

Prof. Dr. Dirk Honold / Merlin Fege, beide Nürnberg

Wert von Mitarbeiterbeteiligungen in Start-ups mit Liquidationspräferenzen

– Ein blinder Fleck zwischen Erwartung und Realität –

Prof. Dr. Dirk Honold ist Schriftleiter und Mitherausgeber der CF und Professor für Finanzierung an der Technischen Hochschule Nürnberg, mit Fokus auf Innovationsfinanzierung und (Corporate) Venture Capital sowie Serial Entrepreneur.

Merlin Fege ist Assistant Manager im Bereich Deal Advisory, Valuation, bei KPMG in Deutschland. Zuvor war er Consultant bei Ventury Analytics GmbH.

Kontakt: autor@cf-fachportal.de

Mitarbeiterbeteiligungen sind wichtig zur Mitarbeitergewinnung bei Start-ups, die oft als (virtuelle) Optionsprogramme umgesetzt werden. Diese unterliegen komplexen Strukturen in Venture-Capital-Finanzierungen, insb. durch Liquidationspräferenzen mit ggf. deren Wandlungspunkten. Im Exit-Fall kann der Erlös der Mitarbeiter risikoreicher sein und geringer als erwartet ausfallen. Deswegen ist eine Ableitung des Wertes der Mitarbeiterbeteiligungen für einen erfolgreichen Einsatz erforderlich.

I. Einführung und Problemstellung

Mitarbeiterbeteiligungen sind wichtig zur Gewinnung und Motivierung von Managern und Mitarbeitern und können u.a. durch verschiedenartige Optionen (ESOP, VSOP, usw. ...) umgesetzt werden.¹ Sie stärken den unternehmerischen Geist, da ein Teil der Vergütung damit in Korrelation zu den Eigentümern erfolgt und somit eine engere Verzahnung zwischen Gründerteam und Angestellten erreicht wird. In Start-ups – hier primär im Sinne von jungen, innovativen Unternehmen – sind Mitarbeitern die Mitarbeiterbeteiligungen wichtig. Entsprechend haben Mitarbeiterbeteiligungen eine erhebliche Bedeutung, aber unterliegen besonderen Risiken und Chancen.² In vielen Fällen haben diese direkt oder indirekt einen Umfang von bis zu 20% am Eigentum des Unternehmens³ und können im Erfolgsfall bei Mitarbeitern weit mehr als 50% des Gehalts ausmachen. Die Wertigkeit der Mitarbeiterbeteiligung hängt meist wesentlich von der künftigen Entwicklung des Start-ups ab: Bis zur Realisierung der Beteiligung können 10 oder mehr Jahre vergehen.⁴ Künftige Finanzierungsrunden und deren Ausgestaltungen können zudem den Wert des Start-ups beeinflussen sowie zusätzlich die Risiken erhöhen und relevante Veränderungen der Wertigkeit der Mitarbeiterbeteiligung bewirken. Trotzdem werden bei Start-up-Mitarbeitern und -Managern Mitarbeiterbeteiligungen als signifikante Gehaltskomponente akzeptiert, um die Gehaltslücke im Vergleich zur Großindustrie zu kompensieren: Insbesondere in frühen Phasen wären diese Vergütungen ansonsten für Start-ups kaum oder gar

nicht in Cash bezahlbar. Mitarbeiterbeteiligungen sind damit ein zentraler Erfolgsfaktor des Start-up-Ökosystems zur Gewinnung hochqualifizierter Mitarbeiter⁵ und deren Bedeutung wächst kontinuierlich.⁶ Dementsprechend sind für Deutschland international wettbewerbsfähige steuerliche Rahmenbedingungen notwendig,⁷ die zu einem noch höheren Nutzungsgrad beitragen können: Dazu sind weitere Maßnahmen zur Lösung der Dry-Income-Problematik geplant und auch die Besteuerungshöhe wird diskutiert.⁸

Die Wertigkeit der Mitarbeiterbeteiligung des einzelnen Mitarbeiters ist wesentlich für dessen Entscheidung im Start-up tätig zu werden. Umso mehr verwundert es, dass die Wertbestimmung bei der Vereinbarung der Mitarbeiterbeteiligung in vielen Fällen vereinfacht und holzschnittartig erfolgt, obwohl umfassende Cashflow-Sonderrechte, z.B. Liquidationspräferenzen, wesentlich auf den Wert wirken.⁹ Ein Trend zur weiteren Fundierung und Präzisierung lässt sich jedoch beobachten: Immer mehr Anbieter in Europa, wie z.B. Ventury Analytics, Ledgy oder Capdesk helfen Start-ups dabei, die Werte der einzelnen Mitarbeiterbeteiligung in Szenarien zu ermitteln, wodurch für die Parteien Klarheit geschaffen wird und Missverständnisse von vornherein vermieden werden.¹⁰

Grundsätzlich führt der Einsatz von Sonderrechten in Finanzierungsrunden zu einer Ungleichbehandlung zwischen Parteien mit Stammanteilen – im Wesentlichen Gründer und Mitarbeiter – gegenüber Investoren mit Vorzugsanteilen, die üblicherweise in jeder Finanzierungsrunde als neue Anteilsklasse geschaffen werden. Dies ist besonders auch im Exit-Szenario relevant, in dem vereinbarte Liquidationspräferenzen eine signifikante Umverteilung der Erlöse beim Verkauf der Anteile bzw. Cashflows bewirken können: Es muss deswegen zwischen der gehaltenen

1 Vgl. Weitnauer, Handbuch Venture Capital, 7. Aufl. 2022, S. 488-505; Bank/Möllmann, Venture Capital Agreements in Germany, 1. Aufl. 2017, S. 289-294 sowie Index Ventures, Rewarding Talent - A guide to stock options for European entrepreneurs, abrufbar unter: <https://fmos.link/18420> (Abruf: 08.11.2022).

