Verwässerungsschutz leicht gemacht: Ausgestaltung und Funktionsweise von Verwässerungsschutzrechten

Von Christian Tönies, LL.M. Eur., Minkus Fischer und Eckhardt Weber, LL.M. (Capetown), P+P Pöllath + Partners, München

Christian Tönies

Minkus Fischer

Eckhardt Weber

Christian Tönies, LL.M. Eur., ist Partner und in unabhängigen Rankings insbesondere für seine qualifizierte Beratung im Venture-Capital-Bereich gelistet. **Minkus Fischer** und **Eckhardt Weber**, LL.M. (Capetown), sind Associates bei P+P Pöllath + Partners München. Sie sind auf die Bereiche Mergers & Acquisitions, Private-Equity- und Venture-Capital-Investitionen spezialisiert und beraten Gründer und Investoren in allen Stadien einer Venture-Capital-Beteiligung.

P+P Pöllath + Partners ist führend auf dem Gebiet der Venture-Capital- und Private-Equity Beratung in Deutschland. Die Sozietät bietet praxisorientierte rechtliche und steuerliche Beratung bei der Entwicklung von Unternehmens- und Kapitalstrukturen sowie bei der Ausarbeitung von Finanzierungs- und Beteiligungsverträgen, Legal Due Diligence, Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen und Exit Transaktionen.

Weitere Informationen im Kanzleiprofil am Ende des Handbuchs.

Mit jeder weiteren Finanzierungsrunde mit neuen Investoren geht eine Verwässerung der bisherigen Beteiligungen der Altgesellschafter einher. Zu unterscheiden sind hierbei die Verwässerung der Anteilsquote einerseits und die Verwässerung des ökonomischen Wertes der Beteiligung andererseits. Während die quotenmäßige Verwässerung durch das jedem Gesellschafter gesetzlich zustehende Bezugsrecht verhindert werden kann, besteht kein entsprechender gesetzlicher Schutz gegen die ökonomische Verwässerung. Für Gründer und Investoren von wachstumsstarken und innovativen jungen Unternehmen der Startup-Branche gilt es deshalb, die ökonomische Verwässerung vertraglich zu regeln und möglichst vorteilhaft für die jeweilige Partei auszugestalten. Diese vor einer ökonomischen Verwässerung schützenden Verwässerungsschutzrechte (engl.: „Anti-Dilution-Protection“) sind Gegenstand des folgenden Beitrags.

Hintergrund

Eine ökonomische Verwässerung der Beteiligung erfolgt, wenn ein neuer Investor im Rahmen einer neuen Finanzierungsrunde (sog. Down Round) Geschäftsanteile zu einem niedrigeren Preis pro Anteil erwirbt, als dies ein Alt-Investor in einer früheren Finanzierungsrunde getan hat. Alternativ formuliert bedeutet dies, dass die pre-money Bewertung der Gesellschaft in einer Down Round niedriger als die post-money Bewertung der Gesellschaft nach der früheren Finanzierungsrunde ist. Die ökonomische Verwässerung ist darin zu sehen, dass die neuen Investoren in der Down Round aufgrund der niedrigeren Unternehmensbewertung für ihre Investitionssumme verhältnismäßig mehr Anteile an der Gesellschaft erwerben können, als die Alt-Investoren in der früheren Finanzierungsrunde für dieselbe Investitionssumme bei höherem Anteilspreis erhalten haben.

