.4

Finanzielle „Gesundheit“ und Liquidität stellen weitere wichtige Bewertungskriterien dar.

Wie wichtig sind die folgenden Kategorien für die Bewertung eines Portfoliounternehmens?

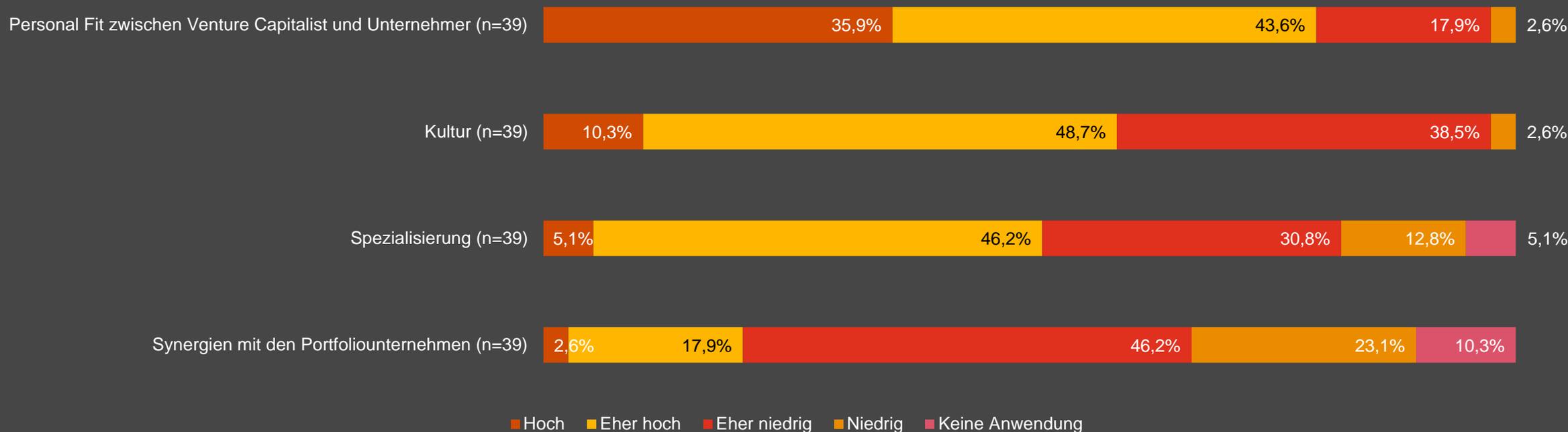


# Anhang – Daten zur Unternehmensbewertung

## 9.5

Der Personal Fit zwischen VCs und dem Unternehmer spielt ebenfalls eine wichtige Rolle.

Wie wichtig sind die folgenden Kategorien für die Bewertung eines Portfoliounternehmens?