2 Vgl. Internet Economy Foundation, #ESOPasap: Faire Mitarbeiterbeteiligung in Startups – mit Unternehmergeist Innovation und Wachstum beschleunigen, 2020, S. 22.

3 Vgl. Honold/PwC/Ventury Analytics 2021: Venture Capital Market Study 2021, S. 51; Durchschnittlich sind es im Early Stage Bereich über ca. 8%.

4 Dementsprechend wird der Nutzen dann erst für die Mitarbeiter in einem Zeitpunkt für viele Jahre realisiert, sodass jährliche Steuerfreibeträge nicht dazu passen.

5 Vgl. Honold 2021: Der Pull-Effekt schafft einen hohen Wirkungsgrad, siehe Graphik in VC-Magazin 6-2021, S.36. Neben dem Pull-Effekt durch Exits sind die Push-Effekte durch Mitarbeiter + Entrepreneure und der Treibstoff Venture Capital maßgeblich für das Ökosystem.

6 Vgl. Internet Economy Foundation, a.a.O. (Fn. 2), S. 35, 42 und grundlegend ebenso Lowitzsch, Verbreitung der Mitarbeiterkapitalbeteiligung in Deutschland und Europa – Entwicklungsperspektiven, 2020.

7 Im internationalen Vergleich befinden sich die Rahmenbedingungen für Mitarbeiterbeteiligungen in einem aktuellen Ranking auf dem vorletzten Platz. Vgl. Winterhalder et al., Going Public Magazin – Spezial Mitarbeiterbeteiligung 2022, S. 24-26.

8 Vgl. FondsStandortGesetz (2021); BMWK, Die Start-up-Strategie der Bundesregierung (2022) und BMF, Eckpunkte für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz (2022). Weitnauer, W. (2022), Mitarbeiterbeteiligungen in Start-ups, in Venture Capital-Magazin 6-2022 Sonderausgabe Start-up 2023; S. 72-73.

9 Vgl. Weitnauer, a.a.O. (Fn. 1), S. 405-409; Bank/Möllmann, a.a.O. (Fn. 1), S. 295-304. Hoffmann/Hölzle, FB 2003, S. 113-120; 263-268; Simon, Der Wert von Beteiligungsverträgen, 1. Aufl. 2010, S. 346-373; Metrick/Yasuda, Venture Capital and the Finance of Innovation, 2. Aufl. 2007, S. 252-269.

10 Dadurch kann auch vermieden werden, dass alle Bestandteile der Finanzierungsverträge insb. der Cashflow-Sonderrechte den Mitarbeitern offengelegt werden müssen, die notwendig für die Bewertung der Mitarbeiterbeteiligung sind. Denn diese Cashflow-Sonderrechte werden von den Anbietern erfasst und nur die finalen Wirkungen auf die Wertigkeit der Mitarbeiterbeteiligungen veranschaulicht.

Anteilsquote einer Partei und ihrer effektiven Beteiligung am Exit-Erlös unterschieden werden.¹¹

Mitarbeiterbeteiligungen werden oft analog zu den Anteilen der Gründer ohne Sonderrechte ausgestaltet und über Optionsprogramme ausgegeben. Der Ausübungspreis bzw. Strike Price der Optionen entspricht dabei jedoch in der Regel nicht dem Nominalpreis der Anteile, sondern orientiert sich oft am Preis der letzten Finanzierungsrunde.¹² Mitarbeiter gehen davon aus, dass ihre Beteiligung immer ab einer Bewertung über dem Ausübungspreis ihrer Optionen einen finanziellen Vorteil als Gehaltsbestandteil verspricht. Dies ist allerdings nur der Fall, wenn keine Cashflow-Sonderechte, insb. Liquidationspräferenzen, den Vorzugsanteilen der Investoren zugutekommen. Dementsprechend muss die Wirkungsweise der Sonderrechte bei der Wertigkeit berücksichtigt und deren vielfältige Effekte nachvollzogen werden, denn es können wesentliche Verschiebungen von Teilen der Cashflows zugunsten der Investoren resultieren. Diese komplexen, aber relevanten Zusammenhänge sollen hier detailliert untersucht und berechnet werden. Ziel des Beitrags ist die Nutzung der Mitarbeiterbeteiligung noch stärker zu objektivieren und deren Einordnung bei allen Stakeholdern inkl. der Politik mit Kenntnis der Wertigkeit und des Risikos zu verbessern.

Dazu wird zunächst ein Einblick in die gelebte Praxis bei der Ausgestaltung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen gegeben. Daran schließt sich die Betrachtung der Wirkungsweise von Liquidationspräferenzen an, bevor in einem praxisnahen, aber komplexitätsreduzierten Case, in verschiedenen Szenarien, detailliert die wesentlichen Effekte von Liquidationspräferenzen, mit ihren oft vorhandenen Wandlungspunkten, auf die Wertigkeit von Mitarbeiterbeteiligungen veranschaulicht werden. Daraus werden allgemeingültige Einschätzungen und Handlungsempfehlungen abgeleitet.

