

Anti-Dilution Protection im Rahmen von Venture Capital Beteiligungen

Von Christian Tönies, Dr. Marco Eickmann und Sebastian Gerlinger, P+P Pöllath + Partners, München

Einführung

Der Finanzierungsbedarf sowie die Bewertung junger „Start-Up“-Unternehmen bis zum „break-even“ oder „Exit“ sind häufig mit Unsicherheiten und erheblichen Prognoseschwierigkeiten verbunden. Regelmäßig benötigen junge Unternehmen nach einer ersten Start-Up-Finanzierung (sog. „Seed Capital“) weitere finanzielle Mittel, z.B. zur Finanzierung des weiteren Wachstums oder auch zur Überbrückung von Liquiditätseingüssen, die in nachfolgenden Finanzierungsrunden zur Verfügung gestellt werden. Bei einem Investitionszeitraum von regelmäßig bis zu sieben Jahren nehmen institutionelle Venture Capital („VC“) Investoren daher mit ihrer Beteiligung nicht selten an mehreren Finanzierungsrunden teil. Kommt es im Rahmen einer nachfolgenden Finanzierungsrunde zu einer niedrigeren „Pre-Money“-Bewertung des Unternehmens (sog. „Down Round“), birgt dies für die schon investierten VC-Investoren die Gefahr eines ökonomischen Wertverlustes ihrer Beteiligung. Aufgrund der niedrigeren „Pre-Money“-Bewertung erhält der neue Investor für die gleiche Investitionssumme eine relativ höhere Beteiligung an der Gesellschaft, als er in der vorherigen Finanzierungsrunde erhalten hätte. Entsprechend sinkt aufgrund der niedrigeren Bewertung der Wert bereits bestehender Anteile.

Um die Beteiligung des VC-Investors gegen diese Form der „Verwässerung“ abzusichern, sehen Beteiligungsverträge regelmäßig Verwässerungsschutzklauseln vor. Hintergrund, Funktionsweise und Ausgestaltungsmöglichkeiten solcher Klauseln sollen im Folgenden näher erläutert werden.

Down-Round-Protection

Begriff

Der Begriff des Verwässerungsschutzes ist mehreren Auslegungsmöglichkeiten zugänglich und bedarf daher einer Konkretisierung. Werden im Rahmen einer Finanzierungsrunde Geschäftsanteile an einen neuen Investor ausgegeben, verringert sich hierdurch nicht zwangsläufig (sondern nur bei einer unangemessen niedrigen Bewertung) die wertmäßige Beteiligung der bestehenden Gesellschafter am Vermögen der Gesellschaft, jedoch in jedem Fall die prozentuale Beteiligung am Stammkapital. Gegen

ein solches Absinken ihrer Beteiligungsquote sind die Gesellschafter bereits durch ihr gesetzliches Bezugsrecht hinreichend geschützt, das ihnen einen Anspruch auf Teilnahme an einer Kapitalerhöhung im Verhältnis ihrer bisherigen Beteiligung vermittelt.

Die in einer Beteiligungsvereinbarung implementierten Verwässerungsschutzklauseln verfolgen grundsätzlich ein anderes Ziel: Sie dienen nicht dem Erhalt der Beteiligungsquote, sondern dem Schutz der (Erst-)Investoren vor einer wertmäßigen Verwässerung ihrer Beteiligung für den Fall einer niedrigeren Unternehmensbewertung in einer späteren Finanzierungsrunde:

• Beispiel

Investor A beteiligt sich im Rahmen einer Serie A-Finanzierungsrunde mit €750.000,00 an der VC-GmbH. Das Stammkapital der VC-GmbH beträgt €25.000 und ist eingeteilt in 25.000 Geschäftsanteile zu je €1,00. Die „Pre-Money“-Bewertung der VC-GmbH beträgt €1.000.000,00. Der rechnerische Wert jedes Geschäftsanteils beträgt daher €40,00. Auf dieser Basis wird der Investor zur Übernahme von 18.750 Geschäftsanteilen im Nennbetrag von jeweils €1,00 zugelassen und verpflichtet sich nach Eintragung der Kapitalerhöhung eine freiwillige Zuzahlung in Höhe von €731.250,00 (Gesamtinvestment abzüglich Stammeinlagen) in die Kapitalrücklage der Gesellschaft zu zahlen. Nach Eintragung der Kapitalerhöhung beträgt das Stammkapital der VC-GmbH €43.750 bei einer „Post-Money“-Bewertung in Höhe von €1.750.000,00.