Eine solch niedrigere Unternehmensbewertung in der Down Round kommt insbesondere in der Angel- oder Seed-Phase, aber auch in späteren Wachstumsphasen eines Startups vor, da sich die Bewertung des noch jungen Unternehmens aufgrund von vielen Unsicherheitsfaktoren als äußerst schwierig gestaltet. Denn der werthaltige Kern des Startups besteht in der Anfangsphase meist nur aus einer Idee der Gründer bzw. zumindest aus einem noch nicht belastbaren Geschäftsmodell. Dabei existiert ein erhebliches Informationsgefälle zwischen den Gründern und ihnen nahestehenden Personen einerseits und den sich in dieser Phase engagierenden Business Angels und Venture Capital-Investoren andererseits. Investoren können sich lediglich ein Bild „von außen“ machen und sich im Rahmen einer wirtschaftlichen, finanziellen und rechtlichen Due Diligence Prüfung und/oder der Bewertung des Business Plans eine grobe Einschätzung vom operativen Geschäft der Gesellschaft verschaffen. Diese Informationsasymmetrie ist gepaart mit einem diametral gegenläufigen Bewertungsinteresse von Gründern und Investoren. Gründer favorisieren eine möglichst hohe Bewertung ihres Unternehmens, um nur eine entsprechend geringe quotenmäßige Verwässerung ihrer bestehenden Anteilsverhältnisse zu erleiden. Demgegenüber favorisieren Investoren traditionell einen möglichst geringen Preis pro Anteil, um den Eigenschaften des Risikokapitals entsprechend das Verlustrisiko eindämmen zu können. Diese Kumulation von Bewertungsunsicherheiten, Informationsasymmetrien und widerstreitenden Interessen rechtfertigen die Vereinbarung von Verwässerungsschutzrechten zugunsten der Investoren. Nicht jedoch sollen Investoren vor dem allgemeinen unternehmerischen Risiko geschützt werden.

Funktionsweise

Verwässerungsschutzrechte berechtigen die Alt-Investoren zusätzliche Geschäftsanteile der von ihnen in der früheren Finanzierungsrunde erworbenen Anteile derselben Gattung zum Nennbetrag von je 1,00 Euro zu erwerben. Dies bewirkt faktisch je nach Berechnungsmethode eine rückwirkende Anpassung des ursprünglichen Anteilspreises.

Die Verwässerungsanteile werden dabei üblicherweise im Wege einer kompensierenden Kapitalerhöhung im Rahmen der Down Round an die bezugsberechtigten Alt-Investoren unter Verzicht der übrigen Gesellschafter auf ihr gesetzliches Bezugsrecht ausgegeben. Von einer alternativen kompensatorischen Anteilsabtretung zu Lasten der Gründer wird dagegen regelmäßig aus steuerlichen Gründen abgesehen. Zumindest für den deutschen Rechtskreis ist es auch unüblich, dass die Alt-Investoren die Verwässerungsanteile erst im Zusammenhang mit einem Exit des Unternehmens übernehmen.

Ausgestaltung

Die Ausgestaltung des Verwässerungsschutzes sollte im Beteiligungsvertrag präzise geregelt werden. Die Verwässerungsschutzrechte sollten grundsätzlich alle Arten von Anteilsemissionen abdecken, da sonst eine mittelbare Umgehung der Verwässerungsschutzrechte droht. Auch sollte darüber nachgedacht werden, inwieweit bestimmte Anteilsemissionen vom Verwässerungsschutz ausgenommen werden sollten. Insbesondere sind hiervon Mitarbeiterbeteiligungsprogramme betroffen, da diese der Incentivierung der Beschäftigten und somit der Gesellschaft selbst zu Gute kommen. Aus Gründersicht unerlässlich ist auch die Aufnahme einer zeitlichen Beschränkung der Verwässerungsschutzrechte generell oder zumindest auf die unmittelbar nachfolgende Finanzierungsrunde. Denn die Verwässerungsschutzrechte sollen – wie eingangs bereits dargestellt – nur das Bewertungsrisiko in der Anfangsphase der Gesellschaft und gerade nicht künftige unternehmerische Risiken abdecken.

Berechnungsmethoden

Die Anzahl der neu auszugebenden Verwässerungsanteile zum Nennbetrag von je 1,00 Euro richtet sich nach der in der früheren Finanzierungsrunde vereinbarten Berechnungsmethode. Dabei wird üblicherweise zwischen der „Full Ratchet", der „Average", der „Weighted Average" und der „Broad Based Weighted Average" Berechnungsmethode unterschieden. Diese für die Investoren in absteigender Reihenfolge vorteilhafteren bzw. für die Gründer und Alt-Investoren nachteilhafteren Berechnungsmethoden werden in Folgendem dargestellt:

Full Ratchet
Bei der Full Ratchet Berechnungsmethode wird der Alt-Investor bei Ausübung der Verwässerungsschutzklausel rückwirkend so gestellt, als wenn er bereits in der früheren Finanzierungsrunde seine Geschäftsanteile zu dem niedrigeren Anteilspreis der Down Round erworben hätte. Dies bedeutet, dass der Alt-Investor durch den Bezug von zusätzlichen Verwässerungsanteilen zum Nennbetrag vollständig vor der ökonomischen Verwässerung einer späteren Down Round zu Lasten der Gründer und gegebenenfalls sonstiger Investoren geschützt wird.