II. Ausgestaltung von Mitarbeiterbeteiligungen in der Praxis

Mitarbeiterbeteiligungen können grundsätzlich als Eigen- oder Fremdkapitalbeteiligung strukturiert werden. Bei börsennotierten Unternehmen wird auch eine Beteiligung per Aktienkaufprogramm gewählt, die in vielen Fällen jährlich erfolgt. Bei Aktiengesellschaften gibt es ebenso eine aktienrechtlich verankerte Ausgestaltung von Employee-Stock-Options Programmen (ESOP), die dazu bedingtes Kapital schaffen.¹³

Bei Start-ups geht es nur um Eigenkapitalbeteiligungen und es werden um ein Vielfaches höhere Quoten am Eigenkapital im Vergleich zu börsennotierten Unternehmen genutzt. Eine direkte Beteiligung der Mitarbeiter über echte Anteile oder Aktien hätte entweder einen Kapitaleinsatz oder eine Versteuerung als geldwerten Vorteil der Begünstigten zur Folge, ohne dass die Anteile danach handelbar wären. Hinzu kommt, dass bei Start-ups die GmbH als Gesellschaftsform dominiert. Aus diesen Gründen erfolgt in vielen Fällen eine Umsetzung der Mitarbeiterbeteiligungsprogramme mit Virtuellen Stock Options Programmen (VSOP).¹⁴ Um möglichst gleichgelagerte Interessen zwischen Mitarbeitern und den Gründern herzustellen sowie den Team-Spirit zu stärken, werden stellenweise auch andere Ausgestaltungen durch z.B. durch Wandelschuldverschreibungen oder sog. Zero-

Shares¹⁵ eingesetzt, wobei dabei verschiedene umsetzungstechnische und steuerliche Risiken bestehen können.¹⁶

Diese Ausgestaltungen der Mitarbeiterbeteiligung sind ein wesentlicher Bestandteil bei der Strukturierung der Finanzierungsrunde. Aus Sicht der Eigentümer, also Gründer und Investoren, wird im Detail geregelt, wer wirtschaftlich die Kosten durch die Mitarbeiterbeteiligung trägt und wem der Ausübungspreis der Optionen im Ausübungsfall zufällt. Hier erfolgen teilweise bei den Verhandlungen der Eckpunkte des Finanzierungsvertrags, die zunächst in einem Vorvertrag (Term Sheet) geregelt werden, Simulationen, wie die Eigentumsquoten (Captable) auch nach Ausübung der Optionen verteilt sind. Den Investor interessiert, welche Quote er beim Exit-Fall erhält sowie welchen Preis er heute, ausgedrückt im Anteilspreis und der Bewertung unter Berücksichtigung aller Optionen, bezahlt. Dazu werden zur Verhandlung der Parameter die Erlöse beim Exit unter Berücksichtigung aller Cashflow-Rechte inkl. Optionen simuliert und immer häufiger Auszahlungstabellen als Anlagen der Verträge beigefügt, um diese nachvollziehbar zu gestalten.

Führende Mitarbeiter des Management-Teams erwarten eine wesentliche Mitarbeiterbeteiligung als Teil ihrer Vergütung,¹⁷ insbesondere wenn sie maßgeblich zum Erfolg des Unternehmens beitragen. Entsprechend sind Mitarbeiterbeteiligungen auch eine wichtige Säule des Team-Spirits. Teilweise werden im Rahmen der Programme viele oder sogar alle Mitarbeiter berücksichtigt, was aber einen erheblichen verwaltungstechnischen Aufwand auslösen kann. Ebenso können auch Gründer Mitarbeiterbeteiligungen zusätzlich zu ihren Gründungsanteilen erhalten, wenn diesen eine höhere Bedeutung zukommt, als die ursprüngliche Beteiligungsquote bei Gründung ihnen gibt.¹⁸

Der Umfang von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen wird in der Regel als Quote am gesamten Unternehmen gemessen. Lt. Studienergebnissen liegt diese in der Early Stage Phase in über 2/3 der Fälle bei 6% bis 10% aller ausgegebenen Unternehmensanteile, wobei es auch einige Programme mit einem Umfang von 16% bis 20% gibt. Mit der fortschreitenden Entwicklung der Gesellschaft sinken die Anteilsquoten. Als Ausübungspreis wird in der Mehrzahl der Anteilspreise der letzten Runde vereinbart. Lediglich etwa 13% der Programme nutzen den Nominalwert von in der Regel 1 € als Ausübungspreis in der Early Stage.¹⁹ In nachfolgenden Phasen findet der Nominalwert als Ausübungspreis keine Verwendung mehr. Mitarbeiterbeteiligungsprogramme werden üblicherweise auch mit einer Vesting-Regelung verknüpft: Als Resultat gehen die Optionen über einen Zeitraum von i. d. R. vier Jahren final auf die Mitarbeiter über, wenn Sie weiterhin für das Start-up arbeiten. Im Fall eines Exits während des Vesting-Zeitraums, geht das Eigentum in vielen Fällen sofort über (Accelerated Vesting).²⁰ Zusätzlich muss berücksichtigt werden, wie die Mitarbeiterbeteiligungen im Unternehmen behandelt werden: Eine steuer-

11 Vgl. Woronoff/Rosen, NYU Journal of Law and Business 2/2005, S. 101-131.

12 Siehe Honold/PwC/Ventury Analytics, Venture Capital market study 2021, S. 51.

13 Vgl. Weitnauer, a.a.O. (Fn. 1), S. 405-409.

14 Dazu beigetragen haben die Standardisierungen von German Standards Setting Institute (GESI), abrufbar unter <https://fmos.link/18421> (Abruf: 08.11.2022).