Im Rahmen einer sich anschließenden Serie B-Finanzierungsrunde beteiligt sich Investor B ebenfalls mit €750.000,00. Allerdings erhält die Gesellschaft im Rahmen der Beteiligungsverhandlungen von den Parteien nur noch eine „Pre-Money“-Bewertung in Höhe von €1.250.000,00. Auf Grundlage dieser Bewertung darf Investor B demnach 26.250 Anteile zu je €1,00 an der Gesellschaft übernehmen. Von nun insgesamt 70.000 Anteilen hält Investor A zwar unverändert seine ursprünglichen 18.750 Anteile, welche jedoch bei einer Post-Money-Bewertung (nach der Serie B-Finanzierungsrunde) in Höhe von €2.000.000,00 nur noch

einen Wert von insgesamt €535.714,29 aufweisen. Investor A hat demnach einen Kapital- bzw. Wertverlust in Höhe von €214.285,71 erlitten, der tatsächliche Wert seiner Geschäftsanteile reduziert sich von €40,00 auf €28,57 pro Geschäftsanteil. Zudem sinkt seine Beteiligungsquote von 42,86% auf 26,79%. Investor B hingegen hält für das gleiche Investment in das Unternehmen einen wesentlich höheren prozentualen Anteil an dem Stammkapital als Investor A, nämlich 37,50%.

Funktionsweise

Für den (Erst-)Investor besteht also das Risiko, dass sich andere Investoren in nachfolgenden Finanzierungsrunden zu wirtschaftlich günstigeren Konditionen an dem Unternehmen beteiligen können und dadurch dessen bestehende Beteiligung ökonomisch „verwässern“. Um dieser Form des Kapitalverlustes entgegenzuwirken, knüpfen Verwässerungsschutzklauseln daher an die Ausgabe neuer Anteile in einer Down Round zu einem niedrigeren Preis als in einer vorherigen Finanzierungsrunde an.

Greift die Klausel, so hat der (Erst-)Investor ein einseitiges Bezugsrecht auf neu auszugebende Anteile zum Nennwert von jeweils €1,00 ohne Zahlung eines weiteren Agios bzw. einer freiwilligen Zuzahlung in die Kapitalrücklage der Gesellschaft. Durch die Übernahme dieser sog. „Anti-Dilution-Geschäftsanteile“ erhöht sich die Beteiligung des Investors an dem Unternehmen(-swert) wieder entsprechend; die Bewertungsdifferenz zu der vorhergehenden Finanzierungsrunde wird durch die Übernahme der neuen Anti-Dilution-Geschäftsanteile zum Nennwert abgemildert oder je nach Anzahl der übernommenen Geschäftsanteile gegebenenfalls ganz behoben. Wie viele Anti-Dilution-Geschäftsanteile der Investor übernehmen darf, richtet sich nach der jeweils vereinbarten Berechnungsmethode.

Üblicherweise erfolgt die Ausgabe der neuen Anti-Dilution-Geschäftsanteile im Rahmen der Kapitalerhöhung, in der auch der neue Investor zur Übernahme von Geschäftsanteilen zugelassen wird. Alternativ kann dem Investor auch die Option eingeräumt werden, die Anti-Dilution-Geschäftsanteile erst zu einem späteren Zeitpunkt zu zeichnen, der dann typischerweise kurz vor

einem Exit liegen wird. Für den Investor ist dies vorteilhaft, da er so zunächst die Entwicklung des Unternehmens beobachten kann, bevor er (wenn auch nur) den Nominalbetrag der Anteile investiert. Aufgrund der Komplexität ist in jedem Fall zu empfehlen, die gewählte Berechnungsformel für die nachzuzeichnenden Anteile in den Vertragstext zu übernehmen und Berechnungsbeispiele zu implementieren.

Oft werden Verwässerungsschutzklauseln dahingehend missverstanden, dass VC-Investoren auf Kosten der Gründer eine allgemeine Absicherung gegen negative Wertentwicklungen des Zielunternehmens in der Zukunft erhalten. Eine schlechte Marktakzeptanz beispielsweise fällt aber in den originären Risikobereich des VC-Investors, ein Ausgleich durch die Gründer würde dem Beteiligungsmodell des „Risiko-Kapitals“ widersprechen. Durch die Klausel sollen nur die Unsicherheiten bei der Bewertung des Unternehmens im Zeitpunkt der Investition abgesichert werden. Verwässerungsschutzklauseln sollten daher aus Gründersicht generell eine zeitliche Begrenzung enthalten oder auflösend bedingt auf eine nachfolgende Finanzierungsrunde mit einer höheren Unternehmensbewertung vereinbart werden.