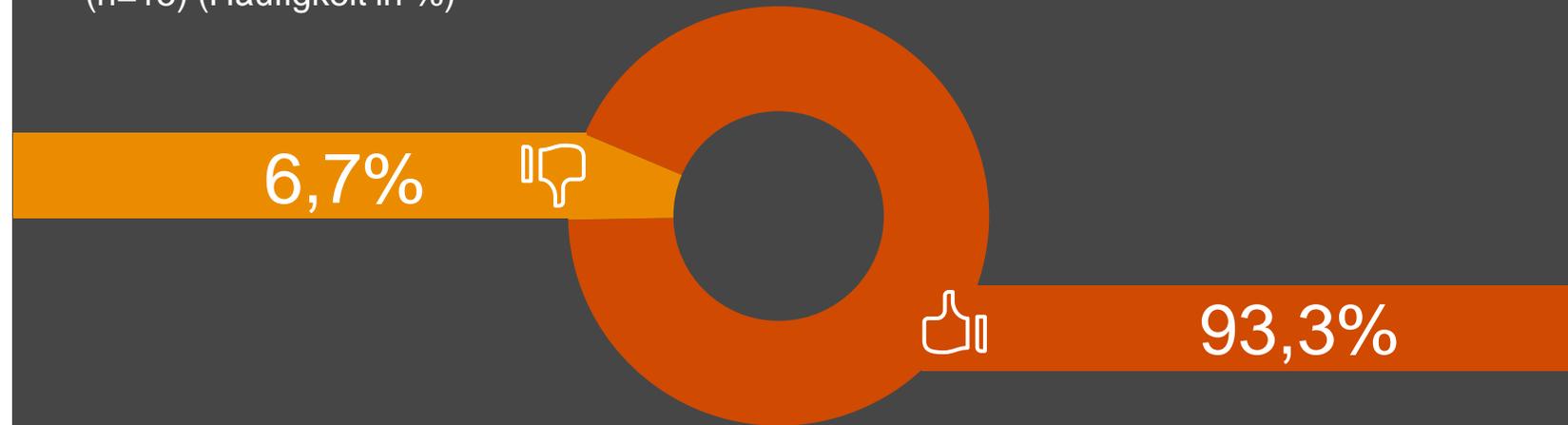


# Anhang – Daten zur Unternehmens- bewertung

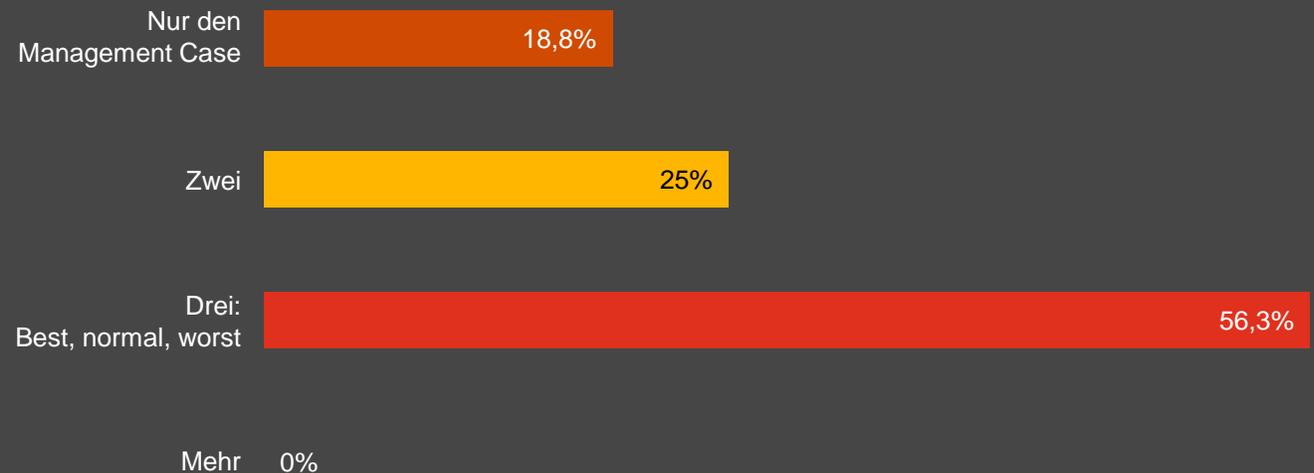
## 9.6

Die Wachstumsrate im Terminal Value übersteigt die Inflationsrate, und es werden zumeist drei Szenarien gerechnet.

Übersteigt die Wachstumsrate für den Terminal Value in der Regel die Inflationsrate?  
(n=15) (Häufigkeit in %)



Wie viele Cash-Flow Szenarien verwenden Sie?  
(n=16) (Häufigkeit in %)