15 Diese schuldrechtlich ausgestalteten, sog. Zero-Shares sollen dem Management erlauben, stimmberechtigte Anteile nach der Gründung zu erhalten, ohne eine Besteuerung von Dry-Income auszulösen. Vgl. Schönhaar: Incentivierung von Gründern durch Einräumung von Zero Shares, GWR 2020, 313.

16 Überblick gibt u. a. Orrick abrufbar unter: <https://fmos.link/18422> (Abruf: 08.11.2022) und Leuner: Mitarbeiterbeteiligung 2009, pointiert Weitnauer, GWR 2022, S. 39.

17 Vgl. Internet Economy Foundation, a.a.O. (Fn. 2).

18 Sog. „Founders' Shares“ können als Form der Mitarbeiterbeteiligung vergeben werden. Eine Verbesserung der Anteilsquoten der Gründer ist auch bei einer zu hohen Verwässerung über den Verlauf der Runden denkbar.

19 Siehe Honold/PwC/Ventury Analytics, a.a.O. (Fn. 12).

20 Siehe Honold/PwC/Ventury Analytics, a.a.O. (Fn. 12), S. 46-47. Teilweise beginnt die Laufzeit des Vestings mit einer neuen Finanzierungsrunde für die nicht gevesteten Anteile von vorn.

liche Abzugsfähigkeit, wie bei virtuellen Programmen, ist bei verwässernden Programmen i. S. v. Optionen nicht gegeben. Ebenso ist die Verbuchung als Aufwand und deren Höhe, gerade in späteren Phasen, ein nicht zu unterschätzender Diskussionspunkt: Besonders bei IPOs sind immer wieder Anpassungen der Mitarbeiterbeteiligungsprogramme bei Anwendung internationaler Accounting Standards beobachtbar, da die Aufwendungen durch Mitarbeiterbeteiligungen die Finanzkennzahlen in nicht antizipierter Wesentlichkeit verändern.

Um die Mitarbeiterbeteiligung zu bewerten, wird oft vereinfacht der bezahlte Anteilspreis der letzten Finanzierungsrunde und damit der Preis der letzten Anteilsklasse dem Ausübungspreis gegenübergestellt. Dieses Vorgehen führt jedoch nur zum korrekten Ergebnis, wenn den Anteilen der letzten Finanzierungsrunde keine Sonderrechte zugutekommen und keine neue Anteilsklasse geschaffen wird, was bei Venture Capital Finanzierungen eher die Ausnahme ist. Nur für den Fall, dass die Sonderrechte keine Bedeutung beim Exit haben, z.B. durch sehr hohe Bewertungen oder ein IPO mit Verzicht der Investoren auf Sonderrechte, können diese Differenzierungen nach Anteilsklassen irrelevant sein: Die Stammanteile von Gründern und Mitarbeitern hätten die gleiche Wertigkeit wie die Vorzugsanteile anderer Anteilsklassen der Investoren. Im deutschen Markt sind aufgrund der Cashflow-Sonderrechte Abschläge von 10% bis 30% für Stammanteile versus dem gezahlten Preis der Anteilsklasse der letzten Finanzierungsrunde bei Secondaries beobachtbar, wobei Studien die Bewertungen sogar bis über 50% überhöht ansehen.²¹

Um die Wertigkeit der Mitarbeiterbeteiligung bzw. Option für den Mitarbeiter vollständig berechnen zu können, müssen nach allen Finanzierungsrunden bis zum Exit:

- die vollständigen Anteilsverteilungen bekannt sein,
- alle Mitarbeiterbeteiligungsprogramme mit Ausübungspreisen und Vesting erfasst werden,
- alle Liquidationspräferenzen oder andere Bevorrechtigungen durch Darlehen etc. einberechnet werden,
- Wandlungspunkte der Investoren (abhängig von der Wahl und Ausgestaltung der anrechenbaren Liquidationspräferenzen)²² bekannt sein und
- der zu zahlende Ausübungspreis der Mitarbeiterbeteiligung in Relation zu dem geminderten Mittelzufluss gestellt werden, um den genauen Punkt zu bestimmen, ab diesem die Mitarbeiterbeteiligungen im Geld sind.

Dazu werden im Folgenden zunächst grundlegend die Wirkungen von Liquidationspräferenzen als Teil der Cashflow-Sonderrechte erläutert, auf die die weitere Untersuchung mit ihren Auswirkungen auf die Wertigkeit von Mitarbeiterbeteiligungen begrenzt wird.

