



# **MASTERTHESIS**

zur Erlangung des Grades des

**Master of Laws (LL.M.)**

Im Studiengang

Verhandeln und Gestalten von Verträgen

an der

Frankfurt University of Applied Sciences

Fachbereich 3: Wirtschaft und Recht

Thema:

## **Risikominimierung durch Verwässerungsschutz- Vereinbarungen im Rahmen von Venture-Capital Investitionen in Start-ups**

vorgelegt von: Rainer Gärtlein

geboren am:

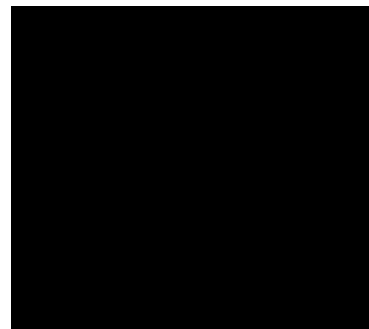
Matrikelnummer:

Referent:

Korreferent:

Thema erhalten am:

Arbeit abgegeben am:



## Vorbemerkungen

Die Motivation für diese Arbeit gab meine Tätigkeit im Rahmen eines Förderprogramms für Venture Capital beim Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle. Mit dem INVEST Zuschuss beabsichtigt die Regierung einen Anreiz für private Investoren zu schaffen, sich an jungen innovativen Unternehmen zu beteiligen. Die vertragliche Ausgestaltung der rund 2000 geförderten Beteiligungen zeigte mir den umfangreichen Regelungsbedarf der beteiligten Parteien und die Komplexität der dabei vereinbarten Regelungen.

Eben wegen dieser Komplexität beschränkt sich die folgende Arbeit auf einen kleinen Teilbereich der Venture Capital Vertragsgestaltung. Der Verwässerungsschutz des Investors ist regelmäßig Bestandteil des Beteiligungsvertrags. Dieser wiederum ist neben der Satzung und der Gesellschaftervereinbarung ein Bestandteil des Venture Capital Vertrags. Sowohl bezogen auf den Vertragstyp, als auch auf den Klauseltyp wird sich die Untersuchung weitestgehend auf die genannten relevanten Bereiche beschränken.

Schließlich werden auch nur die rechtlichen Probleme der Gesellschaftsformen GmbH und AG thematisiert, da Venture Capital Beteiligungen in Deutschland zumeist an Gesellschaften dieser beiden Formen erfolgen.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Brehm (2012) S. 11

# Inhaltsverzeichnis

<b>Vorbemerkungen.....</b>	<b>II</b>
<b>Inhaltsverzeichnis.....</b>	<b>III</b>
<b>Abkürzungs- und Begriffsverzeichnis .....</b>	<b>V</b>
<b>1 Einleitung.....</b>	<b>7</b>
<b>2 Überblick zu VC-Investitionen .....</b>	<b>9</b>
2.1 Der Begriff des Venture Capital .....	9
2.2 Die Finanzierungsphasen.....	9
2.3 Die Marktteilnehmer .....	10
2.4 Ziele der Parteien .....	11
<b>3 Agency Problem.....</b>	<b>13</b>
3.1 Zielkonflikte.....	13
3.2 Informationsasymmetrien .....	15
3.3 Endogene Risiken.....	15
3.4 Exogene Risiken.....	16
<b>4 Risikominimierung.....</b>	<b>18</b>
4.1 Instrumente zur Korrektur der Bewertung.....	19
<b>5 Verwässerung und Verwässerungsschutz .....</b>	<b>21</b>
5.1 Verwässerungsschutz Regelungen .....	22
5.2 Auslösung und Einschränkungen des Verwässerungsschutzes .....	23
5.3 Rechtliche Umsetzung des Verwässerungsschutzes .....	26
5.4 Umfang des Verwässerungsschutzes.....	31
5.4.1 Full Ratchet Verwässerungsschutz.....	31
5.4.2 Weighted Average Verwässerungsschutz.....	33
<b>6 Rechtliche Zulässigkeit des Verwässerungsschutzes.....</b>	<b>36</b>
6.1 Gesetzliches Bezugsrecht .....	36
6.2 Ausgabe unter Verkehrswert.....	36
6.3 AGB-Kontrolle.....	37
6.4 Hinauskündigung .....	39
6.5 Zwischenergebnis.....	40
<b>7 Praxis des Verwässerungsschutzes .....</b>	<b>41</b>
7.1 Verwendung in Deutschland.....	41

Inhaltsverzeichnis	IV
7.2 Verwendung in der USA .....	42
7.3 Zwischenergebnis.....	42
<b>8 Schlussbetrachtung.....</b>	<b>44</b>
8.1 Argumente für den Verwässerungsschutz .....	44
8.2 Argumente gegen den Verwässerungsschutz.....	45
8.3 Handlungsempfehlung.....	47
8.4 Ausblick.....	50
<b>Literaturverzeichnis.....</b>	<b>V</b>
<b>Ehrenwörtliche Versicherung.....</b>	<b>XI</b>

## Abkürzungs- und Begriffsverzeichnis

Abs	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Art	Artikel
BB	Betriebs-Berater
Bd	Band
BG	Bundesgesetz
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Sammlung der Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
bspw	beispielsweise
bzw	beziehungsweise
CF	Corporate Finance
DB	Der Betrieb – Wochenschrift für Betriebswirtschaft, Steuerrecht, Wirtschaftsrecht, Arbeitsrecht
DBW	Die Betriebswirtschaft
etc	et cetera
f	und der/die folgende
FB	Finanz-Betrieb
ff	und der/die folgenden
FN	Fußnote
FS	Festschrift
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts

---

gem	gemäß
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz über Gesellschaften mit beschränkter Haftung
hM	herrschende Meinung
Hrsg	Herausgeber
iHv	in Höhe von
insb	insbesondere
IPO	Initial Public Offering
iSv	im Sinne von
iVm	in Verbindung mit
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
Rn	Randnummer
S	Seite
sog	sogenannt, -e, -er, -es
vgl	vergleiche
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

## 1 Einleitung

Die Bedeutung von Venture Capital Beteiligungen zeigt sich am eindrucksvollsten beim Blick in die USA, wo heute etwa 21% des Bruttoinlandprodukts von Unternehmen wie Microsoft, Apple, Google oder Amazon erwirtschaftet wird, die einige Jahre zuvor noch als Start-up durch Venture Capital finanziert wurden.<sup>2</sup> Die Entwicklung in Deutschland ist weniger erfreulich. Im Jahr 2015 erfolgten in Deutschland Venture Capital Investitionen in Höhe von rund 0,9 Mrd. Euro.<sup>3</sup> In den USA wurden im gleichen Zeitraum 28,8 Mrd. Dollar investiert.<sup>4</sup> Auch nach Berücksichtigung der höheren Wirtschaftsleistung der USA verbleibt dort eine sechsmal höhere Investitionsbereitschaft.

Neben der Risikoaversion deutscher Investoren sind die hohen Anforderungen an die vertragliche Gestaltung von Venture Capital Investitionen eine Hürde. Das überdurchschnittlich hohe Risiko, die Innovativität der Unternehmung, die hohe Abhängigkeit von der Person des Gründers und das Fehlen von dinglichen Sicherheiten begründen das Bedürfnis des Kapitalgebers für eine asymmetrische Risikoverteilung im Beteiligungsvertrag.

Der Erfolg von Venture Capital Beteiligungen hängt signifikant von der Gestaltung des Beteiligungsvertrags ab. Die aus dem US-amerikanischen Rechtsraum stammenden Klauseln müssen dazu dem jeweiligen Rechtsraum angepasst werden, um effektiv Wirken zu können.<sup>5</sup>

Die folgende Arbeit soll eine bei Venture Capital Beteiligungen üblicherweise verwendeten Regelungen, den Verwässerungsschutz, im Detail darstellen. Dabei wird nach einer kurzen Darstellung der Begrifflichkeiten auf Grundlage der Finanztheorie erklärt, welche Zielkonflikte und Informationsasymmetrien bestehen und welche Risiken sich daraus ergeben.

---

<sup>2</sup> Weitnauer (2016) S. 13 Rn. 20

<sup>3</sup> BVK (2016) S. 1

<sup>4</sup> WilmerHale (2016) S. 3

<sup>5</sup> Kaplan (2003) S. 21

---

Anschließend wird der Verwässerungsschutz mit seinen Gestaltungsvarianten dargestellt, der die genannten Risiken minimieren soll. Die Beispiele für die Formulierung und Berechnung sollen die praktische Umsetzung dabei anschaulich beschreiben.

Die Regelung zum Verwässerungsschutz stammt aus dem US-amerikanischen Rechtsraum und ist durch diesen geprägt. Es stellt sich daher die Frage der Zulässigkeit der verschiedenen Ausgestaltungsvarianten, die in Kapitel 6 beschrieben wird.

Schließlich wird die Verwendung der Klausel und ihrer Varianten in den USA und Deutschland verglichen bevor im Rahmen der Handlungsempfehlung Hinweise zur angemessenen Umsetzung der Risikominimierungsregel genannt werden.



## 2 Überblick zu VC-Investitionen

### 2.1 Der Begriff des Venture Capital

Der Begriff des Venture Capital bezieht sich auf langfristige Eigenkapitalinvestitionen in junge, innovative Unternehmen bei denen ein hohes Ausfallrisiko einem hohen Wertsteigerungspotential gegenübersteht. Die Investition erfolgt dabei ohne Vereinbarung von Sicherheiten, einer Rückzahlungspflicht oder Zinsen. Im Insolvenzfall haftet die Investition gegenüber den Gläubigern.

Venture Capital Investitionen sind aufgrund des hohen Risikos für den Kapitalgeber damit verbunden, dass er Kontroll- und Mitspracherechte erhält und das Unternehmen beratend unterstützt. Die Investition erfolgt durch Beteiligungs- oder beteiligungsähnliches Kapital.<sup>6</sup> Der Kapitalgeber wird hierbei durch die Übernahme von Unternehmensanteilen zum Minderheitsgesellschafter und Mitunternehmer. Ziel der Venture Capital Investition ist die Erzielung einer Rendite durch gewinnbringende Veräußerung der Unternehmensanteile nach einer Haltdauer von in der Regel drei bis sieben Jahren.<sup>7</sup>

Das Venture Capital dient der Anschubfinanzierung junger Unternehmen und schließt die Finanzierungslücke, die aufgrund des hohen Risikos und der damit ausbleibenden klassischen Bankenfinanzierung entstanden ist.<sup>8</sup>

Im Deutschen wird der Begriff üblicherweise mit Wagniskapital oder Risikokapital übersetzt. Da diese Übersetzungen einseitig die negative Eigenschaft des hohen Ausfallrisikos dieser Finanzierungsform in den Mittelpunkt stellen, verbleibt es im Folgenden beim neutraleren Begriff des Venture Capital.<sup>9</sup>

### 2.2 Die Finanzierungsphasen

Die Venture Capital Finanzierung beschreibt eine Investition in der Frühphase eines Unternehmens. Investitionen in der Expansions- oder Spätphase eines Unternehmens zählen nicht mehr zur klassischen Venture Capital Finanzierung. Die

---

<sup>6</sup> Grisebach (1989) S. S.3

<sup>7</sup> Weitnauer (2016) S. 1 Rn. 1

<sup>8</sup> Weitnauer (2016) S. 1 Rn. 1

<sup>9</sup> Grisebach (1989) S. S.2, Simon (2010) S. 2.1.2 S.46

Frühphase teilt sich auf in die Seed-Phase, in der Produkt und Prototyp entwickelt werden und die Start-up-Phase, die sich der Vorbereitung des Markteintritts widmet.<sup>10</sup> Grundsätzlich sinkt das Investitionsrisiko der Investition mit zunehmendem Alter und Reife des Unternehmens, da zunehmend mehr Fundamentaldaten des Unternehmens vorliegen und Prognosen durch Ergebnisse ersetzt werden. Venture Capital Finanzierungen erfolgen nicht einmalig, sondern in Form von im Regelfall mehrfach erfolgreicher Finanzierungsrunden.<sup>11</sup>

### 2.3 Die Marktteilnehmer

Venture Capital kann von unterschiedlichen Kapitalgebern zur Verfügung gestellt werden. Zunächst sind hierbei auf diese Finanzierungsart spezialisierte Venture Capital Gesellschaften zu nennen. Diese nutzen zur Investition in der Regel einen Kapitalfond, der meist eine Laufzeit von zwölf Jahren hat. In diesem Zeitraum werden Beteiligungen eingegangen und veräußert, um eine Rendite zu erzielen. Ihr zeitlicher Anlagehorizont ist somit klar begrenzt. Venture Capital Gesellschaften finanzieren Unternehmen in der Start-up- oder Expansionsphase. Investitionen in Unternehmen in der Seed-Phase sind dagegen selten.

Als informelles Venture Capital wird die Investition durch Privatpersonen bezeichnet. Es handelt sich hierbei zumeist um erfahrene Unternehmer, die sich im Marktumfeld des Kapitalnehmers auskennen und neben dem finanziellen Beitrag ihr Know-How und Kontakte einbringen<sup>12</sup>. Auch privat verwaltetes Vermögen wohlhabender Familien fällt unter dem Begriff Family Offices in diese Kategorie. Aufgrund der geringeren finanziellen Leistungsfähigkeit und höherer Risikobereitschaft dieser Kapitalgeber ist informelles Venture Capital vor allem in der Seed-Phase aktiv.<sup>13</sup>

Neben diesen beiden Gruppen von Kapitalgebern kann Venture Capital für die Frühphasenfinanzierung von Unternehmen noch von einer Reihe anderer Kapitalgebern wie industriellen oder öffentlichen Investoren zur Verfügung gestellt werden.