Überblick über die verschiedenen Ausgestaltungsmöglichkeiten

Die Anzahl der dem (Erst-)Investor jeweils zustehenden Anti-Dilution-Geschäftsanteile richtet sich nach der jeweils vereinbarten Berechnungsmethode:

Full ratchet (voller Ausgleich)

Die Full ratchet Methode stellt die für den Investor günstigste Form des Verwässerungsschutzes dar. Der Investor ist in diesem Fall berechtigt, so viele neue Anti-Dilution-Geschäftsanteile zum Nennwert zu übernehmen, bis er im Ergebnis so gestellt

ist, als habe er seine bestehenden Geschäftsanteile zu derselben niedrigen Bewertung der Down Round erworben.

• Beispiel

Verfügt Investor A im obigen Beispiel über eine Full-Ratchet Anti-Dilution Protection, so ist er im Rahmen der Serie B-Finanzierungsrunde berechtigt, 7.500 neue Anti-Dilution-Geschäftsanteile im Nennwert von jeweils €1,00 zu übernehmen. Im Ergebnis senkt sich damit sein Kaufpreis auf die €28,57, für welche sich auch Investor B im Rahmen der Serie B-Finanzierungsrunde beteiligt.

Weighted Average / Average (gemittelter Ausgleich)

Die Weighted Average und die Average Methode greifen weniger weit. Im Ergebnis wird der Preis der Geschäftsanteile des (Erst-)Investors nur auf den Durchschnittspreis aus beiden Finanzierungsrunden abgesenkt. Bei der Weighted Average Methode wird im Unterschied zur Average Methode zusätzlich das Volumen der beiden Finanzierungsrunden berücksichtigt.

• Beispiel

Sieht der Beteiligungsvertrag im obigen Beispiel eine Weighted Average Klausel vor, ist der Investor berechtigt im Rahmen der Serie B-Finanzierungsrunde insgesamt 3.751 Anti-Dilution-Geschäftsanteile im Nennwert von jeweils €1,00 zu übernehmen, so dass sich ein durchschnittlicher Preis von €33,33 pro Anteil einstellt.

Broad Based Weighted Average (gemittelter Ausgleich auf breiterer Berechnungsbasis)

Die gründerfreundlichste, gleichzeitig aber auch komplexeste Berechnungsmethode stellt die Broad Based Weighted Average Methode dar. Vereinfacht ausgedrückt wird

hier bei der Berechnung des Durchschnittspreises die Berechnungsbasis erweitert, indem auch die Anteile der Gründer oder z.B. virtuelle Geschäftsanteile, die im Rahmen eines Mitarbeiterbeteiligungsprogramms ausgegeben wurden, berücksichtigt werden. Hierdurch sinkt die Anzahl der Anti-Dilution-Geschäftsanteile und somit der Schutz des Investors noch weiter ab.

• Beispiel

Der Erwerbspreis würde sich für A nur auf €35,71 reduzieren, er müsste zur Übernahme von 2.250 Anteilen zum Nennwert zugelassen werden.

„Pay to Play“

Um die negativen Auswirkungen für die Gründer (teilweise) auszugleichen, werden Verwässerungsschutzklauseln häufig an so genannte „pay to play“-Klauseln geknüpft. In diesem Fall kann der Investor sein Recht nur dann ausüben, wenn er im Rahmen der neuen Finanzierungsrunde selbst in einem bestimmten Umfang mit investiert. Durch pay to play-Klauseln kann die Akzeptanz der Gründer für Verwässerungsschutzklauseln regelmäßig wesentlich erhöht werden.

Zusammenfassung

Verwässerungsschutzklauseln schützen VC-Investoren vor den Unsicherheiten der Unternehmensbewertung im Zeitpunkt ihres Investments. Kapitalverluste aufgrund niedrigerer Bewertungen in nachfolgenden Finanzierungsrunden werden ausgeglichen, indem der Investor das Recht erhält, weitere Geschäftsanteile zum Nennwert zu übernehmen. Die Anzahl der Anti-Dilution-Geschäftsanteile bestimmt sich nach der jeweils gewählten Berechnungsmethode.

Weitere Informationen im Kanzleiprofil am Ende des Handbuchs.



Christian Tönies



Dr. Marco Eickmann



Sebastian Gerlinger

P+P Pöllath + Partners, München

Christian Tönies, LL.M., Partner und Rechtsanwalt bei P+P, ist auf M&A- und Venture Capital-Transaktionen spezialisiert. Er berät Venture-Capital-Fonds, Investoren und Business Angels. Herr Tönies arbeitet seit 2004 als Rechtsanwalt bei P+P.

Dr. Marco Eickmann, LL.M. ist seit 2007 als Rechtsanwalt bei P+P Pöllath + Partners tätig. Er ist spezialisiert auf M&A- und Venture Capital-Transaktionen und berät Gründer und Investoren in allen Stadien einer Venture Capital-Beteiligung.

Sebastian Gerlinger arbeitet seit 2010 neben seiner Promotion im M&A- und Venture Capital-Bereich bei P+P.