III. Ausgestaltung der Finanzierungsrunden: Liquidationspräferenzen und Wandlungspunkte

Liquidationspräferenzen, also das Recht des Investors eine Vorzugsbehandlung im Exit-Fall zu erhalten, sind eine gängige Methode, um Investments gegen niedrige Exits abzusichern und teilweise auch eine weitere, grundsätzliche Besserstel-

lung zu erreichen.²³ Dabei wird zwischen der anrechenbaren Liquidationspräferenz (Simple Liquidation Preference, kurz: SLP) gegenüber der nicht anrechenbaren Liquidationspräferenz (Participating Liquidation Preference, kurz: PLP) unterschieden. Bei der SLP hat der Investor typischerweise die Wahl, entweder einen zugesicherten Betrag (Höhe seiner Liquidationspräferenz) zu verlangen oder in der Höhe seiner Anteilsquote ausbezahlt zu werden. Soweit der anrechenbare, rechnerische Pro-rata-Anteil höher als die vorab bediente Liquidationspräferenz ist, wird der Investor den Pro-rata-Anteil am Exit-Erlös wählen und vice versa.²⁴ Bei der PLP kann der Investor einen zugesicherten Betrag, z.B. in Höhe des Investments, vorab verlangen und zusätzlich den Betrag, der aus der Pro-rata-Partizipation am verbleibenden Resterlös, basierend auf seiner Anteilsquote, resultiert. Mittlerweile ist die gründerfreundlichere, anrechenbare Liquidationspräferenz auch in Deutschland dominierend.²⁵ Die beiden Ausprägungsformen an Liquidationspräferenzen werden in der Praxis in vielfältiger Weise differenziert ausgestaltet. Folgende ergänzende Ausgestaltungsformen existieren:²⁶

- Seniorität: In der Regel wird die neueste (oder letzte) Liquidationspräferenz vor den bestehenden Präferenzen im Exit-Fall bedient. Dies folgt üblicherweise dem *Last In – First Out (LIFO) Prinzip*. Alternativ können nach dem *Pari-Passu-Prinzip* mehrere Anteilsklassen und damit Liquidationspräferenzen gleichzeitig pro-rata ausbezahlt werden.
- Renditekomponenten: Mit einer *Verzinsung oder einem Multiple auf das eingesetzte Kapital* kann über die Absicherung des Investments hinaus auch eine entsprechende Renditekomponente für den Investor geschaffen werden.²⁷
- Upside-Kappung: Durch ein *Cap* wird dem Investor eine Vorgabe gemacht, wie hoch der Exit-Rückfluss einer Anteilsklasse insgesamt sein darf, bis seine Sonderstellung bei einer nicht anrechenbaren Liquidationspräferenz ausläuft und auch dieser pro-rata beteiligt wird.
- Aufholmechanismen: *Catch-up-Regelungen* gewähren den Gründern das Recht bei vorhergehender Benachteiligung durch eine Liquidationspräferenz bis zu einem bestimmten Betrag aufholen zu können.²⁸

Bei der anrechenbaren Liquidationspräferenz haben die spezifischen Wandlungspunkte der Begünstigten eine zentrale Bedeutung: Es stellt sich die Frage, bei welchem Exit-Erlös ein Investor von seinem Wandlungsrecht Gebrauch macht und die Vorzugsanteile in eine reine Pro-rata-Beteiligung „wandelt“²⁹. Aus ökonomischer Sicht geschieht dies, wenn der Pro-rata-Anspruch aus der Beteiligungsquote den Wert der Liquidationspräferenz überschreitet. Durch die anrechenbare Liquidationspräferenz

21 Vgl. Gronall/Strebulaev, *Journal of Financial Economics* 2020, S. 120-143; Gronall/Strebulaev, *A Valuation Model of Venture Capital-Backed Companies with Multiple Financing Rounds*, 2021, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3725240>; Kaboth et al., *Same, Same but Different: How Preferential Claims Skew Returns of Venture Capital Investments*, 2019, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3359787>.

22 Gilt auch für nicht anrechenbare Liquidationspräferenzen mit Cap.

23 Vgl. Weitnauer, a.a.O. (Fn. 1), S. 405-409; Bank/Möllmann, a.a.O. (Fn. 1), S. 295-304; Hoffmann/Hölzle, a.a.O. (Fn. 9), S. 113-120; 263-268; Simon, a.a.O. (Fn. 9), S. 346-373; Metrick/Yasuda, a.a.O. (Fn. 9), S. 252-269; Kaboth/Schreiter/Tschöpel, *CF* 2019S. 37-41.

24 Zur schematischen Darstellung der (nicht-) anrechenbaren Liquidationspräferenz vgl. Honold et al. in Ballwieser/Hachmeister (Hrsg.), *Digitalisierung und Unternehmensbewertung*, 1. Aufl. 2019, S. 108.

25 Siehe Honold/PwC/Ventury Analytics, a.a.O. (Fn. 12), S. 40.

26 Siehe Honold/PwC/Ventury Analytics, a.a.O. (Fn. 12), S. 41-42; Kaboth/Schreiter/Tschöpel, a.a.O. (Fn. 23); S. 47.

27 Ein Multiple von eins sichert nur das Investment und ist Marktstandard. Darüber hinaus gibt es noch Multiples von 1-2, höhere werden kaum beobachtet. Vgl. Honold/PwC/Ventury Analytics, a.a.O. (Fn. 12), S. 42.

28 Vgl. Weitnauer, a.a.O. (Fn. 1), S. 406.

29 Vgl. Kaboth/Schreiter/Tschöpel, a.a.O. (Fn. 23), S. 40.

entsteht somit eine Spanne beim Unternehmenswert, innerhalb welcher der begünstigte Investor beim Exit unabhängig von der Höhe maximal seinen Präferenzbetrag erhält. Wandlungspunkte stellen somit kritische Exit-Bewertungen dar, die allen Gesellschaftern bekannt sein sollten. Auch auf Mitarbeiteroptionen wirken sich diese aus, was im Laufe des Artikels noch ausführlich beschrieben wird.