---

<sup>10</sup> Geigenberger (2006) S. 52

<sup>11</sup> Trezzini (2005) S. 42, Einem (2004) S. 2703

<sup>12</sup> Derartige Investoren werden auch als Business Angels oder Angel Investoren bezeichnet

<sup>13</sup> Winkler (2004) S. 35

Der Kapitalnehmer ist im Regelfall ein junges innovatives Unternehmen, das hohes Wachstumspotential und hohen Kapitalbedarf bei niedrigen Erträgen hat.<sup>14</sup> Das Spektrum an Erfahrung und Professionalität von Kapitalnehmern ist denkbar groß. Unternehmerisch unerfahrene Studenten, die lediglich eine gute Geschäftsidee haben, können hier ebenso auf Kapitalsuche sein wie erfahrene Unternehmer mit einem bereits erprobten Konzept. Da weder geeignete Sicherheiten, noch die Leistungsfähigkeit für die mit Fremdkapital verbundenen Finanzierungskosten vorliegen, beschränkt sich die Suche auf eine Eigenkapitalfinanzierung. Venture Capital Kapitalnehmer sind daher auf langfristig denkende und chancenorientierte Kapitalgeber angewiesen, die sich von den Verlusten junger, innovativer Unternehmen in den ersten Jahren nicht abschrecken lassen.<sup>15</sup>

## 2.4 Ziele der Parteien

Der Kapitalnehmer verfolgt bei der Finanzierung drei Hauptziele. Zunächst soll die Finanzierung den Kapitalbedarf des Unternehmens langfristig decken und die Liquidität des Unternehmens sichern. Das zweite Ziel ist eine möglichst hohe Autonomie zu bewahren, da die unternehmerische Tätigkeit oft eine Form der Selbstverwirklichung darstellt. Einschnitte in der Selbstständigkeit und Unabhängigkeit des Unternehmens durch Auskunftspflichten und Mitspracherechte sollen daher möglichst gering sein. Ein hoher Stimmrechtsanteil des Kapitalgebers wirkt hier, ebenso wie vertragliche Abreden, die einen Wechsel der Geschäftsleitung erzwingen können, sehr abschreckend auf das Unternehmen. Das dritte Hauptziel des Kapitalnehmers ist eine hohe eigene Rentabilität zu erzielen. Primär erreicht der Unternehmer dies durch die Abgabe von möglichst wenigen Anteilen bei der Beteiligung des Kapitalgebers. Die Rentabilität ist aber auch stark von geringen Kapitalbeschaffungskosten abhängig, was durch die Nutzung von Eigenkapital und die Vermeidung von Gewinnausschüttungen erreicht wird. Der Unternehmer hat das Ziel möglichst gleichberechtigt mit dem Investor an den Erlösen bei einem Unternehmensverkauf beteiligt zu sein oder die Erlösrechte des Investors zumindest gering zu halten. Neben diesen Hauptzielen ist bei Venture Capital Investitionen auch die Managementunterstützung und die

---

<sup>14</sup> Grisebach (1989) S. S.4

<sup>15</sup> Ziegert (2005) S. 78

Nutzung der Beziehungs-Netzwerke des Kapitalgebers ein Ziel des Kapitalnehmers.<sup>16</sup>

Der Kapitalgeber verfolgt zwei Hauptziele: Zum ersten beabsichtigt er eine möglichst hohe Rendite zu erzielen, indem er die Beteiligung möglichst gewinnbringend veräußert. Der hohe Verkaufserlös wird durch ein möglichst schnelles und starkes Wachstum des Unternehmens erreicht. Der Erhalt von Zinsen oder Dividenden bzw. Gewinnausschüttungen ist dagegen im Regelfall kein Ziel des Kapitalgebers, da es dem Wachstum des Unternehmens entgegenstehen würde. Das zweite Hauptziel liegt in der Sicherung des eingesetzten Kapitals. Da das Unternehmen keine klassischen Sicherheiten bieten kann, erfolgt die Sicherung auf andere Weise. Der Kapitalgeber kann durch die Vereinbarung von Auskunfts- und Mitbestimmungsrechten die Informationsasymmetrien reduzieren, die insbesondere bei Venture Capital Investitionen wegen des innovativen Geschäftsfeldes sehr ausgeprägt sind. In gleicher Weise kann der Kapitalgeber durch die Vereinbarung von Rechten und Pflichten im Vertrag Fehlanreize für den Unternehmer reduzieren. Neben vertraglichen Vereinbarungen wirkt auch die aktive Einflussnahme im Rahmen der Managementunterstützung als Sicherungsinstrument des Kapitalgebers.

Neben diesen Hauptzielen können auch persönliche oder strategische Ziele im Vordergrund stehen. Bei informellem Venture Capital, insbesondere Business Angels, können hier altruistische Motive oder die Suche nach neuen Herausforderungen eine wichtige Rolle spielen.<sup>17</sup> Im Fall von industriellen Venture Capital kann die Bildung von Synergie- oder Anreizeffekten für eigene Produkte im Vordergrund stehen und bei öffentlichen Kapitalgebern die Förderung ganzer Branchen, Technologien oder des Arbeitsmarktes.<sup>18</sup> Die Ziele, Zielkonflikte und Lösungen für diese besonderen Konstellationen sollen aber nicht Gegenstand dieser Arbeit sein.

---

<sup>16</sup> Winkler (2004) S. 35

<sup>17</sup> Winkler (2004) S. 32

<sup>18</sup> Ziegert (2005) S. 76

### 3 Agency Problem

Grundsätzlich besteht ein Risiko für den Investor, da der Unternehmer in seinem Auftrag agiert und dabei aufgrund von Zielkonflikten oder Informationsasymmetrien möglicherweise nicht immer im Interesse des Investors agiert. Es liegt ein finanztheoretisches Agency Problem vor, bei dem der Unternehmer als Auftragnehmender Agent und der Investor als Auftraggebender Prinzipal agiert. Dabei wird unterstellt, dass sich die Parteien rational verhalten und das Ziel des maximalen eigenen Nutzens verfolgen. Es stellt sich die Frage, wie der Prinzipal den Agenten motivieren kann sich nach seinen Wünschen zu verhalten.<sup>19</sup>

#### 3.1 Zielkonflikte

Zunächst muss untersucht werden, in welchen Bereichen eine Zielkonformität bzw. Zielkonflikte bestehen, die ein Investitionsrisiko darstellen.

Beide Parteien sind am wirtschaftlichen Erfolg, also einer Maximierung der Unternehmensgewinne interessiert. Ebenso herrscht Zielkonformität über die Sicherung der Liquidität bei möglichst geringen Kapitalkosten.<sup>20</sup> Zielkonflikte bestehen dagegen insbesondere bei den Konditionen der Kapitalüberlassung.

Die Verteilung der Rendite zwischen den Parteien und damit die Bewertung des Unternehmens sind hier von zentraler Bedeutung. Die Bewertung von Unternehmen in der Gründungsphase kann aufgrund fehlender Bilanzen und Kennzahlen nicht in gleicher Weise umgesetzt werden, wie bei etablierten Unternehmen. Es gibt auch kein einheitliches Bewertungsverfahren für junge Unternehmen. Die bekannten Verfahren, wie das Ertragswertverfahren oder das Discounted-Cashflow Verfahren haben aufgrund der fehlenden Kennzahlen nur wenig Bedeutung.<sup>21</sup> Das Ziel der Bewertung, die bestehenden Risiken mit dem Ertragspotential sorgsam abzuwägen besteht auch bei jungen Unternehmen. Da aufgrund fehlender Kennzahlen die geplanten und prognostizierten Angaben Grundlage der Berechnung sind, kommen Unternehmer und Investor oft zu sehr unterschiedli-

---

<sup>19</sup> Trezzini (2005) S. 50

<sup>20</sup> Grisebach (1989) S. 115

<sup>21</sup> Geigenberger (2006) S. 128

chen Ergebnissen. Eine von VC-Gesellschaften aufgrund der geringen Informationsbasis genutzte Bewertung ist die Venture-Capital-Methode.<sup>22</sup> Dabei wird zunächst auf Grundlage des Businessplans und marktüblicher Multiplikatoren der erwartete Unternehmenswert beim Exit des Investors berechnet. Anschließend wird die Investitionssumme mit der vom Investors festgelegten Mindestrendite<sup>23</sup> für den geplanten Zeitraum aufgezinnt. Das Verhältnis der Summen zueinander liefert die Beteiligungsquote des Investors. Investitionssumme geteilt durch Beteiligungsquote liefert die (Post-Money<sup>24</sup>) Unternehmensbewertung für die geplante Finanzierungsrunde. Die Venture-Capital-Methode löst nicht das grundlegende Problem der fehlenden Kennzahlen. Sie ermöglicht es dem Investor allerdings eine seiner Mindestrendite angemessene Beteiligung zu berechnen. Aufgrund der Verwendung von Vergleichsgrößen, Schätzwerten und der Prognosen im Businessplan des Unternehmens, sollte die Berechnung allerdings auch nur als Basis für die Verhandlung betrachtet werden.

Neben der Unternehmensbewertung können Zielkonflikte auch bei der Wachstumsrate des Unternehmens bestehen<sup>25</sup>. Der Investor ist daran interessiert, seine Rendite bezogen auf seinen eigenen Zeithorizont zu maximieren. Insbesondere bei VC-Gesellschaften kann dies vom Zeithorizont des Unternehmers signifikant abweichen und zu Konflikten führen. Auch bei der Risikobereitschaft kann es zu einem Zielkonflikt kommen. Ein hohes Wachstum ist oft auch mit einem hohen Risiko verbunden, dass die Geschäftsidee scheitert. Der Unternehmer kann dieses Risiko im Regelfall, verglichen mit dem Investor, erheblich schlechter kompensieren, da es ihm nicht möglich ist sein Risiko über mehrere Unternehmen zu streuen. Schließlich bestehen Zielkonflikte im Grad der Autonomie des Unternehmers. Dieser hat ein erhebliches Interesse daran, in seinen Entscheidungen frei zu sein und einer geringen Einflussnahme des Investors. Der Investor dagegen wird mit steigendem Risiko auch ein höheres Maß an Einflussnahme und Informationsrechten einfordern.<sup>26</sup> Der Unternehmer hat oft neben dem Ziel

---

<sup>22</sup> Engel (2003) S. 252

<sup>23</sup> Die Höhe der Mindestrendite schwankt bei Seed Investitionen zwischen 40 und 70% p.a. vgl. Geigenberger (2006) S. 130

<sup>24</sup> Der Post-Money Unternehmenswert entspricht dem Wert des Unternehmens nach Beteiligung des Investors

<sup>25</sup> Grisebach (1989) S. 115

<sup>26</sup> Grisebach (1989) S. 118

einer hohen Rendite und seinem Autonomiestreben auch noch andere Ziele, wie beispielsweise den Wunsch nach wissenschaftlicher Anerkennung oder dem Aufbau eines track-records, was zu Zielkonflikten mit dem primär Rendite orientierten Investor führen kann.<sup>27</sup>

### 3.2 Informationsasymmetrien

Ein weiterer Faktor, der Risiken des Investors auslösen kann sind bestehende Informationsasymmetrien. Der Unternehmer ist besser über das Investitionsvorhaben informiert und hat daher einen Wissensvorsprung vor dem Investor. Es besteht daher die Gefahr, dass der Unternehmer dem Investor Informationen verschweigt oder diese verfälscht.<sup>28</sup> Auf der Seite des Investors herrscht daher insbesondere vor dem Investor eine Qualitätsunsicherheit in Bezug auf die Informationen zum Unternehmen.<sup>29</sup> Weiterhin kann der Investor nach der Investition oft nur schwer zuordnen, ob bestimmte Ergebnisse durch Handlungen des Unternehmers oder durch exogene Einflüsse, wie eine negative Marktentwicklung ausgelöst werden.<sup>30</sup> Eine umfassende Überwachung der Handlungen des Unternehmers ist kaum oder nur in Verbindung mit erheblichen Kosten möglich. Der Unternehmer hat also einen Handlungsspielraum, den er im Sinne eines negativen Anreizes für die eigene Nutzensteigerung missbrauchen kann.

### 3.3 Endogene Risiken

Aufgrund des Agency-Problems können mehrere Risiken entstehen, die folgend kurz beschrieben werden. Zunächst kann es aufgrund der Informationsasymmetrie und der damit verbundenen Informations- und Handlungsunsicherheit vor dem Investment zu einer Negativauslese (Adverse selection) durch den Investor kommen, da dieser die hochwertigen Unternehmungen nicht mehr von den weniger erfolversprechenden Unternehmungen unterscheiden kann.<sup>31</sup> Durch die Handlungsunsicherheit und die beschriebenen Zielkonflikte bestehen insbesondere nach der Investition Fehlanreize (Moral hazards) für den Unternehmer, die

---

<sup>27</sup> Achleitner (2004) S. 55

<sup>28</sup> Diese Informationen werden daher auch als „Hidden Information“ bezeichnet.

<sup>29</sup> Heitzer (2006) S. 515, Trezzini (2005) S. 52

<sup>30</sup> Diese Handlungen werden daher auch als „Hidden Action“ bezeichnet

<sup>31</sup> Trezzini (2005) S. 54

ein Risiko für den Investor darstellen. Diese Fehlanreize verteilen sich auf mehrere Verhaltensunsicherheiten. Es besteht ein Leistungsanreizproblem, was zur Leistungsrückhaltung (shirking) führen kann, weil dem Unternehmer nur ein Teil der Erträge zufließen. Es besteht ein Dienstverbrauchsproblem, da der Unternehmer nur zu einem Teil an den Kosten seines Arbeitsplatzes beteiligt ist und ein Anreiz für den Unternehmer besteht verdeckt betriebliche Ressourcen zur Steigerung seines eigenen Nutzens zu missbrauchen (on the job consumption). Der Investor trägt im Regelfall die Hauptlast der Finanzierung. Daraus leitet sich ein Risikopräferenzproblem ab, was den Unternehmer zu einer unangemessen hohen Risikotoleranz anreizen kann. Der geringere Zeithorizont, insbesondere bei Investitionen durch VC-Gesellschaften, kann zu einem Zeitpräferenzproblem (horizon problem) führen, wenn der Unternehmer persönliche Ziele, wie das Streben nach Selbständigkeit oder wissenschaftlicher Anerkennung verfolgt. Ein Über- und Unterinvestitionsproblem kann aufgrund von Zielkonflikten entstehen, wenn der Unternehmer aufgrund seiner Ziele Investitionen tätigt oder unterlässt, die den Zielen des Investors widersprechen. Aus Sicht des Investors besteht schließlich das Risiko, dass der Unternehmer nach der Investition Entscheidungen verweigert, die im Interesse des Investors sind. Da der Investor im Regelfall nur einen Minderheitsanteil hält, kann der Unternehmer so wichtige Entscheidungen blockieren und das bereits eingesetzte Kapital zur Erpressung des Investors missbrauchen (Hold-up).<sup>32</sup>

### 3.4 Exogene Risiken

Bei jungen innovativen Unternehmen bestehen erhebliche exogene Risiken, die sich aus dem Innovationsprojekt selbst ergeben. Dabei handelt es sich in erster Linie um Prognoseprobleme in Bezug auf die technische Realisierbarkeit und das Marktpotential des Innovationsprojekts. Verstärkt werden diese Probleme oft durch dynamische und schnell wachsende Marktumfelder und sehr begrenzte Kennzahlen für Markt und Unternehmen.<sup>33</sup> Mit zunehmendem Alter des Unternehmens reduziert sich diese Bewertungsunsicherheit. Dennoch ergibt sich ein

---

<sup>32</sup> Trezzini (2005) S. 56

<sup>33</sup> Heitzer (2002) S. 472



hohes Ausfallrisiko aus Sicht des Investors, was durch die hohe personelle Abhängigkeit des Unternehmenserfolgs vom Unternehmer noch weiter verstärkt wird.