Average
Bei der Average Berechnungsmethode wird im Vergleich zur Full Ratchet Bewertungsmethode nicht alleine der niedrigere Anteilspreis der Down Round, sondern der durchschnittliche Anteilspreis aus der Down Round und der früheren Finanzierungrunde für die Berechnung der zusätzlichen Verwässerungsanteile herangezogen. Dies bedeutet, dass der Alt-Investor bei Ausübung der Verwässerungsschutzklausel rückwirkend so gestellt wird, als wenn er bereits in der früheren Finanzierungsrunde seine Geschäftsanteile zu dem durchschnittlichen Anteilspreis von Down Round und früherer Finanzierungsrunde erworben hätte.

Weighted Average
Bei der Weighted Average Berechnungsmethode wird die Average Berechnungsmethode dergestalt ausgebaut, als zusätzlich zum durchschnittlichen Anteilspreis aus der Down Round und der früheren Finanzierungrunde noch zusätzlich die unterschiedlichen Gesamtinvestitionssummen aus Down Round und früheren Finanzierungsrunde ins Verhältnis gesetzt und für die Berechnung der zusätzlichen Verwässerungsanteile herangezogen werden. Es wird somit ein „gewichteter durchschnittlicher" Ansatz gewählt.

Broad Based Weighted Average
Bei der Broad Based Weighted Average Berechnungsmethode wird zusätzlich zu dem durchschnittlichen Anteilspreis aus Down Round und früherer Finanzierungrunde, der Berücksichtigung der unterschiedlichen Gesamtinvestitionssummen aus Down Round und früheren Finanzierungsrunden, noch die Anzahl der insgesamt an der Gesellschaft gehaltenen Anteile, einschließlich Gründeranteile, bestehender Wandlungs- und Optionsrechte sowie virtuelle oder reale Mitarbeiterbeteiligungsprogramme, berücksichtigt. Diese für Gründer freundlichste Berechnungsmethode ist mit Abstand gleichzeitig auch die komplizierteste am Markt.

Pay to Play
Aus Sicht der Gründer ist die Vereinbarung von Verwässerungsschutzrechten zu Gunsten eines Investors nicht selbstverständlich, da diese nachvollziehbarerweise nicht immer das wirtschaftliche Risiko einer schlechteren Bewertung der Gesellschaft in einer späteren Finanzierungsrunde alleine zu tragen bereit sind. Für die bessere Akzeptanz von Verwässerungsschutzrechten kann deshalb eine sog. Pay to Play Klausel aufgenommen werden. Hiernach kommen nur diejenigen Alt-Investoren in den Genuss eines Verwässerungsschutzes, die sich ihrerseits an der Down Round pro rata im Verhältnis zu ihren Anteilsverhältnissen beteiligen. Andernfalls verliert der nicht teilnehmende Alt-Investor seine Verwässerungsschutzrechte. ■

KERNAUSSAGEN

- Verwässerungsschutzrechte sollten aus Sicht eines Investors in keiner Beteiligungsvereinbarung im Venture Capital Bereich fehlen, da sie ein wirksames Instrumentarium zum Schutze von Alt-Investoren vor einer ökonomischen Verwässerung ihrer Beteiligung im Hinblick auf eine Down Round darstellen.
- Augenmerk ist auf die konkrete Ausgestaltung der Verwässerungsschutzrechte zu legen. Zwingend zu unterscheiden sind die unterschiedlichen Berechnungsmethoden.
- Am Markt findet man klassischerweise am häufigsten die Full Ratchet und die Weighted Average Berechnungsmethode, wobei zuletzt ein Trend in Richtung letzterer zu spüren war. Zudem ist ein Trend zur Vereinbarung einer Pay to Play Klausel erkennbar.