Die Berechnung der Wandlungspunkte der SLP ist relativ einfach, solange keine weiteren Anteilsklassen mit höhergestellten Liquidationspräferenzen hinzukommen und ein Investor immer nur eine Anteilsklasse mit einer Liquidationspräferenz hält. Die Wandlung erfolgt dann, wenn die Exit-Bewertung für den Investor eine höhere Pro-rata-Beteiligung an der Erlösverteilung verspricht, als die gewährte Liquidationspräferenz.

$$\text{Wandlungspunkt} = \frac{\text{Vorzugsbetrag}}{\text{Anteilsquote}}$$

In der Realität hält ein Investor meist mehr als eine Anteilsklasse mit jew. unterschiedlichen Sonderrechten, da oftmals in neuen Finanzierungsrunden mitinvestiert wird. Zudem wird eine Folgefinanzierung in der Regel von mehreren Investoren getragen.³⁰ Der höchste Wandlungspunkt weicht somit in den meisten Fällen von der letzten Post-Money-Bewertung ab, wenn nicht nur einfache, anrechenbare Liquidationspräferenzen durchgängig gegeben sind. Daraus resultieren folgende Effekte:

- Verschiedene, relevante Anteilsquoten eines Investors im Wasserfall der Exit-Erlöse,³¹
- Rückwirkungen der (Nicht-) Wandlung eines Investors auf die Wandlung anderer Investoren,
- Wirkungen des Vorzugsbetrags der Liquidationspräferenz durch verschiedene Preise oder Multiples auf den Wandlungszeitpunkt
- und keine zwingende Übereinstimmung zwischen Wandlungspunkten und Seniorität der Liquidationspräferenz.

Um diese Komplexität aufzulösen, wird im Folgenden immer angenommen, dass ein Investor wandelt, wenn es ökonomisch für ihn sinnvoll ist. Dadurch kann für jeden einzelnen Investor ein unabhängiger Wandlungspunkt bestimmt werden. Dafür ist es wichtig, auch die Mitarbeiterbeteiligungsprogramme und alle weiteren verwässernden Effekte in die Anteilsquote einzuberechnen, um eine Fully Diluted Anteilsquote zu ermitteln: Fully Diluted wird als Begriff für die Anteilsquote verwendet, die sich nach Ausübung aller Optionsrechte und ggf. Wandlungen etc. ergibt. Zur Berechnung des unabhängigen Wandlungspunktes, der oft nicht den endgültigen Wandlungspunkt darstellt, werden im ersten Schritt alle Sonderrechte weiterer Anteilsklassen außer Acht gelassen:

$$\text{WPU}_{\text{Inv}_i, \text{Ak}_j} = \frac{\text{LP Vorzugsbetrag}_{\text{Inv}_i, \text{Ak}_j}}{\text{Fully Diluted Anteilsquote}_{\text{Inv}_i, \text{Ak}_j}}$$

WPU_{Inv_i, Ak_j}: Unabhängiger Wandlungspunkt des Investors i der Anteilsklasse j

LP Vorzugsbetrag_{Inv_i, Ak_j}: Vorzugsbetrag des Investors i der Anteilsklasse j. Diese kann z.B. auch mit einem Multiple versehen sein
Fully Diluted Anteilsquote_{Inv_i, Ak_j}: Die Anteilsquote des Investors i der Anteilsklasse j unter Berücksichtigung aller – noch bestehenden, aber vertraglich vereinbarten – Beteiligungen durch Mitarbeiterbeteiligungsprogramme und Wandelschuldverschreibungen etc.

Diese Rechnung muss für jeden Investor und für jede Anteilsklasse erstellt werden. Das heißt, hat ein Investor in drei Anteilsklassen investiert, gibt es für diesen Investor für jede dieser Anteilsklassen einen Wandlungspunkt in Form einer spezifischen Exit-Bewertung. Damit ergibt sich eine Matrix³² aus allen unabhängigen Wandlungspunkten (WPU) aller Investoren, aller Anteilsklassen.

$$\begin{matrix} & \text{Inv}_i & \dots & \text{Inv}_n \\ \text{Ak}_j & \left(\begin{matrix} \text{WPU}_{\text{Inv}_i, \text{Ak}_j} & \dots & \text{WPU}_{\text{Inv}_n, \text{Ak}_j} \\ \vdots & & \vdots \\ \text{WPU}_{\text{Inv}_i, \text{Ak}_n} & \dots & \text{WPU}_{\text{Inv}_n, \text{Ak}_n} \end{matrix} \right) \\ \vdots & & & \\ \text{Ak}_n & & & \end{matrix}$$

Diese unabhängigen Wandlungspunkte³³ müssen nun nach absteigender Höhe sortiert werden. Dabei ist MAX_{WPU} der höchste Wandlungspunkt (d.h. dieser Wandlungspunkt benötigt von allen die höchste Bewertung und wird damit als letztes gewandelt) und wird dem entsprechenden Investor und der Anteilsklasse zugeordnet. Die Berechnung entspricht der Logik der unabhängigen Wandlungspunkte. Gibt es mehrere MAX_{WPU} spielt unter diesen die Reihenfolge keine Rolle.

$$\text{MAX}_{\text{WP}} = \frac{\text{LP Vorzugsbetrag}_{\text{MAX}_{\text{WPU}} \text{Inv}_i, \text{Ak}_j}}{\text{Fully Diluted Anteilsquote}_{\text{MAX}_{\text{WPU}} \text{Inv}_i, \text{Ak}_j}}$$

MAX_{WP}: Höchster bzw. letzter Wandlungspunkt (entspricht auch MAX_{WPU})