## 4 Risikominimierung

Ziel des Investors ist die Minimierung der bestehenden Risiken insbesondere der Informationsasymmetrien und Fehlanreize durch einen möglichst vollständigen Vertrag.<sup>34</sup> Durch den Vertrag wird das Verhalten des Unternehmers indirekt durch Anreize, die er selbst beeinflussen kann, gesteuert. Ein vollständiger Vertrag ist allerdings mit einem hohen Aufwand zur Informationsgewinnung und Vertragsgestaltung verbunden. Ein Vertrag, der alle Aktivitäten des Unternehmers überwacht und so Fehlverhalten vermeidet, ist daher allein aufgrund der Kosten unmöglich umsetzbar.<sup>35</sup> Es gilt daher Aufwand und Nutzen gegeneinander abzuwägen. Dabei spielt das Maß an Kenntnissen zur Gestaltung von Beteiligungsverträgen und die Leistungsbereitschaft des Investors bei der Überwachung und Betreuung des Unternehmens eine große Rolle. Ein umfassendes Verständnis für die wirtschaftlichen Ziele der Parteien sowie der Wirkung und Interaktion der Klauseln ist notwendig zur Gestaltung des Vertrages.<sup>36</sup> Im Bereich des informellen VC spielt Vertrauen daher eine wichtige Rolle, da ein vollständiger Vertrag die Kenntnisse und Leistungsfähigkeit des Investors oft übersteigen.<sup>37</sup>

Es gibt eine Reihe von Mechanismen zur Reduktion der Risiken aufgrund der Informationsasymmetrie und der Fehlanreize. Die Risiken aufgrund der Informationsasymmetrie können durch positive Signale des Unternehmers vor der Investition abgebaut werden (Signalling). Durch die Vereinbarung einer erfolgsabhängigen Vergütung signalisiert der Unternehmer beispielsweise Vertrauen in das Geschäftskonzept und die eigenen Fähigkeiten. Auch eine umfassende Untersuchung des Unternehmens durch den Investor (Screening) und die Auswahl des Unternehmers bei der Vertragsgestaltung (Self selection) bilden wichtige Mechanismen zur Reduktion der Risiken aufgrund der Informationsasymmetrie vor der Investition. Dabei klassifiziert sich der Unternehmer in der Vertragsverhandlung selbst, indem er zwischen Klauseln mit unterschiedlichem Rendite-Risiko Charakter auswählt.<sup>38</sup>

---

<sup>34</sup> Ziegert (2005) S. 55

<sup>35</sup> Brettel (2004) S. 434

<sup>36</sup> Ziegert (2005) S. 53

<sup>37</sup> Brettel (2004) S. 434

<sup>38</sup> Trezzini (2005) S. 57

Die Risikominimierung nach Vertragsabschluss erfolgt durch die Finanzierungsstrukturierung. Im Vertrag können durch die Verteilung von Vermögensrechten wie einem Erlösvorzug Anreize für den Unternehmer geschaffen werden. Durch Informations-, Kontroll- und Mitwirkungsrechte kann die Informationsasymmetrie nach Vertragsschluss reduziert werden. Schließlich können durch Sanktionsmechanismen wie Verwässerungsschutzregelungen oder Meilensteinregelungen Fehlanreize abgebaut werden. Hierbei muss allerdings beachtet werden, dass wiederum negative Folgen wie das zuvor beschriebene shirking auftreten können.<sup>39</sup> Die Regelungen zu Meilensteinen, Erlösvorzug, Mitspracherechten und Verwässerungsschutz bilden die Basis der üblicherweise verwendeten Klauseln zur Risikominimierung bei VC Investitionen.<sup>40</sup>

Die Konditionen der VC Investition müssen zur Bewertung stets im Gesamtbild betrachtet werden, um eine angemessene Risikoallokation zu gewährleisten. Aufgrund von Verwässerungsschutzregelungen werden diese dennoch im Folgenden gesondert betrachtet um die Funktion, Eigenschaften und Ausgestaltung dieser Regelung näher zu erläutern.

#### **4.1 Instrumente zur Korrektur der Bewertung**

Aufgrund der Bewertungsunsicherheit bei Investitionen in junge innovative Unternehmen gibt es eine Reihe von vertraglichen Regelungen, um die Bewertung des Unternehmens nach der Beteiligung zu korrigieren. Die bereits erwähnten Meilensteine und Verwässerungsschutzrechte sowie die Ratchet Regelung. Bei einer Meilensteinregelung erfolgt die Investition in Form mehrerer Finanzierungstranchen (Staged Financing). Die Zahlung der Tranchen erfolgt in Abhängigkeit vom Erreichen bestimmter operativer Ziele des Unternehmens.<sup>41</sup> Der Investor übernimmt dabei im Rahmen einer Kapitalerhöhung die volle Höhe der vereinbarten Anteile, leistet aber nur einen Teil des vereinbarten Aufgelds. Erreicht das Unternehmen einen Meilenstein nicht unterbleibt die daran gekoppelte Aufgeldzahlung. Effektiv verringert sich hierdurch der Bezugspreis der übernommenen Anteile.

---

<sup>39</sup> Trezzini (2005) S. 57

<sup>40</sup> Hartmann-Wendels (2008) S. 15

<sup>41</sup> Weitnauer (2016) S. 346 Rn. 103

Ratchet Regelungen sind Bonus- oder Malusregelungen, die ebenso wie Meilensteine an operative Ziele des Unternehmens gekoppelt sind.<sup>42</sup> Bei Eintreten der Bedingung erfolgt eine Anteilsübertragung oder die Ausgabe von Bezugsrechten. Ziel ist auch hier die nachträgliche Korrektur des Bezugspreises des Investors. Ein Verwässerungsschutz gewährt dem Investor das Recht eine bestimmte Zahl Anteile zum Nennwert zu zeichnen, wenn der Unternehmenswert in einer Folgefinanzierung fällt.<sup>43</sup> Der Verwässerungsschutz ist demnach nicht an ein operatives Unternehmensziel, sondern an den Unternehmenswert gekoppelt. Im Regelfall werden eine Meilensteinregelung sowie ein Verwässerungsschutz vereinbart. Ratchet Regelungen werden wegen der steuerlichen Probleme bei der Rückübertragung von Anteilen sowie aufgrund der Üblichkeit operative Ziele in Meilensteinregelungen zu vereinbaren nur selten verwendet.<sup>44</sup>

---

<sup>42</sup> Weitnauer (2016) S. 347 Rn. 107

<sup>43</sup> Einem (2003) S. 879

<sup>44</sup> Weitnauer (2016) S. 347 Rn. 109

## 5 Verwässerung und Verwässerungsschutz

Zunächst gilt es den Begriff der Verwässerung zu definieren. Es gibt mehrere Arten auf die Anteile eines Gesellschafters verwässern können. Es handelt sich allerdings stets um eine Verschlechterung der rechtlichen oder wirtschaftlichen Eigenschaften von Anteilen eines Gesellschafters durch eine Kapitalmaßnahme. Dies erfolgt entweder durch eine Reduktion der Beteiligungsquote, was mit reduzierten Vermögens-, Kontroll- und Mitspracherechten einhergeht oder durch eine Reduktion des wirtschaftlichen Wertes der gehaltenen Anteile.<sup>45</sup>

Bei der gewöhnlichen Kapitalverwässerung verringert sich die quotale Beteiligung am Unternehmen durch den Beitritt neuer Gesellschafter. In dem Maß, in dem neue Gesellschafter dem Unternehmen beitreten und Anteile zeichnen, verwässert die Beteiligungsquote der übrigen Gesellschafter. Als Schutz vor dieser Art von Verwässerung haben die Gesellschafter nach § 186 Abs. 1 AktG im Fall der Aktiengesellschaft und aufgrund analoger Anwendung des § 186 Abs. 1 AktG bei der GmbH<sup>46</sup> ein Bezugsrecht, dass sie berechtigt in dem Maß Anteile zu zeichnen, in dem sie vor der Kapitalerhöhung am Unternehmen beteiligt waren. Ausgeschlossen werden kann dieses Bezugsrecht nur durch einen Gesellschafterbeschluss mit qualifizierter Mehrheit und einem sachlichen Grund, der das überwiegende Interesse der Gesellschaft für den Ausschluss rechtfertigt.<sup>47</sup> Investoren halten im Regelfall nur einen Minderheitsanteil am Unternehmen. Es kann daher sinnvoll sein, das Bezugsrecht der Investoren zusätzlich im Beteiligungsvertrag zu regeln, da sie bei einem Gesellschafterbeschluss überstimmt werden können.

Möglich ist auch eine Verwässerung der Anteilskategorie. Durch die Ausgabe jüngerer Anteile, dessen Vorzugsrechte im Regelfall vor den älteren Anteilen bedient werden, verschlechtert sich die Rechtsposition des älteren Gesellschafters. Als Schutz vor dieser Art der Verwässerung dient das zuvor dargestellte gesetzliche Bezugsrecht und Vorkaufsrechte. Vorkaufsrechte können vertraglich vereinbart werden und berechtigen den Gesellschafter bei der Ausgabe von

---

<sup>45</sup> Simon (2010) S. 292

<sup>46</sup> Ziegert (2005) S. 199

<sup>47</sup> Möller (2003) S. 87

neuen Anteilen vor externen Investoren zu gleichen Konditionen Anteile zu zeichnen.<sup>48</sup>

Eine strukturelle Verwässerung erfolgt, wenn sich durch Kapitalmaßnahmen wie Aktiensplits oder -kombinationen das Umtauschverhältnis von Vorzugsaktien zu Stammaktien verändert. Der wirtschaftliche Wert der Vorzugsanteile ist abhängig von diesem Umtauschverhältnis, da im Regelfall der Verkauf in Form der Stammanteile erfolgt. Es kann daher ein struktureller Verwässerungsschutz vereinbart werden, um dieses Umtauschverhältnis zu sichern. Das Schutzrecht verändert somit nicht den Wert der Vorzugsaktien, sondern sichert diesen.<sup>49</sup> Aus diesem Grund ist dieses Schutzrecht bei der Verwendung von Vorzugsaktien mit vereinbartem Umtauschverhältnis regelmäßig Bestandteil des Beteiligungsvertrags.<sup>50</sup>

Schließlich kann es eine Preisverwässerung geben. Diese tritt ein, wenn in einer zukünftigen Finanzierungsrunde Anteile unter dem Wert ausgegeben werden, den der Investor bei seiner Beteiligung gezahlt hat. Durch den Einstieg eines neuen Gesellschafters zu einem geringeren Ausgabepreis sinkt sowohl der quotale Anteil des Investors am Unternehmen, als auch der (buchtechnische) Wert seiner Anteile. Den Investor trifft demnach eine zweifache Verwässerung.<sup>51</sup>

## 5.1 Verwässerungsschutz Regelungen

Durch einen vertraglich vereinbarten Verwässerungsschutz (Anti-Dilution-Provision) kann sich der Investor vor diesem Wertverlust schützen. Der Verwässerungsschutz hat einen erheblichen Einfluss auf die Cashflow-, Kontroll- und Mitspracherechte des Investors und ermöglicht den Schutz vor einer negativen Geschäftsentwicklung oder einer zu optimistischen Bewertung.<sup>52</sup> Der Verwässerungsschutz ist damit eines der Instrumente, das dem Investor eine nachträgliche Anpassung der Unternehmensbewertung ermöglicht. Dabei hat der Verwässerungsschutz für den Investor den Vorteil unmittelbar an der Unternehmensbewertung anzusetzen und nicht an operativen Unternehmenszielen, wie bei einer

---

<sup>48</sup> Simon (2010) S. 293

<sup>49</sup> Baums (2000) S. 33

<sup>50</sup> Simon (2010) S. 294

<sup>51</sup> Einem (2004) S. 2703

<sup>52</sup> Simon (2010) S. 294

Nachbewertung durch eine Meilenstein- oder Ratchet-Vereinbarung. Aufgrund der hohen Relevanz gehört der Verwässerungsschutz zu den in Vertragsverhandlungen häufig stark diskutierten Elementen und weist in seinem Umfang eine große Varianz auf.<sup>53</sup>

## 5.2 Auslösung und Einschränkungen des Verwässerungsschutzes

Die Gestaltung eines Verwässerungsschutzes kann in vier Bestandteile aufgeteilt werden: Auslösung, Dauer, Umfang und rechtliche Umsetzung.<sup>54</sup>

Vor der eigentlichen Verwässerungsschutzregelung wird den Investoren regelmäßig das gesetzliche Bezugsrecht durch die Unternehmer garantiert. Dieses Element hat im US-amerikanischen Rechtsraum aufgrund des fehlenden gesetzlichen Bezugsrechts eine höhere Bedeutung. In Deutschland bewirkt die Garantie, dass ein hiervon abweichender Gesellschafterbeschluss zu einer Vertragsverletzung führt und die damit verbundenen vertraglichen Sanktionen auslöst. Im Vertrag kann das folgendermaßen geregelt werden:

*Die Beteiligung der Investoren der Serie Seed soll nicht durch spätere Kapitalerhöhungen, die z.B. der Aufnahme weiterer Investoren dienen, verwässert werden. Die Gründer verpflichten sich daher, den Investoren der Serie Seed im Rahmen künftiger Kapitalerhöhungen jeweils ihr gesetzliches Bezugsrecht zum Erwerb neuer Geschäftsanteile einzuräumen und das Bezugsrecht der Investoren der Serie Seed nicht auszuschließen.*

*Die Investoren der Serie Seed sind dabei berechtigt, die im Rahmen künftiger Kapitalerhöhungen geschaffenen neuen Geschäftsanteile zu demselben Bezugspreis zu erwerben, der den neuen Investoren eingeräumt wird.*

Auslöser für den Verwässerungsschutz ist eine neue Finanzierungsrunde, bei der ein neuer Investor Anteile zu einem geringeren Preis als dem des geschützten Investors übernimmt.<sup>55</sup> Die Definition der Down-Round, die den Verwässe-

---

<sup>53</sup> Haberstock (2008) S. 227

<sup>54</sup> Simon (2010) S. 298

<sup>55</sup> Einem (2004) S. 2703, Winkler (2004) S. 168

ungsschutz auslöst, ist daher der erste Bestandteil der Verwässerungsschutzregelung. Reduziert sich das Finanzierungsrisiko innerhalb einiger Monate nach der Investition erheblich, kann es sinnvoll sein, die Definition der Down Round entsprechend einzuschränken. Die Einschränkung kann in Form einer definierten Zeitspanne, einer definierten Zahl an Finanzierungsrunden oder abhängig von der Erfüllung eines Meilensteins gestaltet werden.<sup>56</sup> Anschließend entfällt der Verwässerungsschutz vollständig oder wird im Umfang eingeschränkt.<sup>57</sup> Insbesondere bei Investition in der Seed-Phase oder bei Unternehmen in Schwierigkeiten kann das erhöhte Risiko zu Beginn des Investments so angemessen berücksichtigt werden. Auch das Volumen der Down Round kann definiert werden, um zu vermeiden, dass geringfügige Finanzierungsrunden den Verwässerungsschutz auslösen. Eine derartige Einschränkung macht auch aus Sicht des Investors Sinn, wenn sich die Berechnung des Verwässerungsschutzes lediglich auf die jeweils letzte Finanzierungsrunde bezieht oder der Verwässerungsschutz generell nur für eine folgende Finanzierungsrunde wirksam sein soll. Im Vertrag kann der Auslöser für den Verwässerungsschutz folgendermaßen gestaltet werden:

*Liegt dieser zukünftige Bezugspreis inkl. des Agios bzw. der sonstigen Zahlung pro Geschäftsanteil jedoch*

*[bei der auf die Serie Seed folgenden Finanzierungsrunde]*

*[bei einer nachfolgenden Finanzierungsrunde, durch die der Gesellschaft jeweils im Einzelfall oder als Ergebnis mehrerer, jeweils innerhalb eines Zeitraums von X Monaten aufeinanderfolgender Kapitalzufuhren neues Kapital in Höhe von mindestens EUR 1.000.000 zugeführt wird]*