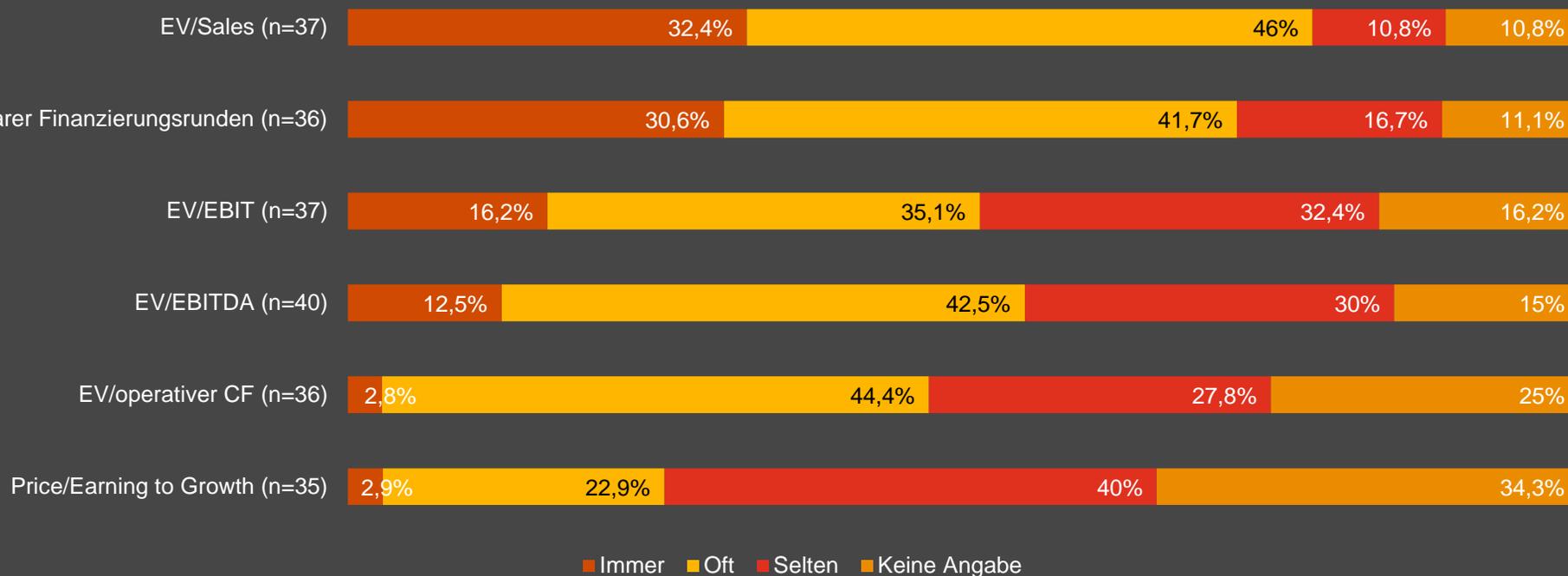


# Anhang – Daten zur Unternehmensbewertung

## 9.7

Die Multiples aus vergleichbaren Finanzierungsrunden sowie Umsatzmultiples werden von den Teilnehmern am häufigsten verwendet.

Mit welcher Häufigkeit verwenden Sie die folgenden Multiples? (Häufigkeit in %)