Danach folgen in der Sortierung die Wandlungspunkte, die darunter liegen und nun von den anderen Wandlungspunkten beeinflusst werden. Zunächst braucht man den Vorzugsbetrag des Investors, des nächstkleineren, unabhängigen Wandlungspunktes. Die Anteilsquote des Investors mit der entsprechenden Anteilsklasse wird durch eins minus der Summe der Anteilsquoten der darüber liegenden Wandlungspunkte geteilt. Der Vorzugsbetrag wird nun durch dieses Ergebnis dividiert. Abschließend addiert man alle darüber liegenden Präferenzbeträge der anrechenbaren Liquidationspräferenzen. Dieses Vorgehen wird auf alle folgenden Wandlungspunkte (WP) angewandt:

30 Erschwerend kann hinzukommen, dass innerhalb einer Finanzierungsrunde die gezahlten Anteilspreise variieren, z.B. aufgrund von Discounts aus gewandelten Wandeldarlehen, die die Berechnung verkomplizieren. Vgl. zu den umfassenden Wirkungsmöglichkeiten Honold, CF 2014, S. 220-236.

31 Wenn ein Investor nicht wandelt und sich den Vorzugsbetrag auszahlen lässt, so hat er bei einer anrechenbaren Liquidationspräferenz kein Anrecht mehr auf den Resterlös. Dieser verteilt sich bis zur Wandlung durch den Investor auf die anderen Eigentümer, welche dadurch überproportional an der Verteilung des Resterlöses partizipieren.

32 Die Vorteile einer sorgfältigen Aufteilung und die Notwendigkeit der Kombination aus Gesellschafter und Anteilsklasse in einer Matrix wurden bereits erkannt. Siehe Kaboth/Schreiter/Tschöpel, a.a.O. (FN 23), S. 41.

33 Eine vereinfachte Berechnung von Wandlungspunkten nur für Anteilsklassen und die Annahme, dass jeder Investor einer Anteilsklasse zur gleichen Bewertung auf seinen Vorzugsbetrag verzichtet, kann zu Fehlern führen. Nur wenn alle Investoren den gleichen Anteilspreis bezahlt haben, greift diese Logik. Wurden aber bspw. Wandeldarlehen mit Discounts gewandelt, hat im Zweifel jeder Investor einen anderen Preis bezahlt und damit einen anderen Wandlungspunkt.

Abb. 1: Szenario Baum | Anteilsquoten nach der Verwässerung durch die Series A und B: Seed Investor: 10,2%; Series A Investor 22,3%; Series B Investor 24,2%

	Seed Runde	Series A	Series B	Exit
Rundenvolumen	1 Mio. €	5 Mio. €	8 Mio. €	
Post-Money-Bewertung	5 Mio. €	17 Mio. €	33 Mio. €	
Anteilspreis	160 €	365 €	536 €	
Neue Anteile	6.250	13.706	14.912	
Anteilsquote neuer Investor	19%	29%	24%	
Mitarbeiterbeteiligung	1.645	0	0	
Anzahl Anteile Fully Diluted	32.895	46.601	61.513	

Gründung Keine LPs vorhanden	Seed Runde	Series A		Series B		Exit
		Wandlungspunkt	Wandlungspunkt	Wandlungspunkt	Wandlungspunkt	Σ LP: Mio. €
S1 SLP Multiple 1 Vergabe von VSOP	S1 SLP Multiple 1 Vergabe von VSOP	A1-1 SLP Multiple 1	B1-1-1 SLP Multiple 1	B1-1-2 SLP Multiple 2	Σ LP: 14 Mio. €	Σ LP: 22 Mio. €
		A1-2 SLP Multiple 2	B1-2-1 SLP Multiple 1	B1-2-2 SLP Multiple 2	Σ LP: 19 Mio. €	Σ LP: 27 Mio. €
		A2-1 SLP Multiple 1	B2-1-1 SLP Multiple 1	B2-1-2 SLP Multiple 2	Σ LP: 15 Mio. €	Σ LP: 23 Mio. €
		A2-2 SLP Multiple 2	B2-2-1 SLP Multiple 1	B2-2-2 SLP Multiple 2	Σ LP: 20 Mio. €	Σ LP: 28 Mio. €

$$WP_{Inv_i, Ak_j} = \frac{LP_{Inv_i, Ak_j}}{\left(\frac{FDAQ_{Inv_i, Ak_j}}{(1 - K_{AQ})} \right)} + K_{LP}$$

LP_{Inv_i, Ak_j} : Vorzugsbetrag des Investors i durch die Anteilsklasse j

$FDAQ_{Inv_i, Ak_j}$: Fully Diluted Anteilsquote des Investors i mit der Anteilsklasse j

K_{AQ} : kumulierte Anteilsquoten aller darüber liegenden Wandlungspunkte der Wandlungspunktmatrix

K_{LP} : kumulierte LP-Vorzugsbeträge aller darüber liegenden Wandlungspunkte der Wandlungspunktmatrix