*im Verhältnis unter dem Betrag in Höhe von EUR [Bezugspreis der Serie Seed] pro EUR 1-Geschäftsanteil („Down Round“), sind die Investoren der Serie Seed*

*a. bei einer Down Round [bis zum Ablauf des [Datum 1]] / [bis zur Erfüllung des Meilensteins 1] auf Ihr Verlangen hin so zu stellen, als*

---

<sup>56</sup> Simon (2010) S. 299, Trezzini (2005) S. 259, Winkler (2004) S. 169

<sup>57</sup> Simon (2010) S. 303



*ob sie ihr Investment insgesamt zu einem niedrigeren Übernahmepreis getätigt hätten [Bezeichnung Berechnungsmethode 1].*

- b. *bei einer Down Round [bis zum Ablauf des [Datum 2]] / [bis zur Erfüllung des Meilensteins 2] auf Ihr Verlangen hin so zu stellen, als ob sie ihr Investment insgesamt zu einem niedrigeren Übernahmepreis getätigt hätten [Bezeichnung Berechnungsmethode 2].*

Es gibt noch eine Reihe weiterer sinnvoller Einschränkungen für die Auslösung des Verwässerungsschutzes. Nicht alle Geschäftsanteile, Bezugsrechte, Wandlungsrechte oder wandelbare Gewinnbeteiligungsrechte sollten den Verwässerungsschutz auslösen können. Insbesondere Kapitalmaßnahmen für Mitarbeiterbeteiligungsprogramme<sup>58</sup>, Nachbewertungen<sup>59</sup> oder ein Börsengang sollten von der Regelung ausgenommen werden. Notfallfinanzierungen, geringfügige strategische Beteiligungen oder die Anteilsübernahme durch nahestehende Personen der Gesellschafter können je nach Sachverhalt ebenso sinnvolle Ausschlussbestände sein. Eine Begrenzung der Wirksamkeit bis zur nächsten Finanzierungsrunde mit gleicher oder höherer Unternehmensbewertung im Vergleich zur geschützten Finanzierungsrunde kann ähnlich einer zeitlichen Begrenzung ein erhöhtes Risiko zu Beginn des Investments regulieren. Folgend ein Beispiel für die vertragliche Gestaltung von Einschränkungen des Verwässerungsschutzes:

*Der zuvor geregelte Verwässerungsschutz der Investoren der Serie Seed gilt nicht,*

*[soweit Geschäftsanteile, Bezugsrechte, Wandlungsrechte oder wandelbare Gewinnbeteiligungsrechte im Rahmen eines Mitarbeiterbeteiligungsprogramms oder in Folge von mit Investoren der Serie Seed vereinbarten Nachbewertungen ausgegeben werden.]*

*[soweit Geschäftsanteile ausschließlich an Gesellschafter oder Personen ausgegeben werden, welche mit Gesellschaftern im Sinne von §§ 15 ff. AktG oder § 1 Abs. 2 Außensteuergesetz verbunden sind.]*

*[soweit es sich lediglich um eine interne Finanzierungsrunde ohne Beteiligung eines neuen Investors handelt.]*

---

<sup>58</sup> Simon (2010) S. 299

<sup>59</sup> Simon (2010) S. 270

*[soweit es sich um andere als die in der Serie Seed erworbenen Geschäftsanteile handelt.]*

*[soweit Geschäftsanteile von nicht mehr als 5% des Stammkapitals im Rahmen eines strategischen Investments ausgegeben werden.]*

*[soweit das Unternehmen innerhalb von 30 Tagen zahlungsunfähig zu werden droht und durch Gesellschafterbeschluss mit Mehrheit von 75% Stammkapital durch Kapitalerhöhung bis zu einem Maximalbetrag von EUR 50.000 neue EUR 1-Geschäftsanteile ausschließlich an die Gesellschafter und entsprechend des jeweiligen Anteils am Stammkapital ausgegeben werden (Fireround).]*

*Der zuvor geregelte Verwässerungsschutz der Investoren der Serie Seed tritt außer Kraft, wenn und sobald an neue Investoren neue Geschäftsanteile zu einem Bezugspreis pro EUR 1-Geschäftsanteil von mindestens EUR [Bezugspreis der Serie Seed] ausgegeben werden.*

Ein zunehmend beliebtes Instrument zur Einschränkung des Verwässerungsschutzrechts ist die Begrenzung auf Finanzierungsrunden bei denen der geschützte Investor mindestens im Umfang seiner bisherigen Beteiligung am Unternehmen neue Anteile zeichnet (Pay to Play). Damit verbessert das Unternehmen seine zukünftige Finanzierungsfähigkeit und reduziert die Belastung durch Vorzugsrechte vergangener Finanzierungsrunden. Vertraglich kann die Pay to Play Klausel folgendermaßen umgesetzt werden:

*Der zuvor geregelte Verwässerungsschutz gilt nur für diejenigen Investoren der Serie Seed, die im Rahmen und zu den Bedingungen der Down Round neue Geschäftsanteile mindestens in der Höhe übernehmen, die ihnen rechenerisch aufgrund ihres gesetzlichen Bezugsrechts zustehen.*

### **5.3 Rechtliche Umsetzung des Verwässerungsschutzes**

Die rechtliche Umsetzung des Verwässerungsschutzes erfolgt auf schuldrechtlicher Ebene im Beteiligungsvertrag.<sup>60</sup> Grundsätzlich wäre auch eine Vereinbarung in der Satzung der Gesellschaft möglich. Gegen eine derartige Gestaltung spricht allerdings das Gebot die Satzung im Handelsregister zu veröffentlichen,

---

<sup>60</sup> Simon (2010) S. 292, Trezzini (2005) S. 248

die Möglichkeit im Rahmen eines Gesellschafterbeschlusses überstimmt zu werden und die Beurkundungskosten, die bei Änderungen der Satzung entstehen. Aus diesen Gründen werden die Angaben in der Satzung der Gesellschaft im Regelfall schlank gehalten und vertragliche Abreden erfolgen in gesonderten schuldrechtlichen Vereinbarungen wie dem Beteiligungsvertrag. Der Verwässerungsschutz im Beteiligungsvertrag gewährt keinen direkten Anspruch gegen das Unternehmen, sondern gewährt nur einen Anspruch gegen die darin zur Leistung verpflichteten Gründer.<sup>61</sup> Da der Verwässerungsschutz durch eine Down Round ausgelöst wird, ist der Anspruch aus Sicht des Investors Schadensunabhängig<sup>62</sup> und sollte durch eine Vertragsstrafe in seiner Durchsetzbarkeit zusätzlich abgesichert werden.<sup>63</sup>

Im Beteiligungsvertrag wird im Rahmen des Verwässerungsschutzes eine schuldrechtliche Verpflichtung zur Rückzahlung des Wertverlustes durch die Down Round vereinbart.<sup>64</sup> Es gibt dabei verschiedene Formen in denen die Rückzahlung erfolgen kann. Dabei unterscheiden sich die Möglichkeiten bei der GmbH und der Aktiengesellschaft erheblich. In beiden Fällen wäre eine Umsetzung in Form einer Barrückzahlung, unentgeltlichen Anteilsübertragung oder im Rahmen einer kompensierenden Kapitalerhöhung möglich. Bei Aktiengesellschaften kann die Rückzahlung darüber hinaus in Form einer Anpassung des Umtauschverhältnisses von Vorzugs- zu Stammaktien, einer schuldrechtlichen Option oder einer Optionsanleihe gestaltet werden.

Die Gestaltung in Form einer Barrückzahlung wird regelmäßig an der mangelnden finanziellen Leistungsfähigkeit der Gründer scheitern.<sup>65</sup> Darüber hinaus ergeben sich, ebenso wie bei einer unentgeltlichen Übertragung von Anteilen der Gründer, erhebliche steuerliche Nachteile bei diesen beiden Varianten.<sup>66</sup> Dennoch wird die unentgeltliche Übertragung nicht selten vereinbart, da es die dem Anschein nach einfachste Lösung ist. Die sinnvollste und in der Praxis am meis-

---

<sup>61</sup> Einem (2003) S. 880

<sup>62</sup> Einem (2003) S. 881

<sup>63</sup> Einem (2004) S. 2704, 2705 Ziegert (2005) S. 199, Schäfer (2003), S. 146 Einem (2003) S. 879

<sup>64</sup> Simon (2010) S. 304

<sup>65</sup> Trezzini (2005) S. 167, Simon (2010) S. 304

<sup>66</sup> Einem (2003) S. 879, Simon (2010) S. 304, Trezzini (2005) S. 248, Ziegert (2005) S. 199

ten verwendete Variante ist die Umsetzung in Form einer kompensierenden Kapitalerhöhung.<sup>67</sup> In der großen Mehrheit der Verträge wird diese Variante vereinbart.<sup>68</sup>

Im Beteiligungsvertrag muss bei der Gestaltung einer kompensierenden Kapitalerhöhung im Beteiligungsvertrag eine Stimmrechtsbindung der Gesellschafter vereinbart werden. Darin verpflichten sich die Gesellschafter im Fall einer Down Round einen Gesellschafterbeschluss für eine kompensierende Kapitalerhöhung zu fassen und die geschützten Investoren zur Übernahme gegen Zahlung des Nennwerts der Anteile zuzulassen. Das gesetzliche Bezugsrecht berechtigt bei der Ausgabe neuer Anteile alle Gesellschafter entsprechend ihrer bisherigen Beteiligung (pro rata) neue Anteile zu zeichnen. Es ist darum notwendig, dass die nicht durch den Verwässerungsschutz berechtigten Gesellschafter auf dieses Bezugsrecht ausdrücklich verzichten. Die zeitliche Gestaltung des Beschlusses und die Frage, ab wann die kompensierenden Anteile am Gewinn teilnehmen bilden den Rest der Regelungen zur Umsetzung. Zumeist erfolgt die kompensierende Kapitalerhöhung zeitgleich mit der Down Round zur Aufnahme des neuen Investors.<sup>69</sup> Die vertragliche Verpflichtung zur kompensierenden Kapitalerhöhung kann folgendermaßen formuliert werden:

*Zur Durchführung des Verwässerungsschutzes werden die Gesellschafter einstimmig und mit allen Stimmen eine weitere Erhöhung des Stammkapitals durch die Ausgabe neuer Serie Seed Vorzugsanteile in dem sich ergebenden Umfang beschließen („Kompensierende Kapitalerhöhung“).*

*Die Ausgabe der Serie Seed Vorzugsanteile aus der kompensierenden Kapitalerhöhung („Kompensationsanteile“) soll gegen Zahlung ihres jeweiligen Nominalbetrags ohne Zahlung eines Aufgelds erfolgen. Zur Übernahme der Kompensationsanteile sollen ausschließlich die Inhaber der Serie Seed Vorzugsanteile zugelassen werden.*

*Die übrigen Gesellschafter erklären hiermit für diesen Fall einer kompensierenden Kapitalerhöhung schon jetzt ihren Verzicht auf das gesetzliche Bezugsrecht.*

---

<sup>67</sup> Trezzini (2005) S. 253, Simon (2010) S. 304

<sup>68</sup> Trezzini (2005) S. 254

<sup>69</sup> Einem (2003) S. 881

*Die Gesellschafter fassen über die kompensierende Kapitalerhöhung in der gleichen Gesellschafterversammlung Beschluss, in der die Kapitalerhöhung zu Gunsten des neuen Investors beschlossen wird.*

*Die in der kompensierenden Kapitalerhöhung ausgegebenen Kompensationsanteile berechtigen zum Bezug von Gewinnen von dem Beginn des Geschäftsjahrs an, in dem sie ausgegeben werden.*

Durch die kompensierende Kapitalerhöhung werden neue Anteile geschaffen, die der geschützte Investor zum Nennwert als Ausgleich für seine Verwässerung übernimmt. Aufgrund der höheren Gesamtzahl der Anteile senkt die kompensierende Kapitalerhöhung den Bezugspreis der Anteile. Dies bewirkt, dass der neu hinzutretende Investor unmittelbar verwässert und seine quotale Beteiligung am Unternehmen geringer ausfällt als vereinbart. Besteht der neu hinzutretende Investor auf die zuvor mit dem Unternehmen vereinbarte quotale Beteiligung muss die Zahl seiner Anteile bei gleichbleibender Einlage erhöht werden. Daraus resultiert ein wiederum geringerer Bezugspreis der Anteile, was den Anspruch aus dem Verwässerungsschutz erhöht. Es ergibt sich also eine Zirkularität, die den Verwässerungseffekt verstärkt<sup>70</sup>. Die Verwässerungsschutz-Abwärtsspirale endet bei dem Preis, der dem neuen Investor seine vereinbarte quotale Beteiligung unter Berücksichtigung aller Verwässerungsanpassungen garantiert. Dieser Effekt verstärkt die Umverteilung von den Gründern zu den Investoren je nach Umfang des Verwässerungsschutzes noch einmal erheblich.<sup>71</sup>

Vertraglich kann die Zirkularität auf mehrere Arten gelöst werden. Die einfachste Variante ist, dass entweder der geschützte Investor oder der neu hinzutretende Investor auf eine wiederholte Anpassung des Bezugspreises verzichten. Ebenso ist möglich, im Vertrag die kompensierenden Anteile bei der Bezugspreisberechnung nicht zu berücksichtigen.<sup>72</sup> Schließlich kann die Zirkularität im vertraglich vereinbarten Verwässerungsschutz auch mathematisch, in Form mehrerer Iterationsschritte gelöst werden.<sup>73</sup> Dies ist möglich, da die theoretisch

---

<sup>70</sup> Simon (2010) S. 311, Einem (2004) S. 2702, Trezzini (2005) S. 251

<sup>71</sup> Der Effekt wird daher auch als „Todesspirale“ bezeichnet vgl. Kuntz (2016) S. 133

<sup>72</sup> Trezzini (2005) S. 252

<sup>73</sup> Einem (2003) S. 880

unendlich vielen Iterationsschritte in der Praxis durch die Untergrenze von EUR 1 pro Anteil begrenzt sind.<sup>74</sup>

Bei Aktiengesellschaften ist eine Rückzahlung neben den genannten Varianten auch durch eine Anpassung des Umtauschverhältnisses zwischen Vorzugs- und Stammaktien umsetzbar.<sup>75</sup> Diese im US-amerikanischen Rechtsraum regelmäßig verwendete Variante ist in Deutschland zwar möglich aber unüblich.<sup>76</sup> Eine schuldrechtliche Option kann verwendet werden, die dem geschützten Investor bei einer zukünftigen Down Round die Zeichnung von Anteilen zum Nominalwert ermöglicht.<sup>77</sup> Die Berechnung des Umfangs der Option erfolgt dabei im Zeitpunkt der Down Round.<sup>78</sup>

Auch eine Optionsanleihe kann zur Umsetzung des Verwässerungsschutzes genutzt werden.<sup>79</sup> Das hat für den Investor den Vorteil, dass die Anleihen mit einem bedingten Kapital im Sinne der §§ 192 ff. AktG unterlegt werden können und der Investor einen gesicherten Anspruch auf Ausgabe neuer Aktien gegen die Gesellschaft erwirbt. Die Ausgabe der Option sollte allerdings erst bei der Down Round erfolgen, da zuvor der Umfang der Verwässerung unklar ist.<sup>80</sup>