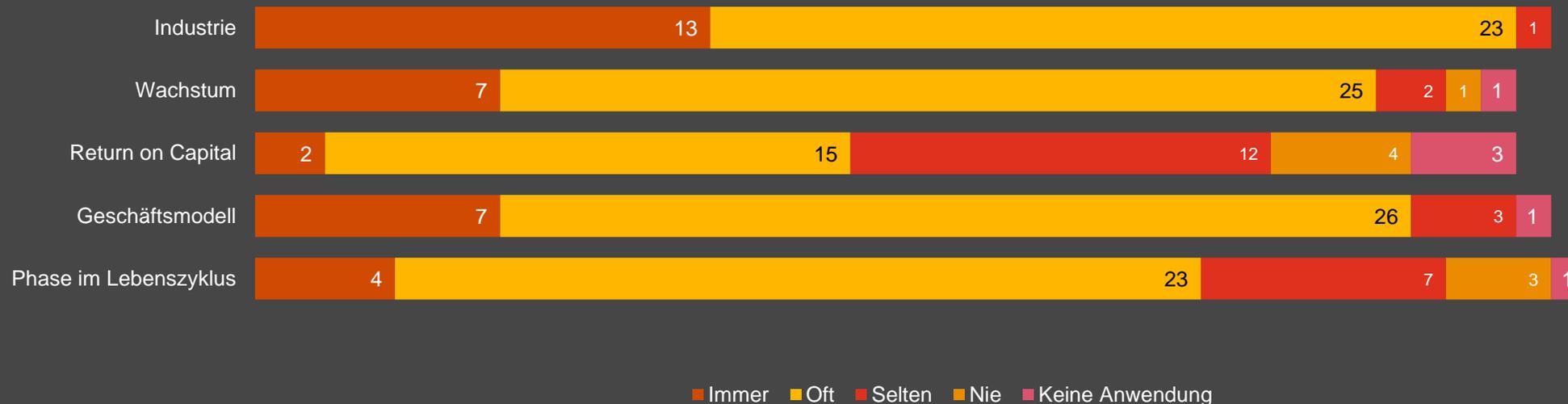


# Anhang – Daten zur Unternehmensbewertung

## 9.8

Die Industrie ist das wichtigste Kriterium, dicht gefolgt vom Unternehmenswachstum und dem Geschäftsmodell.

Mit welcher Häufigkeit werden die folgenden Kriterien zur Auswahl der Vergleichsgruppe verwendet? (Anzahl der Nennungen)

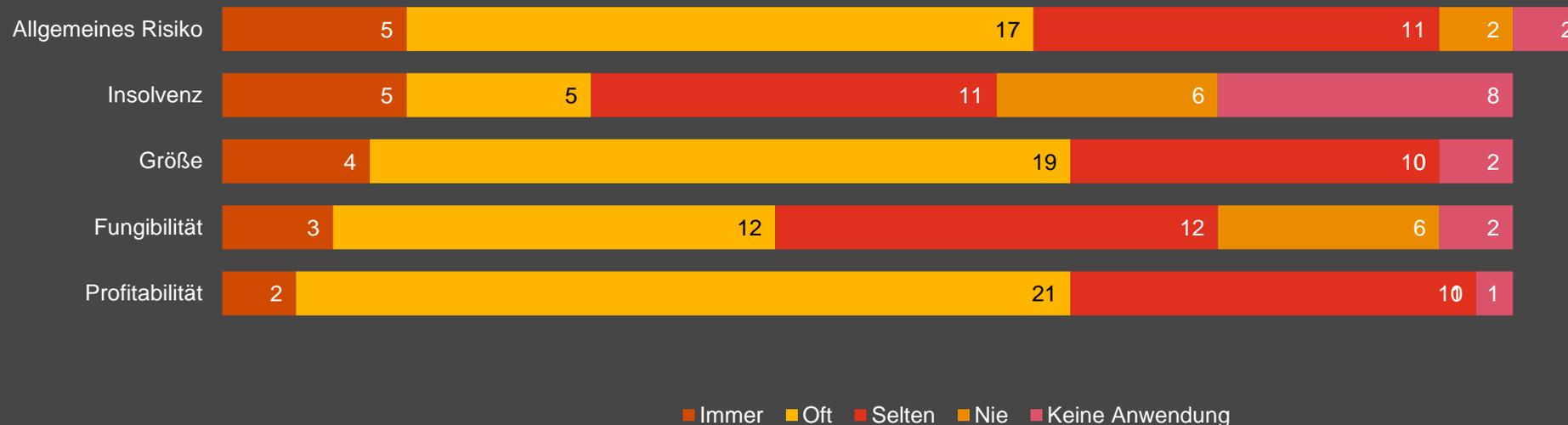


# Anhang – Daten zur Unternehmensbewertung

## 9.9

Multiples werden häufig bzgl. des allgemeinen Risikos sowie der Profitabilität angepasst.