In jedem Fall sollte die Option den maßgeblichen Anteilspreis des Investors für den Verwässerungsschutz in zukünftigen Finanzierungsrunden senken. Ein weiterer Vorteil der Gestaltung durch Optionen ist die daraus resultierende zeitliche Flexibilität des Investors in Bezug auf die Ausübung.<sup>81</sup> Im Regelfall wird der Investor den größtmöglichen Nutzen erzielen, wenn er bis kurz vor dem Exit aus dem Unternehmen wartet, bis er die Option auslöst.<sup>82</sup> Durch die Verwendung von Optionen sind Gestaltungen möglich, die eine Umgehung des Verwässerungsschutzes ermöglichen. Darum sollten „Deemed-issuance“ Vorschriften zur

---

<sup>74</sup> Einem (2003) S. 882

<sup>75</sup> Martinius (2006) S. 1977

<sup>76</sup> Ziegert (2005) S. 198, Trezzini (2005) S. 167

<sup>77</sup> Einem (2003) S. 879

<sup>78</sup> Einem (2003) S. 881

<sup>79</sup> Einem (2004) S. 2704

<sup>80</sup> Einem (2004) S. 2705

<sup>81</sup> Einem (2003) S. 881

<sup>82</sup> Einem (2003) S. 880

Vermeidung von derartigen taktischen Manövern im Vertrag vereinbart werden.<sup>83</sup>

## 5.4 Umfang des Verwässerungsschutzes

Die Berechnungsmethode des Verwässerungsschutzes bestimmt den Umfang und damit den Bezugspreis auf den der Investor seinen ursprünglich gezahlten Preis absenken darf. Der Ausgleich geht dabei stets zu Lasten der übrigen Gesellschafter. Die Beteiligung der Gründer verliert somit mit zunehmendem Umfang des Verwässerungsschutzes an Wert. Es wird grundsätzlich zwischen einem vollständigen Verwässerungsausgleich („Full Ratchet“) und einem proportionalem Verwässerungsausgleich („Weighted Average“) unterschieden.<sup>84</sup> Vereinzelt erfolgt der Verwässerungsausgleich auch auf Grundlage einer nicht Durchschnittsberechnung ohne Gewichtung („Average“).<sup>85</sup> Es empfiehlt sich in jedem Fall die Berechnungsformel und Rechenbeispiele zur Veranschaulichung in den Vertrag aufzunehmen, um Unklarheiten zu vermeiden.<sup>86</sup>

### 5.4.1 Full Ratchet Verwässerungsschutz

Wie der Begriff Full Ratchet bereits andeutet, handelt es sich hierbei um eine Methode die ähnlich einer mechanischen Knarre oder Ratsche nur in eine Richtung beweglich ist. Es erfolgt ein vollständiger Ausgleich des durch die Down Round ausgelösten buchtechnischen Wertverlustes der Anteile des Investors.<sup>87</sup> Der Bezugspreis der Anteile des Investors wird also rechnerisch auf den Bezugspreis der Down Round abgesenkt. Durch die Berechtigung des geschützten Investors stets den günstigsten Ausgabepreis der Anteile zu erhalten ähnelt die Full Ratchet Berechnung in ihrer Wirkung Meistbegünstigungsklauseln aus Lieferverträgen.<sup>88</sup> Da das Volumen der Finanzierungsrunden bei der Berechnung nicht berücksichtigt wird, können auch Down Round Finanzierungsrunden mit geringem Volumen den Verwässerungsschutz auslösen und eine Neuberechnung auf

---

<sup>83</sup> Simon (2010) S. 304

<sup>84</sup> Einem (2003) S. 881, Simon (2010) S. 299

<sup>85</sup> Einem (2003) S. 882

<sup>86</sup> Einem (2003) S. 882

<sup>87</sup> Simon (2010) S. 300

<sup>88</sup> Winkler (2004) S. 185

Basis des Bezugspreises der Down Round bewirken.<sup>89</sup> Durch die Full Ratchet Berechnung wird das Risiko für eine negative Entwicklung des Unternehmenswerts vollständig auf den Gründer übertragen.

#### 5.4.1.1 Berechnungsformel

*Die Anzahl der Kompensationsanteile, die von den Investoren der Serie Seed gezeichnet werden dürfen um sie so zu stellen, als ob sie ihr Investment insgesamt zu einem niedrigeren Übernahmepreis getätigt hätten berechnet sich dabei wie folgt:*

$$L = \frac{P - N}{Q - 1} - N$$

*L = Anzahl der Kompensationsanteile der Serie Seed Investoren;*

*P = Betrag, den die Investoren im Rahmen der Serie Seed investiert haben (Nominalbetrag zuzüglich schuldrechtlicher Zuzahlungen);*

*N = Anzahl der durch die Investoren im Rahmen der Serie Seed gezeichneten Geschäftsanteile;*

*Q = Bezugspreis für die im Rahmen der Down Round ausgegebenen Geschäftsanteile;*

*Die Parteien verpflichten sich die Serie Seed Investoren, im Verhältnis der von diesen jeweils gehaltenen Geschäftsanteilen, zur Übernahme weiterer Geschäftsanteile in Höhe von L (abgerundet auf eine ganze Zahl) zum Nominalbetrag zuzulassen.*

#### 5.4.1.2 Beispielrechnung

*In einer Down Round werden 3.000 Geschäftsanteile zum Preis von je EUR 30,00 an neue Down Round Investoren ausgegeben. Die geschützten Serie Seed Investoren hatten zuvor 5.000 Geschäftsanteile zum Preis von EUR 50,00 gezeichnet.*

$$3448 = \frac{250.000 - 5.000}{30 - 1} - 5.000$$

---

<sup>89</sup> Simon (2010) S. 301



*Die Investoren sind berechtigt 3448 Kompensationsanteile zu zeichnen. Die Kompensationsanteile verteilen sich im Verhältnis der jeweils gehaltenen Serie Seed Geschäftsanteile auf die Investoren.*

#### **5.4.2 Weighted Average Verwässerungsschutz**

Bei der Berechnung auf Grundlage des gewichteten Durchschnitts wird der Anteilspreis des Investors auf den Mittelwert von geschützter Runde und Down Round reduziert. Dabei wird das Volumen der Finanzierungsrunden als Gewichtung einbezogen. Der Anteilspreis wird berechnet, indem der Unternehmenswert nach der neuen Finanzierungsrunde dividiert wird durch die Summe der ausstehenden Anteile nach der neuen Finanzierungsrunde. Es gibt zwei übliche Varianten dieser Berechnung. Sie unterscheiden sich durch die unterschiedliche Berechnungsbasis für die Summe der ausstehenden Anteile nach der neuen Finanzierungsrunde. Bei der Narrow Based Variante erfolgt die Berechnung des Durchschnitts allein auf Basis der Vorzugsanteile. Bei der Broad Based Variante erfolgt die Berechnung dagegen auf Basis aller Anteile. Dabei werden auch ausgegebene Wandelpapiere und Optionen einbezogen.<sup>90</sup>

Aufgrund der breiteren Berechnungsbasis ergibt die Broad Based eine geringere Verwässerung als die Narrow Based Variante. Im Ergebnis ist sie daher gründerfreundlicher. Die Verwendung des Mittelwerts ergibt eine gleichmäßige Verteilung der Wertminderung auf Gründer und Investor. Der Investor kann so einen Teil seines Vermögensschadens ausgleichen. Insbesondere wenn der Wertverlust aufgrund fehlerhafter Prognosen oder Entscheidungen des Gründers entstanden ist wäre es unangemessen, wenn nur der Investor den Schaden trägt. Da der Schaden zumeist auch durch exogene Risiken, wie dem Marktrisiko, ausgelöst wird sollte das Risiko allerdings auch nicht allein beim Gründer liegen. Durch die Einbeziehung des Volumens der Finanzierungsrunden wird verhindert, dass es zu Nachteilen aufgrund von Veränderungen der Finanzierungsrundengröße kommt. Kleine Down Rounds würden andernfalls den Verwässerungsschutz, zum Nachteil des Gründers, in voller Höhe auslösen. Ist die Down Round demgegenüber sehr groß im Verhältnis zur geschützten Finanzierungsrunde würde

---

<sup>90</sup> Simon (2010) S. 301

der Investor benachteiligt werden, wenn der Verwässerungsschutz nicht das Volumen der Finanzierungsrunde mit einbezieht.<sup>91</sup>

Neben diesen beiden üblichen Varianten gibt es noch die Möglichkeit, eine schlichte Average Variante ohne Gewichtung zu verwenden. In diesem Fall entstehen allerdings die zuvor genannten Probleme aufgrund von ungleich großen Down Rounds im Verhältnis zur geschützten Runde. Die Variante wird daher, aus gutem Grund, nur selten verwendet.<sup>92</sup> Die Berechnung in Form einer Middle Based Variante, die mit den geschützten Vorzugsanteilen verbundenen Wandlungsrechte in die Berechnung der Narrow Based Variante einbezieht ermöglicht eine Kombination der beiden üblichen Berechnungen.<sup>93</sup> Die Variante hat in Deutschland allerdings wenig Relevanz, da die Ausgestaltung von Vorzugsanteilen, im Gegensatz zum US-amerikanischen Rechtsraum, nicht mit einem unentgeltlichen Umtauschrecht in Stammanteile verbunden werden kann.<sup>94</sup> Die zuvor dargestellte Möglichkeit das Umtauschrecht stattdessen mit einer Option zur Zeichnung von Stammanteilen nachzubilden ist zwar rechtlich möglich wird aber selten verwendet. Ebenso selten ist die Verwendung der Broad Swing Based Variante, bei der sich Finanzierungsrunden mit höherer Bewertung als der geschützten Runde, sog. Up Rounds, auf den berechneten Durchschnittspreis auswirken. Eine derartige Berechnung ist insbesondere für Investoren der Seed Phase mit einem hohen Risiko verbunden, da sie bei einer zeitweiligen positiven Geschäftsentwicklung ihren Verwässerungsschutz verlieren können und damit ihr hohes Risiko des frühen Einstiegs nicht mehr ausgleichen können.<sup>95</sup>

#### 5.4.2.1 Berechnungsformel

*Die Anzahl der Kompensationsanteile, die von den Investoren der Serie Seed gezeichnet werden dürfen um sie so zu stellen, als ob sie ihr Investment insgesamt zu einem niedrigeren Übernahmepreis getätigt hätten berechnet sich dabei wie folgt:*

---

<sup>91</sup> Simon (2010) S. 301

<sup>92</sup> Simon (2010) S. 303

<sup>93</sup> O'Donnell (undatiert) S. 45

<sup>94</sup> Baums (2000) S. 32

<sup>95</sup> O'Donnell (undatiert) S. 46

$$L = \frac{P}{\frac{(P + Q)}{(N + M)}} - N$$

*L = Anzahl der Kompensationsanteile der Serie Seed Investoren;*

*P = Betrag, den die Investoren im Rahmen der Serie Seed investiert haben (Nominalbetrag zuzüglich schuldrechtlicher Zuzahlungen);*

*N = Anzahl der durch die Investoren im Rahmen der Serie Seed gezeichneten Geschäftsanteile;*

*M = Anzahl der durch sämtliche Dritte im Rahmen der Down Round gezeichneten Geschäftsanteile;*

*Q = Betrag, den sämtliche Dritte im Rahmen der Down Round investiert haben (Nominalbetrag zuzüglich schuldrechtlicher Zuzahlungen);*

*Die Parteien verpflichten sich die Serie Seed Investoren, im Verhältnis der von diesen jeweils gehaltenen Geschäftsanteilen, zur Übernahme weiterer Geschäftsanteile in Höhe von L (abgerundet auf eine ganze Zahl) zum Nominalbetrag zuzulassen.*

#### 5.4.2.2 Beispielrechnung

*In einer Down Round werden 3.000 Geschäftsanteile zum Preis von je EUR 30,00 an neue Down Round Investoren ausgegeben. Die geschützten Serie Seed Investoren hatten zuvor 5.000 Geschäftsanteile zum Preis von EUR 50,00 gezeichnet.*

$$882 = \frac{250.000}{\frac{(250.000 + 90.000)}{(5.000 + 3.000)}} - 5.000$$

*Die Investoren sind berechtigt 882 Kompensationsanteile zu zeichnen. Die Kompensationsanteile verteilen sich im Verhältnis der jeweils gehaltenen Serie Seed Geschäftsanteile auf die Investoren.*

## 6 Rechtliche Zulässigkeit des Verwässerungsschutzes

Durch den Verwässerungsschutz verpflichten sich die Gesellschafter einer Kapitalerhöhung zu Gunsten des Investors zuzustimmen und dabei auf ihr eigenes Bezugsrecht zu verzichten. Es handelt es sich beim Verwässerungsschutz also um eine Stimmbindungsklausel.<sup>96</sup> Da die Stimmrechtsbindung nicht im Widerspruch zu institutionellen Wertungen des Gesellschaftsrechts zum Gesellschaftsinteresse oder der mitgliedschaftlichen Treuepflicht steht, ist die Klausel grundsätzlich zulässig.<sup>97</sup> Es erscheint eher fraglich, ob die Klausel nicht sogar oft im absoluten Interesse der Gesellschaft steht, da die Gesellschaft ohne die Finanzierung in ihrer Existenz gefährdet wird und der Investor diese möglicherweise nur mit einem Verwässerungsschutz gewährt.<sup>98</sup>

### 6.1 Gesetzliches Bezugsrecht

Die Stimmrechtsbindung könnte weiterhin ein Verstoß gegen das gesetzliche Bezugsrecht aus § 186 Abs. 1 AktG sein. Ein Verstoß ist allerdings erlaubt, soweit eine sachliche Rechtfertigung vorliegt. Eine sachliche Rechtfertigung liegt vor, wenn die Stimmrechtsbindung einem Zweck dient, der im Interesse der Gesellschaft liegt. Die angemessene Finanzierung der Gesellschaft liegt im Interesse der Gesellschaft und stellt daher eine sachliche Rechtfertigung dar.<sup>99</sup>

Bei der Stimmrechtsbindung handelt es sich weiterhin nicht um einen Ausschluss des Bezugsrechts, sondern um einen Verzicht der Gründer in Form einer omnilateralen Abrede auf die Ausübung des einen spezifischen Bezugsrechtsanspruchs. Demnach liegt kein Bezugsrechtsausschluss vor.<sup>100</sup>

### 6.2 Ausgabe unter Verkehrswert

Weiterhin könnte die Ausgabe der Anteile unter dem Verkehrswert sittenwidrig iSv § 138 Abs. 1 BGB sein, wenn sie einen gesellschaftsrechtlich unzulässigen

---

<sup>96</sup> Simon (2010) S. 292

<sup>97</sup> Brehm (2012) S. 131, Winkler (2004) S. 170-171

<sup>98</sup> Brehm (2012) S. 132

<sup>99</sup> Ziegert (2005) S. 199, Einem (2003) S. 879, Grisebach (1989) S. 236, Möller (2003) S. 53

<sup>100</sup> Brehm (2012) S. 132, Martinius (2006) S. 1981, Winkler (2004) S. 171

Vorteil zu Lasten der Gesellschaft bzw. der Altgesellschafter darstellt.<sup>101</sup> Das Gesetz verbietet allerdings lediglich die Unterpari-Emission aus in § 9 Abs. 1 AktG bzw. § 5 Abs. 3 S. 2 GmbH. Der Verwässerungsschutz dient der interessengerechten Risikoverteilung bei Venture Capital Beteiligungen mit ungenauen Prognosen. Die Verteilung des Risikos auf beide Parteien ist daher sachgerecht und kein Verstoß gegen die guten Sitten.<sup>102</sup>

### 6.3 AGB-Kontrolle

Die Unzulässigkeit von Verwässerungsschutzklauseln könnte sich auch aus einem Konflikt mit der AGB-Inhaltskontrolle ergeben. Da es sich bei Beteiligungsverträgen regelmäßig um vom Investor vorgegebene standardisierte Vertragsmuster handelt könnte der hierfür notwendige AGB-Charakter vorliegen.<sup>103</sup> Soweit der Beteiligungsvertrag iSv. § 305 Abs. 1 Satz 1 BGB für eine Vielzahl von Verträgen vorformuliert wurde und die Vertragsbedingungen nicht iSv § 305 Abs. 1 Satz 3 BGB individuell ausgehandelt wurden. Bei Venture Capital Investitionen wird ein AGB-Charakter im Regelfall nicht vorliegen, da die vertraglichen Regelungen individuell ausgehandelt werden. Insbesondere bei informellem Venture Capital wird der Vertrag nicht bloß verhandelt, sondern individuell den Bedürfnissen der Parteien angepasst. Die Regelungen des Verwässerungsschutzes sind maßgeblich für die Renditeaussichten des Kapitalgebers und werden daher üblicherweise neben der Bewertung, Form der Investition und den Garantien der Gründer individuell ausgehandelt.<sup>104</sup>

Fraglich ist, ob der Verwässerungsschutz iSv § 307 Abs. 2 Nr. 1 BGB von wesentlichen Grundgedanken gesetzlicher Regelungen abweicht und mit diesen unvereinbar ist, oder ob er iSv § 307 Abs. 2 Nr. 2 BGB wesentliche, aus der Vertragsnatur ergebende Rechte und Pflichten derart einschränkt, dass die Erreichung des Vertragszwecks gefährdet ist. Ein konkretes gesetzliches Leitbild für das durch den Verwässerungsschutz gebildete Bezugsrecht des Investors gibt es

---

<sup>101</sup> Brehm (2012) S. 132, Winkler (2004) S. 171

<sup>102</sup> Brehm (2012) S. 133

<sup>103</sup> Winkler (2004) S. 94

<sup>104</sup> Weitnauer (2005) S. 1443

nicht.<sup>105</sup> Kontrollmaßstab bei Beteiligungsverträgen sind die Normen des Gesellschaftsrechts und ein Vergleich mit einer Gestaltung basierend auf einer „idealisierten Interessenabwägung“.<sup>106</sup>

Eine AGB-Inhaltskontrolle ist nach § 310 Abs. 4 Satz 1 BGB für den Bereich des Gesellschaftsrechts ausgeschlossen. Da es sich bei dem Beteiligungsvertrag um eine schuldrechtliche Abrede handelt wäre eine Kontrolle dennoch denkbar. Nach hM. wird die Bereichsausnahme allerdings angewandt, da der Beteiligungsvertrag die Gesellschafter wie eine „Schattensatzung“ bindet.<sup>107</sup> Auch die Festlegung von Rechten und Pflichten zur Erreichung eines Gemeinsamen Zwecks innerhalb des Beteiligungsvertrags deutet auf die Gründung einer Innengesellschaft bürgerlichen Rechts und damit auf die Anwendung der Bereichsausnahme für das Gesellschaftsrecht.

Gegen eine Anwendung der Ausnahme für den Bereich des Gesellschaftsrechts sprechen der Sicherheitencharakter und das Finanzierungsziel des Beteiligungsvertrages.<sup>108</sup> Eine idealisierte Interessenabwägung wäre demnach notwendig. Dabei ist das Interesse des Investors die Bewertungsunsicherheiten zu reduzieren sowie Korrekturfaktoren und Ersatzsicherheiten zu vereinbaren. Der Gründer demgegenüber will sein Ertragspotential sowie seine Autonomie sichern.<sup>109</sup> Nach hM rechtfertigt das Fehlen von dinglichen Sicherheiten und die mit hohen Risiken behafteten innovativen Unternehmungen die Verwendung der Steuerungs- und Kontrollregelungen im Beteiligungsvertrag.<sup>110</sup> Eine davon abweichende Betrachtung sieht eine teilweise Verlagerung des Bewertungsrisikos im Sinne einer Weighted Average Regelung noch als angemessenes Sicherungsinstrument.<sup>111</sup> Die vollständige Verlagerung des Bewertungsrisikos durch eine Full Ratchet Regelung wird dagegen als nicht im Einklang mit dem allgemeinen Leitbild der idealisierten Interessenabwägung und vertragszweckgefährdende Einschränkung wesentlicher Rechte und Pflichten betrachtet. Begründung hierfür ist, dass die Regelung nicht die Bewertungsunsicherheiten korrigiert, sondern

---

<sup>105</sup> Winkler (2004) S. 172

<sup>106</sup> Winkler (2004) S. 99

<sup>107</sup> Brehm (2012) S. 48

<sup>108</sup> Winkler (2004) S. 56, 60, 73

<sup>109</sup> Winkler (2004) S. 173

<sup>110</sup> Weitnauer (2005) S. 1446

<sup>111</sup> Winkler (2004) S. 177

das unternehmerische Risiko in Form der zukünftigen Marktentwicklung einseitig auf den Gründer überträgt.<sup>112</sup>

Schutz vor einer derartigen Auslegung bietet die (zusätzliche) Vereinbarung des Verwässerungsschutzes in der Satzung der Gesellschaft. In diesem Fall greift die Bereichsausnahme des Gesellschaftsrechts für die AGB-Inhaltskontrolle.<sup>113</sup> Da dies allerdings mit einer Veröffentlichung im Handelsregister verbunden ist, erfolgt eine Vereinbarung des Verwässerungsschutzes in der Satzung nur selten.<sup>114</sup>

## 6.4 Hinauskündigung

Der Bundesgerichtshof betrachtet Hinauskündigungsklauseln bei Personengesellschaften und der GmbH die einem Gesellschafter, einer Gruppe von Gesellschaftern oder der Gesellschaftermehrheit das Recht einräumen, einen Mitgesellschafter ohne sachlichen Grund aus der Gesellschaft auszuschließen als nichtig iSv. § 138 Abs. 1 BGB.<sup>115</sup>

Aufgrund der Wirkung des Verwässerungsschutzes stellt sich die Frage, ob dieser mit einer Hinauskündigung vergleichbar ist. Der Verwässerungsschutz führt nicht zum Ausschluss des Gründers aus der Gesellschaft. Er verringert allerdings den relativen Anteil des Gründers und schmälert so seine Kontroll- und Vermögensrechte. Die Verwässerung wird daher auch als „Gesellschafterausschluss auf Raten bezeichnet“<sup>116</sup> Insbesondere bei einem Verwässerungsschutz auf Basis der Full Ratchet Berechnung kann es zu einer erheblichen Reduktion des Gründeranteils kommen. In seiner Wirkung ist der Verwässerungsschutz daher mit den vom BGH behandelten Manager- und Mitarbeitermodell-Klauseln vergleichbar, auch wenn dem Gründer keine Anteile entzogen werden.<sup>117</sup> Allerdings besteht die Vergütung der Gründer oft in erheblichem Maße aus den Anteilen am Unternehmen die sie halten. Der Verwässerungsschutz reduziert entsprechend die Vergütung für bereits erbrachte Leistungen. Aus diesen Gründen

---

<sup>112</sup> Winkler (2004) S. 178

<sup>113</sup> Weitnauer (2016) S. 344 Rn. 98

<sup>114</sup> Der staatliche High-Tech-Gründerfonds verwendet beispielsweise diese Form.

<sup>115</sup> BGH 19.09.2005 – ZR 173/04, Weitnauer (2016) S. 344 Rn. 99

<sup>116</sup> Martinius (2006) S. 1977

<sup>117</sup> Martinius (2006) S. 1977, Kuntz (2016) S. 687

wird der Verwässerungsschutz, zumindest in der Gestaltung als Full Ratchet Schutz, vereinzelt als sittenwidrig betrachtet.<sup>118</sup>

Der Verwässerungsschutz wird allerdings nicht nach Ermessen des Investors ausgelöst, sondern ist das Ergebnis einer Down Round Finanzierung. Die Down Round Finanzierung wiederum erfolgt nicht nach Belieben des Investors. Sie wird im Regelfall ein notwendiges Übel für die Parteien darstellen und dient der erfolgreichen Finanzierung der Gesellschaft. Der Verwässerungsschutz dient darum nicht der drohenden Disziplinierung des Gründers, sondern sichert die interessengerechte und angemessene Risikoverteilung. Eine Unwirksamkeit nach § 138 Abs. 1 BGB wäre daher nicht sachgerecht und würde auf Grund der fehlenden Sicherungsmöglichkeiten die Durchsetzung hoher Bewertungen durch den Gründer erheblich erschweren.<sup>119</sup>

## 6.5 Zwischenergebnis

Die mit dem Verwässerungsschutz verbundene Stimmbindung und seine Wirkung im Sinne einer Hinauskündigung haben nicht die Unwirksamkeit der Klausel zur Folge. Der Verwässerungsschutz beruht auf der nachvollziehbaren wirtschaftlichen Überlegung, dass der Investor nicht einseitig das Risiko der Unternehmensbewertung übernehmen soll. Die Verwendung der Klausel ist daher sachgerecht und dient der interessengerechten Risikoverteilung. Ein Verstoß gegen § 138 Abs. 1 BGB oder § 307 Abs. 2 Nr. 2 BGB liegt nicht vor.

---

<sup>118</sup> Kuntz (2016) S. 700

<sup>119</sup> Martinius (2006) S. 1981



## 7 Praxis des Verwässerungsschutzes

Der Verwässerungsschutz ist in seiner Ausgestaltung geprägt durch den US-amerikanischen Rechtsraum. Dort wurde die Klausel entwickelt und entsprechend groß ist die Erfahrung bei der Verwendung dieses Vertragsinstrumentes. Interessant ist daher der Blick auf die Verwendung von Verwässerungsschutz in Deutschland und der USA, spiegelt er doch auch den grundsätzlichen Blick der Investoren auf den Umgang mit Chance und Risiko bei Venture Capital Investitionen.

### 7.1 Verwendung in Deutschland

Die Verwendung von Verwässerungsschutz Vereinbarungen in Venture Capital Verträgen ist in Deutschland weit verbreitet, aber noch längst nicht selbstverständlich. Trezzini kommt bei seiner Studie zum Ergebnis, dass 50% der Investoren immer einen Verwässerungsschutz vereinbaren.<sup>120</sup> Bei der Studie von Antonczyk geben 60,4% an die Klausel zu verwenden.<sup>121</sup> In der Studie von Reißig-Thust sind es gerade einmal 31,6%.<sup>122</sup> Der aktuelle Bericht der Kanzlei Pinsent Masons gibt mit 25% eine ähnlich niedrige Verwendung an.<sup>123</sup> Die Zahlen deuten darauf hin, dass der Verwässerungsschutz in Deutschland zunehmend seltener verwendet wird. Brehm kommt in seiner Studie dagegen zum Ergebnis, dass ein Verwässerungsschutz stets Bestandteil des Venture Capital Vertrages ist.<sup>124</sup> Es scheint demnach in Deutschland eine erhebliche Varianz bei der Verwendung zu geben. Es kann nicht davon ausgegangen werden, dass die Klausel stets Vertragsbestandteil ist.

Beim verwendeten Berechnungstyp zeichnet sich ebenfalls ein uneinheitliches Bild ab. Nicht alle der genannten Studien untersuchen den Berechnungstyp. Die Studien unterscheiden zwischen der Verwendung einer Full Ratchet und einer Weighted Average Berechnung. Trezzini kommt zum Ergebnis, dass 60% eine Full Ratchet Berechnung wählen.<sup>125</sup> Bei Antonczyk verwenden 100% eine Full

---

<sup>120</sup> Trezzini (2005) S. 244

<sup>121</sup> Antonczyk (2006) S. 152

<sup>122</sup> Reißig-Thust (2003) S. 191

<sup>123</sup> Pinsent Masons (2015) S. 13

<sup>124</sup> Brehm (2012) S. 129

<sup>125</sup> Trezzini (2005) S. 248

Ratchet Berechnung.<sup>126</sup> Pinsent Masons stellen eine Verwendung in 39% der Fälle fest.<sup>127</sup> Die Zahlen deuten darauf, dass zunehmend öfter die Weighted Average Berechnung verwendet wird. Die Full Ratchet Berechnung wird allerdings weiterhin in einem signifikanten Umfang genutzt.

## 7.2 Verwendung in der USA

In den USA ergibt sich ein anderes Bild. Der Anteil von Verträgen mit Verwässerungsschutz liegt hier durchweg bei über 95%.<sup>128</sup> Die Verwendung der Full Ratchet Berechnung erreichte nach Platzen der Dot-com-Blase ihren Höhepunkt mit 21%.<sup>129</sup> Seither wird die Weighted Average Berechnung in mehr als 90% der Fälle verwendet. Ein klares Bild liefert auch der aktuelle Bericht von Wilmer Hale in dem alle untersuchten Investoren einen Verwässerungsschutz verwenden und dieser stets nach der Weighted Average Berechnung erfolgt.<sup>130</sup>

In den USA ist demnach der Verwässerungsschutz als fester Bestandteil des Venture Capital Vertrags etabliert.<sup>131</sup> Die Weighted Average Berechnung hat sich dabei zunehmend als Standard etabliert. Lediglich in Phasen von großer Kapitalknappheit und Marktverunsicherung wird die Full Ratchet Berechnung in überschaubarem Umfang verwendet.

## 7.3 Zwischenergebnis

Es zeigt sich, dass die Verwendung in Deutschland und der USA große Unterschiede aufweist. Laut Cumming werden Verwässerungsschutz Vereinbarungen in der EU in 54% der Fälle verwendet.<sup>132</sup> In Entwicklungsländern sind es laut Kaplan 27%.<sup>133</sup> Mit zunehmender Erfahrung, insbesondere auf dem US Markt

---

<sup>126</sup> Antonczyk (2006) S. 153

<sup>127</sup> Pinsent Masons (2015) S. 13

<sup>128</sup> Simon (2010) S. 305 - Darin werden die Studien von Korn (2006), Kramer (2007) und Fulton (2006) beschrieben.

<sup>129</sup> Bengtsson (2009) S. 27

<sup>130</sup> WilmerHale (2016) S. 23

<sup>131</sup> Kuntz (2016) S. 131

<sup>132</sup> Cumming (2012) S. 492

<sup>133</sup> Kaplan (2003) S. 9

für Venture Capital, scheint die Verwendung von Verwässerungsschutz Vereinbarungen demnach anzusteigen.<sup>134</sup> Die hohe Verbreitung der Full Ratchet Berechnung in Deutschland bestätigt die im Vergleich zu den USA eher konservative und risikoscheue Grundhaltung.