Wie oft passen Sie die von Ihnen ausgewählten Multiples durch folgende Faktoren an? (Anzahl der Nennungen)

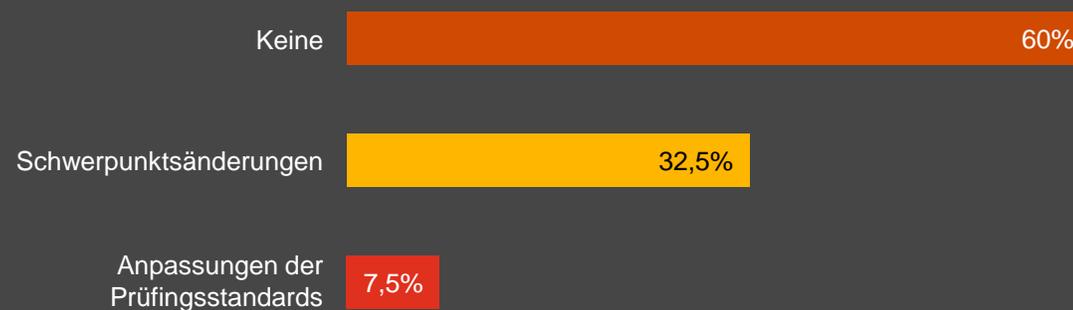


# Anhang – Daten zu COVID-19

## 10.1

Die Due Diligence des Business Models der Portfoliounternehmen wird bei fast 1/3 in den Schwerpunkten angepasst, überwiegend werden jedoch keine Auswirkungen auf die Due Diligence Prozesse gesehen.

Welche Auswirkungen hat die COVID-19 Krise auf die Due Diligence des Business Models? (n=40) (Häufigkeit in %)