---

<sup>134</sup> Simon (2010) S. 306

## 8 Schlussbetrachtung

Im Rahmen der Schlussbetrachtung soll dargestellt werden welche Argumente für und gegen die Verwendung von Verwässerungsschutzregelungen sprechen. Im Mittelpunkt steht dabei das Ziel der Regelung die zuvor beschriebenen Agency Risiken zu minimieren. Das kann durch die Bildung von Anreizen oder durch die Reduzierung von Fehlanreizen umgesetzt werden.

### 8.1 Argumente für den Verwässerungsschutz

Die Hauptmotivation des Investors für die Verwendung eines Verwässerungsschutzes wird im Regelfall im Schutz vor Hidden Information in Form einer überhöhten Bewertung liegen. Der Gründer wird diesem Argument kaum entgegenzutreten können, da er andernfalls seinem eigenen Businessplan widerspricht.<sup>135</sup> Durch den Verwässerungsschutz kann der Investor auch Bewertungen des Gründers akzeptieren, die aus seiner Sicht überhöht sind, da er im Fall einer Anpassung geschützt ist.<sup>136</sup> Der Gründer kann so von dem höheren Wert seiner Anteile profitieren, soweit seine Prognosen eintreffen, was insbesondere in Zeiten hoher Einstiegsbewertungen von Vorteil ist.<sup>137</sup> Aufgrund der drohenden Verwässerung diszipliniert die Regelung den Gründer eine angemessene Bewertung anzusetzen und reduziert die Wahrscheinlichkeit für überhöhte Bewertungen.<sup>138</sup> Durch die Wahl eines Verwässerungsschutzes signalisiert und bekräftigt der Gründer sein Vertrauen in den Unternehmenswert.

Auch für Hidden Action des Gründers bildet der Verwässerungsschutz Anreize. Zunächst wirkt er durch die drohende Verwässerung als Leistungsanreiz.<sup>139</sup> In gleicher Weise reduziert er Fehlanreize für einen Ressourcenmissbrauch des Gründers.<sup>140</sup> Im Fall einer schlechten Leistung des Gründers kann der Verwässerungsschutz einen Verfügungsmachtwechsel bewirken und verhindert so einen Hold-up des Gründers, wenn dieser einer Neustrukturierung im Wege steht.<sup>141</sup>

---

<sup>135</sup> Simon (2010) S. 296, Simon (2010) S. 301, Kuntz (2016) S. 136

<sup>136</sup> Trezzini (2005) S. 255

<sup>137</sup> Trezzini (2005) S. 255, Kuntz (2016) S. 136, Haberstock (2008) S. 227

<sup>138</sup> Trezzini (2005) S. 255, Antonczyk (2006) S. 136

<sup>139</sup> Simon (2010) S. 296, Trezzini (2005) S. 255, Antonczyk (2006) S. 136

<sup>140</sup> Antonczyk (2006) S. 136

<sup>141</sup> Antonczyk (2006) S. 133, Kuntz (2016) S. 135

Aus Sicht des Investors realisiert der Verwässerungsschutz das Bedürfnis für eine asymmetrische Risikoverteilung. Begründet ist dieses Bedürfnis durch die ungleichen finanziellen Einlagen und die unmittelbare Verantwortung des Gründers für das Tagesgeschäft des Unternehmens.<sup>142</sup> Schließlich dient der Verwässerungsschutz dem Investor als wertvolle Verhandlungsmasse für folgende Finanzierungsrunden.<sup>143</sup>

## 8.2 Argumente gegen den Verwässerungsschutz

Hauptargument gegen die Verwendung eines Verwässerungsschutzes ist die Demotivierung des Gründers und das hiermit verbundene Shirking. Das Unternehmen ist in seinem Erfolg maßgeblich vom Einsatz des Gründers abhängig. Seine Motivation sollte dem Investor demnach wichtig sein. Im Regelfall erfolgt die Vergütung des Gründers in erheblichem Maße auf einer erfolgsabhängigen Basis in Form seiner Anteile. Die Verwässerung und der damit Verbundene Wert- und Kontrollverlust seiner Anteile wirkt sich entsprechend auf seine Motivation aus.<sup>144</sup> Erfolgt der Verwässerungsschutz in Form einer Full Ratchet Berechnung kann der Anteil des Gründers in den einstelligen Prozentbereich abfallen und entsprechend hohen Schaden bei seiner Motivation auslösen.<sup>145</sup>

Aus Sicht des Gründers gibt es viele Argumente die gegen die Verwendung eines Verwässerungsschutzes sprechen. Die Regelung überträgt, je nach Berechnung, die exogenen Risiken unangemessen einseitig auf den Gründer.<sup>146</sup> Insbesondere die vollständige Übertragung des Marktrisikos erscheint dabei nicht sachgerecht. Diese einseitige Übertragung des Risikos wird dabei auch nicht durch eine Begrenzung des Chancenpotentials kompensiert.<sup>147</sup> Obwohl der Investor als Gesellschafter mit Vorzugsrechten meist umfangreiche Informations- und Kontrollrechte hat, gibt es beim Verwässerungsschutz keine grundsätzliche Mitverantwortung des Investors für fehlerhaftes unternehmerisches Handeln.<sup>148</sup> Diese fehlende Präzision zeigt sich auch darin, dass alle Gründer, unabhängig von ihrer

---

<sup>142</sup> Simon (2010) S. 296

<sup>143</sup> Kuntz (2016) S. 136, Bartlett (2003) S. 193

<sup>144</sup> Simon (2010) S. 297, Trezzini (2005) S. 258, Antonczyk (2006) S. 132

<sup>145</sup> Haberstock (2008) S. 227

<sup>146</sup> Nathusius (2005) S. 174, Simon (2010) S. 297, Trezzini (2005) S. 256

<sup>147</sup> O'Donnell (undatiert) S. 46, Trezzini (2005) S. 256

<sup>148</sup> Simon (2010) S. 297, Trezzini (2005) S. 256

jeweiligen Verantwortung für die Down Round, kollektiv in Form der Verwässerung bestraft werden.<sup>149</sup>

Aus diesen Gründen wird insbesondere die Full Ratchet Berechnung in der USA als unfair und aufgrund des Shirking als nicht zielführend betrachtet.<sup>150</sup> Soweit es sich nicht um ein Unternehmen mit außergewöhnlich hohem Risiko handelt oder dem Gründer eine Kompensation eingeräumt wird erfolgt die Berechnung auf Grundlage der Weighted Average Formel.<sup>151</sup> Andernfalls besteht die Gefahr das Gleichgewicht im Unternehmen nachhaltig zu stören und das Investitionsklima für Folgefinanzierungen zu verderben.<sup>152</sup> Selbst wenn der Investor aus diesen Gründen auf die Durchsetzung seiner Rechte aus einem Full Ratchet Verwässerungsschutz verzichtet läuft er Gefahr seine gestärkte Verhandlungsposition durch den Motivationsschaden beim Gründer teuer zu erkaufen.<sup>153</sup>

Bei Folgefinanzierungen entfaltet der Verwässerungsschutz darüber hinaus abschreckende Wirkung auf die neuen Investoren. Haben die alten Investoren starke Verwässerungsschutzrechte schmälert das den Verhandlungsspielraum des Gründers erheblich.<sup>154</sup> Im Ergebnis wird der neue Investor daher oft auf den Verzicht des bestehenden Verwässerungsschutzes als Bedingung für seine Beteiligung bestehen.<sup>155</sup> Da der Verwässerungsschutz im Regelfall nicht bedingt ist, profitieren auch Investoren die sich bei Folgefinanzierungen nicht beteiligen und belasten so die zukünftige Finanzierung des Unternehmens.<sup>156</sup>

Fehlanreize in Form von Hidden Action des Gründers können aufgrund den Verwässerungsschutzes ausgelöst werden. Durch den drohenden Vermögens- und Kontrollverlust des Gründers bilden sich für ihn Anreize für risikoreicheres oder gar manipulatives Handeln.<sup>157</sup> Ebenso könnte der Gründer an notwendigen Investitionen sparen um eine Down Round zu vermeiden.<sup>158</sup> Einem derartigen

---

<sup>149</sup> Simon (2010) S. 297, Trezzini (2005) S. 256

<sup>150</sup> Trezzini (2005) S. 261, Baums (2000) S. 33

<sup>151</sup> Simon (2010) S. 301, Ziegert (2005) S. 201

<sup>152</sup> Kuntz (2016) S. 136, Trezzini (2005) S. 261

<sup>153</sup> Bartlett (2003) S. 192

<sup>154</sup> O'Donnell (undatiert) S. 46, Simon (2010) S. 297, Trezzini (2005) S. 257

<sup>155</sup> Kuntz (2016) S. 135

<sup>156</sup> O'Donnell (undatiert) S. 46, Trezzini (2005) S. 256, Simon (2010) S. 297

<sup>157</sup> Antocznyk (2006) S. 133, 136

<sup>158</sup> Grisebach (1989) S. 239, Brehm (2012) S. 137

Hold-up könnte der Investor aufgrund seiner Minderheitsbeteiligung meist nur schwer begegnen. Aber auch der Investor könnte aufgrund seines Verwässerungsschutzes einen Fehlanreiz haben seine finanzielle- oder unternehmerische Unterstützung zurückzuhalten um eine Down Round auszulösen oder die Bewertung zu seinen Gunsten zu drücken.<sup>159</sup>

### 8.3 Handlungsempfehlung

Der Verwässerungsschutz dient dem Investor zur Minimierung seiner Risiken bei Venture Capital Beteiligungen. Das Ziel des Investors ist dabei nicht die kurzfristige Steigerung des Buchwerts seiner Beteiligung, sondern die langfristige Steigerung seines Erlöses bei einem Verkauf der Anteile. Es ist wenig verwunderlich, dass die Argumente für die Verwendung der Regelung zumeist vom Investor kommen und die Argumente dagegen vom Gründer. Im Vordergrund muss der Schutz des Investors mit der Motivation des Gründers abgewogen werden.<sup>160</sup> Der Erfolg des Start-up Unternehmens hängt wesentlich von der Motivation und der damit verbundenen Struktur von Anreizen für den Gründer zusammen.<sup>161</sup> Es gilt sich der Argumente bewusst zu sein, um eine individuell passende Regelung zu finden.<sup>162</sup> Aufgrund der Komplexität des Verwässerungsschutzes, ist der Einsatz darum nur bei den durch eine hohe Bewertungsunsicherheit geprägten Venture Capital Investitionen gerechtfertigt.<sup>163</sup>

Ein starker Verwässerungsschutz kann im Fall einer Down Round schnell beim Gründer den Eindruck erwecken, dass er übervorteilt wird. Dem sollte schon in der Vertragsverhandlung entgegengewirkt werden, indem die Wirkung der Regelung durch Formeln und Berechnungsbeispiele klar dargestellt wird. Andernfalls riskiert der Investor, dass die komplizierte Vereinbarung nicht verstanden wird und die Motivation des Gründers leidet.<sup>164</sup>

---

<sup>159</sup> Simon (2010) S. 296, Nathusius (2005) S. 175, Trezzini (2005) S. 256

<sup>160</sup> Brehm (2012) S. 137

<sup>161</sup> Brehm (2012) S. 136

<sup>162</sup> O'Donnell (undatiert) S. 49

<sup>163</sup> O'Donnell (undatiert) S. 48

<sup>164</sup> O'Donnell (undatiert) S. 48

In jedem Fall sollte der Investor bei der Durchsetzung seiner Rechte aus einem Verwässerungsschutz sensibel agieren.<sup>165</sup> Der Verwässerungsschutz ist oft nur die Basis der Verhandlung bei einer Folgefinanzierung und es kann für den Investor sinnvoll sein teilweise oder vollständig auf das Recht zu verzichten, wenn die Durchsetzung dem zukünftigen Erfolg des Unternehmens entgegensteht.<sup>166</sup> In vielen Fällen wird eine entsprechende Forderung auf einen Verzicht auch vom neuen Investor kommen. Kann oder will der geschützte Investor nicht selber die Finanzierung tragen ist er gezwungen auf eine solche Forderung einzugehen, wenn er nicht einen Totalausfall seiner Investition riskieren will.

Bei der Ausgestaltung des Verwässerungsschutzes sollte im Regelfall die Weighted Average Berechnung der Full Ratchet Berechnung vorgezogen werden.<sup>167</sup> Der Umfang der Weighted Average Berechnung richtet sich nach den individuellen Umständen im Unternehmen und der rechtlichen Umsetzung des Verwässerungsschutzes. Nutzt das Unternehmen in erheblichem Umfang Optionen, etwa für Mitarbeiter, Management, Lieferanten oder die Umsetzung des Verwässerungsschutzes selbst, ist eine Narrow Based Variante angemessener. Andernfalls kann die Broad Based Variante verwendet werden, ohne dass sich für den Investor Nachteile ergeben.

Im Fall von einer aggressiven Unternehmensbewertung des Gründers, insbesondere in der Seed Finanzierungsrunde, ist die Verwendung der Full Ratchet Berechnung allerdings durchaus gerechtfertigt. Im zunehmenden zeitlichen Verlauf und mit Hinzutreten weiterer Investoren nimmt die Bedeutung der Bewertungsunsicherheit und damit auch der wichtigste Grund für das starke Schutzrecht ab.<sup>168</sup> Insbesondere in diesen Fällen sollte die Klausel daher nicht statisch sein, sondern sollte dynamisch, entsprechend der sich verändernden Umstände ausgestaltet werden.

Der Verwässerungsschutz sollte zeitlich **begrenzt** werden, bevor er vollständig oder teilweise entfällt, wenn er nur die Unsicherheit der Frühphase regeln soll.<sup>169</sup> Die unbegrenzte Gewährung des Verwässerungsschutzes kann sich auch bei

---

<sup>165</sup> Haberstock (2008) S. 227

<sup>166</sup> O'Donnell (undatiert) S. 49, Bartlett (2003) S. 193, Brehm (2012) S. 137

<sup>167</sup> Trezzini (2005) S. 258

<sup>168</sup> O'Donnell (undatiert) S. 49

<sup>169</sup> Trezzini (2005) S. 259



Folgefinanzierungen belastend auf das Unternehmen auswirken, wenn neue Investoren vom starken Verwässerungsschutz der alten Investoren abgeschreckt werden. Diese wiederum haben oft wenig Anreize sich erneut an der Finanzierung zu beteiligen. Der Verwässerungsschutz sollte daher stets mit einer Pay to Play Bedingung verbunden werden, durch die das Unternehmen diese Risiken reduziert.<sup>170</sup> Sind bereits eine große Zahl an Investoren am Unternehmen beteiligt kann es erforderlich sein den Verwässerungsschutz durch einen sog. Carve Out einzuschränken, um den Anteil der Gründer zumindest teilweise abzusichern.<sup>171</sup>

Schließlich gilt es den Verwässerungsschutz stets im Gesamtkonzept mit den übrigen Regelungen des Venture Capital Vertrages zu betrachten. Risiken die durch den Verwässerungsschutz entstehen können durch andere Elemente des Vertrages kompensiert werden, um im Ergebnis eine interessensgerechte Risikoallokation zu realisieren. So kann das Shirking Risiko durch die Informations- und Kontrollrechte zumindest teilweise ausgeglichen werden. Das Risiko für Hidden Action des Gründers kann mit einer Kapitalbereitstellung in Tranchen reduziert werden. Die einseitige Übertragung des Risikos kann durch eine entsprechend dimensionierte erfolgsabhängige Bezahlung kompensiert werden. Der Investor kann so seinen Schutz vor einer negativen Geschäftsentwicklung mit der erhöhten Partizipation des Gründers bei einer positiven Geschäftsentwicklung begründen.<sup>172</sup> Da der Erfolg des Investors erst im Verkauf realisiert wird kann auch ein Vorzugsrecht auf die Verkaufserlöse, ein Erlösvorzug, eine Alternative für einen starken Verwässerungsschutz sein.<sup>173</sup>

Der Verwässerungsschutz nimmt bei der Regelung der Risiko- und Chancenallokation eine zentrale Rolle ein. Er ist allerdings stets nur eines der wichtigen Instrumente für die Gestaltung eines erfolgreichen Venture Capital Vertrags.

---

<sup>170</sup> Kuntz (2016) S. 141

<sup>171</sup> Trezzini (2005) S. 259, Kuntz (2016) S. 136

<sup>172</sup> Antonczyk (2006) S. 136

<sup>173</sup> Kuntz (2016) S. 136

## 8.4 Ausblick

Die Gestaltung von Venture Capital Verträgen wird ein dynamisches Themengebiet bleiben. Die fehlenden dinglichen Sicherheiten machen es für den Investor notwendig individuelle vertragliche Schutzrechte zu vereinbaren, um sein Risiko zu minimieren. Dabei wirkt sich das Angebot an Kapital und innovativer Vorhaben ebenso auf die Gestaltung aus wie die Finanz- und Förderpolitik. Die lebhafte Gründerkultur in Berlin ebenso wie das kürzlich gestartete Börsensegment Scale<sup>174</sup> deuten auf die wachsende Bedeutung von innovativen Unternehmen in Deutschland und den damit verbundenen Finanzierungsfragen.

---

<sup>174</sup> Scale wurde am 02.03.2017 von der Deutschen Börse als Börsensegment für Wachstumsfinanzierungen gegründet. Es gilt als Nachfolger des Neuen Markts.

---

## Literaturverzeichnis

- Achleitner, Ann-Kristin/Nathusius, Eva      Venture valuation, 1. Auflage Stuttgart 2004, zitiert: Achleitner (2004)
- Antonczyk, Ron Christian      Venture-Capital-Verträge – Eine empirische Untersuchung des Einflusses von Anreizkonflikten zwischen Wagnisfinanciers und Unternehmensgründern, 1. Auflage Aachen 2006, zitiert: Antonczyk (2006)
- Bartlett, Joseph W./Bartlett, Ross P./Butler, Michael      Advanced Private Equity Term Sheets and Series A Documents , 1. Auflage New-York 2003, zitiert: Bartlett (2003)
- Baums, Theodor/Möller Matthias      Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und deutsches Aktienrecht, Capital Markets and Business in the Law. Liber Amicorum Richard M. Buxbaum, 2000, zitiert: Baums (2000)
- Bengtsson, Ola/Ravid, S. Abraham      The Geography of Venture Capital Contracts (Studie) 2009, zitiert: Bengtsson (2009)
- Brehm, Christian      Das Venture-Capital-Vertragswerk, 1. Auflage Wiesbaden 2012, zitiert: Brehm (2012)
- Brettel, Malte/Meier, Dengenhard/Reißig-Thust, Solveig      Vertragsgestaltung von Venture Capitalists und Business Angels im Vergleich, DBW 2004, 64, 431-447, zitiert: Brettel (2004)
- BVK      Statistik: Das Jahr in Zahlen (Studie) 2016, zitiert: BVK (2016)
- Cumming, Douglas      The Oxford Handbook of Venture Capital, 1. Auflage New-York 2012, zitiert: Cumming (2012)
- Einem, Christoph v./Schmid, Stefanie/Meyer, Arnt      Verwässerungsschutz für Investoren im Rahmen von Kapitalbeteiligungen, FB 2003, 12, 879-883, zitiert: Einem (2003)

- Einem, Christoph  
v./Schmid, Stefanie/Meyer, Arnt "Weighted-Average" - Verwässerungsschutz bei Venture Capital-Beteiligungen, BB 2004, 50, 2702, zitiert: Einem (2004)
- Engel, Ronald Seed-Finanzierung wachstumsorientierter Unternehmensgründungen, 1. Auflage Oestrich-Winkel 2003, zitiert: Engel (2003)
- Geigenberger, Isabel Risikokapital für Unternehmensgründer, 2. Auflage München 2006, zitiert: Geigenberger (2006)
- Grisebach, Rolf Innovationsfinanzierung durch Venture-Capital, 1. Auflage München 1989, zitiert: Grisebach (1989)
- Haberstock, Otto Private Equity Investments – Praxis des Beteiligungsmanagements, 2. Auflage Wiesbaden 2008, zitiert: Haberstock (2008)
- Hartmann-Wendels, Thomas/Keienburg, Georg/Sievers, Soenke Agency Risk and Firm Valuation: An Empirical Analysis of Venture Capitalists' Private Expectations (Studie) 2008, zitiert: Hartmann-Wendels (2008)
- Heitzer, Bernd Venture Capital-Finanzierungen von jungen innovativen Unternehmen, FB 2006, 514-518, zitiert: Heitzer (2006)
- Heitzer, Bernd Risikomanagement bei Venture Capital-Finanzierungen, FB 2002, 417, zitiert: Heitzer (2002)
- Kaplan, Steven/Martel, Frederic/Stromberg, Per How do legal differences and learning affect financial contracts (Studie) 2003, zitiert: Kaplan (2003)
- Kuntz, Thilo Gestaltung von Kapitalgesellschaften zwischen Freiheit und Zwang, 1. Auflage Tübingen 2016, zitiert: Kuntz (2016)
- Martinius, Philip/Stubert, Julia Venture-Capital-Verträge und das Verbot der Hinauskündigung, BB 2006, 1977, zitiert: Martinius (2006)
- Möller, Matthias Rechtsformen der Wagnisfinanzierung: Eine rechtsvergleichende Studie zu den USA und zu Deutschland, 1. Auflage Frankfurt am Main 2003, zitiert: Möller (2003)

- Nathusius, Eva                      Syndizierte Venture-Capital-Finanzierung, 1. Auflage  
Sternenfels 2005, zitiert: Nathusius (2005)
- O'Donnell, Michael J./Anton T. Commissaris      The Venture Capital Anti-Dilution, Kanzlei Wilson  
Sonsini Goodrich & Rosati (undatiert), zitiert:  
O'Donnell (undatiert)
- Pinsent Masons,                      VC-Deal-Term-Report (Studie) 2015, zitiert: Pinsent  
Masons (2015)
- Reißig-Thust, Solveig                Venture-Capital-Gesellschaften und Gründungsunter-  
nehmen: Empirische Untersuchung zur erfolgreichen  
Gestaltung der Beziehung (Studie) 2003, zitiert: Reißig-  
Thust (2003)
- Schäfer, Helge/Stephan,  
Marie-Luise                      Venture-Capital-Verträge, 1. Auflage Köln 2003, zitiert:  
Schäfer (2003)
- Simon, Jens                              Der Wert von Beteiligungsverträgen, 1. Auflage Wies-  
baden 2010, zitiert: Simon (2010)
- Trezzini, Lorenzo                    Finanzierungsstrukturierung im Venture Capital, 1. Auf-  
lage Bern 2005, zitiert: Trezzini (2005)
- Weitnauer, Wolfgang                Handbuch Venture Capital, 5. Auflage München 2016,  
zitiert: Weitnauer (2016)
- Weitnauer, Wolfgang                Covenants und AGB-Kontrolle, ZIP 2005, 1443-1446,  
zitiert: Weitnauer (2005)
- WilmerHale                              Venture Capital Report (Studie) 2016, zitiert: Wilmer-  
Hale (2016)
- Winkler, Christoph                Rechtsfragen der Venture Capital-Finanzierung, 1. Auf-  
lage Berlin 2004, zitiert: Winkler (2004)
- Ziegert, Nicholas                    Der Venture Capital Beteiligungsvertrag (VCB): Typi-  
sierung, Amerikanisierung und Flexibilisierungsele-  
mente eines Finanzierungsvertrages, 1. Auflage Berlin  
2005, zitiert: Ziegert (2005)

- Achleitner, Ann-Kristin/Nathusius, Eva      Venture valuation, 1. Auflage Stuttgart 2004, zitiert: Achleitner (2004)
- Antonczyk, Ron Christian      Venture-Capital-Verträge – Eine empirische Untersuchung des Einflusses von Anreizkonflikten zwischen Wagnisfinanciers und Unternehmensgründern, 1. Auflage Aachen 2006, zitiert: Antonczyk (2006)
- Bartlett, Joseph W./Barrett, Ross P./Butler, Michael      Advanced Private Equity Term Sheets and Series A Documents , 1. Auflage New-York 2003, zitiert: Bartlett (2003)
- Baums, Theodor/Möller Matthias      Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und deutsches Aktienrecht, Capital Markets and Business in the Law. Liber Amicorum Richard M. Buxbaum, 2000, zitiert: Baums (2000)
- Bengtsson, Ola/Ravid, S. Abraham      The Geography of Venture Capital Contracts (Studie) 2009, zitiert: Bengtsson (2009)
- Brehm, Christian      Das Venture-Capital-Vertragswerk, 1. Auflage Wiesbaden 2012, zitiert: Brehm (2012)
- Brettel, Malte/Meier, Degenhard/Reißig-Thust, Solveig      Vertragsgestaltung von Venture Capitalists und Business Angels im Vergleich, DBW 2004, 64, 431-447, zitiert: Brettel (2004)
- BVK      Statistik: Das Jahr in Zahlen (Studie) 2016, zitiert: BVK (2016)
- Cumming, Douglas      The Oxford Handbook of Venture Capital, 1. Auflage New-York 2012, zitiert: Cumming (2012)
- Einem, Christoph v./Schmid, Stefanie/Meyer, Arnt      Verwässerungsschutz für Investoren im Rahmen von Kapitalbeteiligungen, FB 2003, 12, 879-883, zitiert: Einem (2003)
- Einem, Christoph v./Schmid, Stefanie/Meyer, Arnt      "Weighted-Average" - Verwässerungsschutz bei Venture Capital-Beteiligungen, BB 2004, 50, 2702, zitiert: Einem (2004)

- Engel, Ronald                      Seed-Finanzierung wachstumsorientierter Unternehmensgründungen, 1. Auflage Oestrich-Winkel 2003, zitiert: Engel (2003)
- Geigenberger, Isabel              Risikokapital für Unternehmensgründer, 2. Auflage München 2006, zitiert: Geigenberger (2006)
- Grisebach, Rolf                    Innovationsfinanzierung durch Venture-Capital, 1. Auflage München 1989, zitiert: Grisebach (1989)
- Haberstock, Otto                  Private Equity Investments – Praxis des Beteiligungsmanagements, 2. Auflage Wiesbaden 2008, zitiert: Haberstock (2008)
- Hartmann-Wendels,  
Thomas/Keienburg,  
Georg/Sievers, Soenke            Agency Risk and Firm Valuation: An Empirical Analysis of Venture Capitalists' Private Expectations (Studie) 2008, zitiert: Hartmann-Wendels (2008)
- Heitzer, Bernd                    Venture Capital-Finanzierungen von jungen innovativen Unternehmen, FB 2006, 514-518, zitiert: Heitzer (2006)
- Heitzer, Bernd                    Risikomanagement bei Venture Capital-Finanzierungen, FB 2002, 417, zitiert: Heitzer (2002)
- Kaplan, Steven/Martel,  
Frederic/Stromberg, Per            How do legal differences and learning affect financial contracts (Studie) 2003, zitiert: Kaplan (2003)
- Kuntz, Thilo                        Gestaltung von Kapitalgesellschaften zwischen Freiheit und Zwang, 1. Auflage Tübingen 2016, zitiert: Kuntz (2016)
- Martinius, Philip/Stubert,  
Julia                                Venture-Capital-Verträge und das Verbot der Hinauskündigung, BB 2006, 1977, zitiert: Martinius (2006)
- Möller, Matthias                  Rechtsformen der Wagnisfinanzierung: Eine rechtsvergleichende Studie zu den USA und zu Deutschland, 1. Auflage Frankfurt am Main 2003, zitiert: Möller (2003)
- Nathusius, Eva                    Syndizierte Venture-Capital-Finanzierung, 1. Auflage Sternenfels 2005, zitiert: Nathusius (2005)

- O'Donnell, Michael J./Anton T. Commissaris      The Venture Capital Anti-Dilution, Kanzlei Wilson Sonsini Goodrich & Rosati (undatiert), zitiert: O'Donnell (undatiert)
- Pinsent Masons,      VC-Deal-Term-Report (Studie) 2015, zitiert: Pinsent Masons (2015)
- Reißig-Thust, Solveig      Venture-Capital-Gesellschaften und Gründungsunternehmen: Empirische Untersuchung zur erfolgreichen Gestaltung der Beziehung (Studie) 2003, zitiert: Reißig-Thust (2003)
- Schäfer, Helge/Stephan, Marie-Luise      Venture-Capital-Verträge, 1. Auflage Köln 2003, zitiert: Schäfer (2003)
- Simon, Jens      Der Wert von Beteiligungsverträgen, 1. Auflage Wiesbaden 2010, zitiert: Simon (2010)
- Trezzini, Lorenzo      Finanzierungsstrukturierung im Venture Capital, 1. Auflage Bern 2005, zitiert: Trezzini (2005)
- Weitnauer, Wolfgang      Handbuch Venture Capital, 5. Auflage München 2016, zitiert: Weitnauer (2016)
- Weitnauer, Wolfgang      Covenants und AGB-Kontrolle, ZIP 2005, 1443-1446, zitiert: Weitnauer (2005)
- WilmerHale      Venture Capital Report (Studie) 2016, zitiert: WilmerHale (2016)
- Winkler, Christoph      Rechtsfragen der Venture Capital-Finanzierung, 1. Auflage Berlin 2004, zitiert: Winkler (2004)
- Ziegert, Nicholas      Der Venture Capital Beteiligungsvertrag (VCB): Typisierung, Amerikanisierung und Flexibilisierungselemente eines Finanzierungsvertrages, 1. Auflage Berlin 2005, zitiert: Ziegert (2005)



## **Ehrenwörtliche Versicherung**

Hiermit wird versichert, dass die vorliegende Arbeit selbstständig und ohne Benutzung anderer als der angegebenen Hilfsmittel angefertigt wurde. Alle Stellen, die wörtlich oder sinngemäß aus veröffentlichten und nicht veröffentlichten Schriften entnommen sind, sind als solche kenntlich gemacht. Die Arbeit hat in gleicher Form noch keiner anderen Prüfbehörde vorgelegen.

Frankfurt am Main, 27. März 2017

*Rainer Gärtlein*