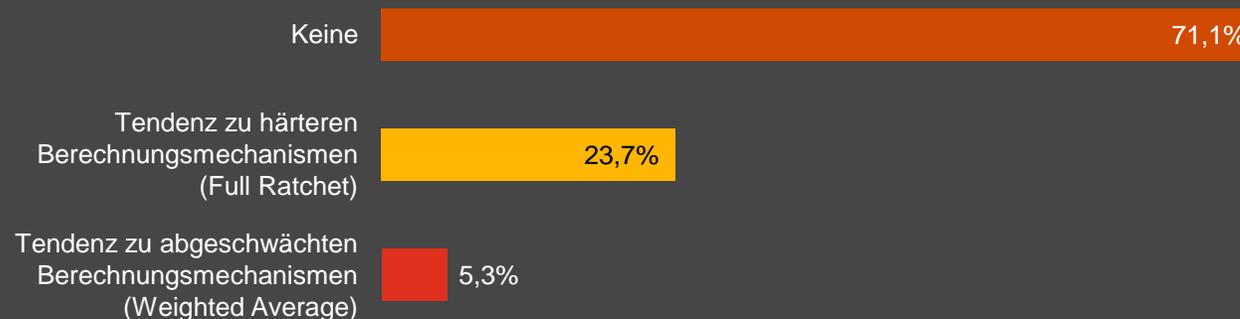


# Anhang – Daten zu COVID-19

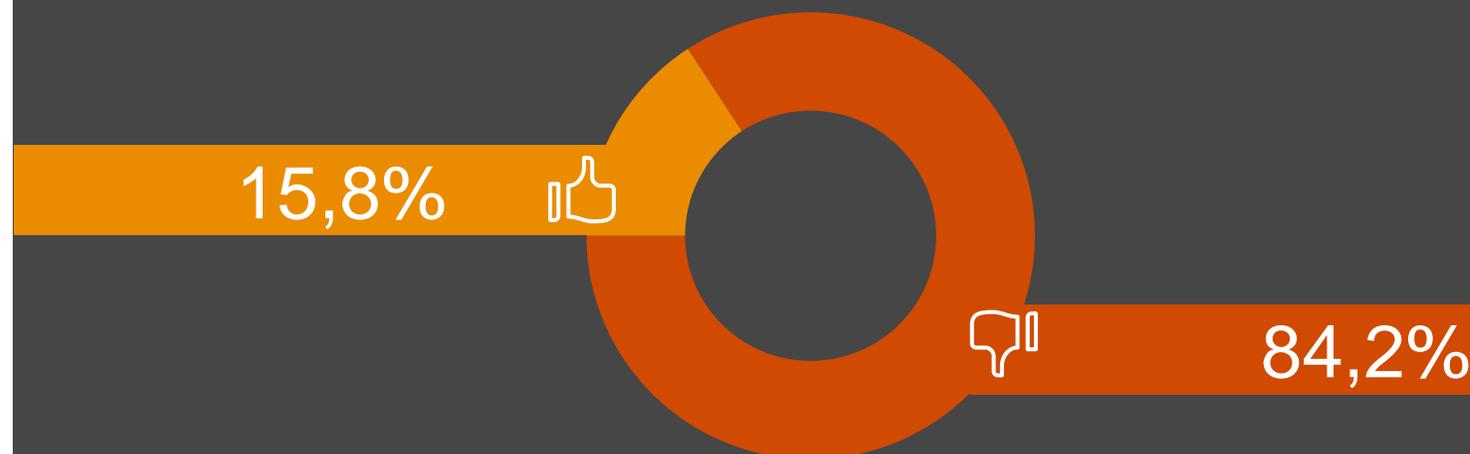
## 10.2

Zwar halten die Investoren daran fest, bestehende Anti-Dilution Regelungen trotz COVID-19 durchzusetzen, eine Tendenz zu strengeren Anti-Dilution Klauseln oder härteren Berechnungsmethoden wird jedoch überwiegend nicht angestrebt.

Welche Änderungen bei den Anti-Dilution Klauseln gibt es aufgrund der COVID-19 Krise?  
(n=38) (Häufigkeit in %)



Vereinbaren Sie strengere Anti-Dilution Klauseln (z. B. Full Ratchet)?  
(n=38) (Häufigkeit in %)

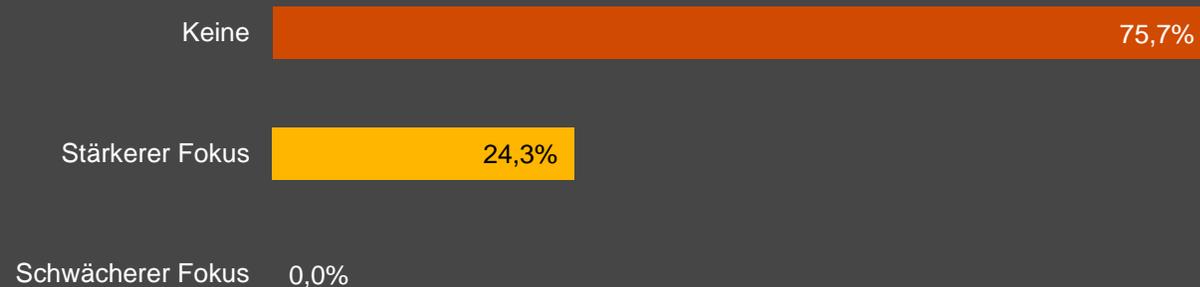


# Anhang – Daten zu COVID-19

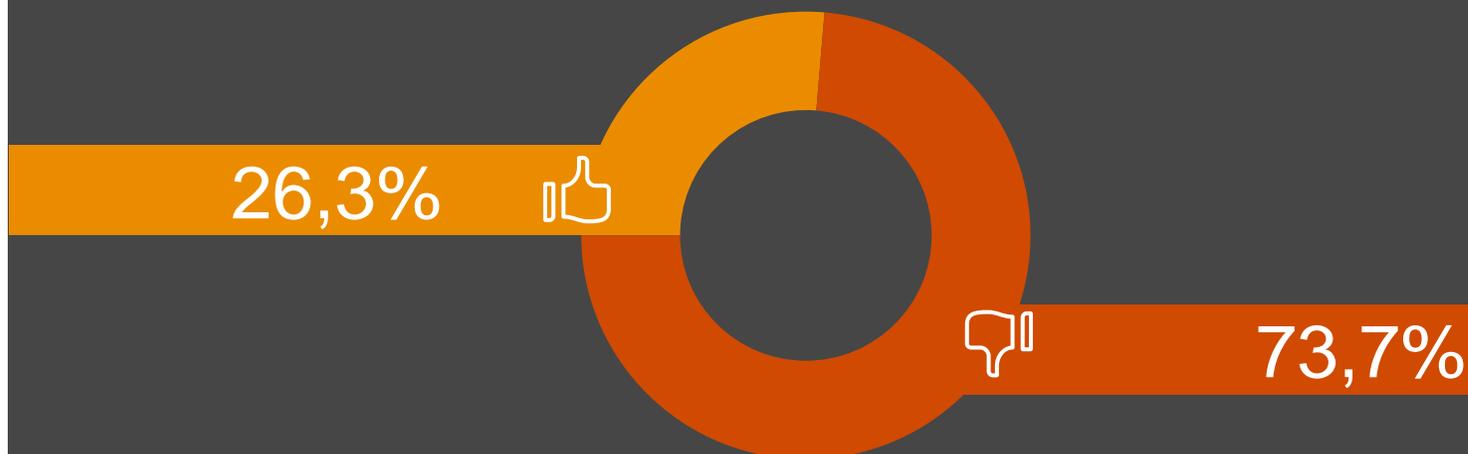
## 10.3

Ein veränderter Fokus auf Kontrollrechte sowie Nachbewertungsklauseln werden in der Regel durch COVID-19 nicht vereinbart.

Wie verändert sich der Fokus auf Kontrollrechte? (n=37)  
(Häufigkeit in %)



Vereinbaren Sie nun Nachbewertungsklauseln für zukünftige Meilensteine oder Tranchen-Zahlungen? (n=38) (Häufigkeit in %)

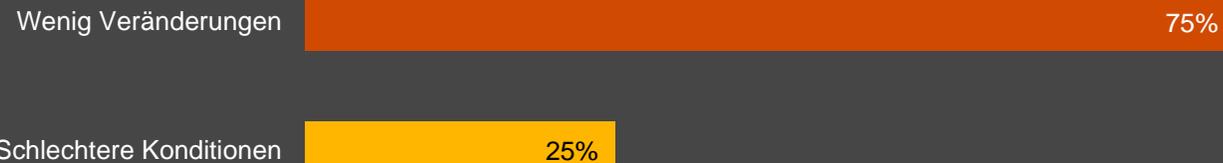


# Anhang – Daten zu COVID-19

## 10.4

Sowohl bei der Finanzierung mit Eigenkapital, als auch mit Wandeldarlehen gibt es wenig Veränderungen bei den Konditionen, die zum Nachteil für die Gründer wären.

Setzen Sie Nachfinanzierungen im bestehenden Portfolio aktuell überwiegend mit **Eigenkapital** oder über **Wandeldarlehen** um und haben sich die Konditionen spürbar (zum Nachteil der Gründer) verändert? Eigenkapital (n=36) (Häufigkeit in %)



Setzen Sie Nachfinanzierungen im bestehenden Portfolio aktuell überwiegend mit Eigenkapital oder über Wandeldarlehen um und haben sich die Konditionen spürbar (zum Nachteil der Gründer) verändert? Wandeldarlehen (n=33) (Häufigkeit in %)



# Ihre Autoren



**Prof. Dr. Dirk Honold**



Dirk.honold@th-nuernberg.de



**Patrick Hümmer**



Patrick@ventury-analytics.de



**Enrico Reiche**



Enrico.reiche@pwc.com



**Gerhard Wacker**



Gerhard.wacker@pwc.com

© Dezember 2020 Honold, Ventury Analytics GmbH und PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft. Alle Rechte vorbehalten. "PwC" bezeichnet in diesem Dokument die PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, die eine Mitgliedsgesellschaft der PricewaterhouseCoopers International Limited (PwCIL) ist. Jede der Mitgliedsgesellschaften der PwCIL ist eine rechtlich selbstständige Gesellschaft.