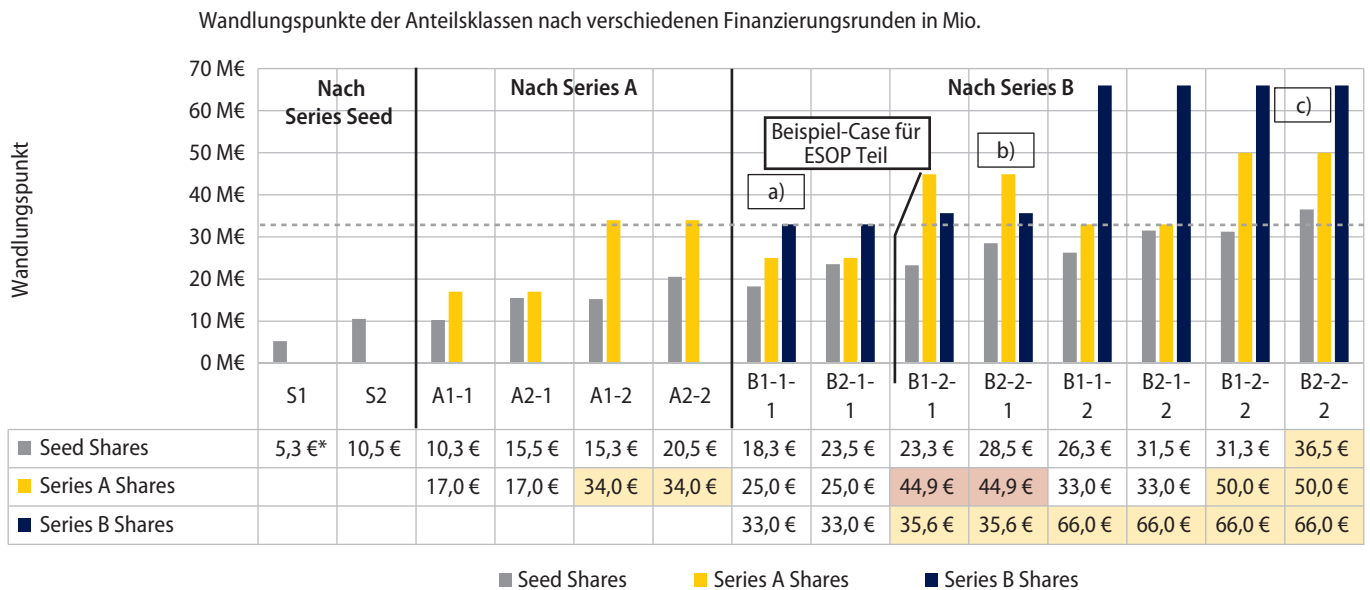
Das hier geschilderte Vorgehen zur Ermittlung der Wandlungspunkte wird im Folgenden innerhalb eines praxisnahen, aber komplexitätsreduzierten Fallbeispiels weiter aufgegriffen, um die Auswirkungen von Liquidationspräferenzen auf die Cashflow-Ströme zugunsten der begünstigten Parteien, inkl. Mitarbeiter, beim Exit transparent zu machen und im Detail nachvollziehen zu können.

IV. Fallstudie: Abweichungen von Erlöserwartungen, bedingt durch Liquidationspräferenzen

In den folgenden Abschnitten fließen die Auswirkungen der Wandlungspunkte in die Betrachtung von Mitarbeiteroptionen mit ein. Um einen übersichtlichen Fall zu gewährleisten, gibt es pro Anteilsklasse bzw. Runde immer nur einen Investor, der einmal investiert.

Mitarbeiterbeteiligungsprogramme werden häufig zu Finanzierungsrunden ausgegeben. Die dort bezahlten Anteilspreise bilden oftmals die Grundlage für den zu zahlenden Ausübungspreis.³⁴ Was in diesem Gedankengang fehlt, sind die Sonderrechte der Investoren. In Abb. 1 „Szenario-Baum“ wird davon ausgegangen, dass in jeder Finanzierungsrunde eine einfache, anrechenbare Liquidationspräferenz ohne Verzinsung gewählt wird. Unterschiedlich ist hier nur, wie hoch der Multiple auf diese Präferenz ist. Die Ausgabe der Mitarbeiteroptionen findet ausschließlich in der Seed-Runde statt. Da die Multiples der Liquidationspräferenzen keine Auswirkungen auf den gezahlten Anteilspreis, sondern nur auf den Rückfluss im Exit haben, haben diese auch in diesem Beispiel keinen Einfluss auf den

³⁴ Die Logik dahinter: Ein Mitarbeiter, der ab der letzten Finanzierungsrunde dem Unternehmen beigetreten ist, kann nur ab diesem Zeitpunkt auch Wert geschaffen haben.

Abb. 2: Wandlungspunkte der Anteilklassen nach verschiedenen Finanzierungsrunden

S1 = Series Seed mit SLP Multiple 1; S2 = Series Seed mit SLP Multiple 2; A1-1 = Series A SLP mit Multiple 1 und Series Seed SLP Multiple 1; A2-1 = Series A SLP Multiple 1 und Series Seed SLP Multiple 2; ...; B1-2-2 = Series B SLP Multiple 2 und Series A SLP Multiple 2 und Series Seed SLP Multiple 1 | Erste Zahl Seed, zweite Zahl Series A, dritte Zahl Series B SLP Multiple | In der Datentabelle gelb hervorgehoben: Wandlungspunkt oberhalb der letzten Post-Money-Bewertung von 33 Mio. € | In der Datentabelle rot hervorgehoben: wie bei gelb + Anteilkategorie wandelt erst nach späterer / höherer Anteilkategorie.

Ausübungspreis. Nach der Seed-Runde finden noch zwei weitere Finanzierungsrunden statt (entweder mit einem Multiple von 1 oder 2) und danach wird ein Exit in variabler Höhe simuliert. Es sollen damit die Auswirkungen von neuen Finanzierungsrunden und neuen Liquidationspräferenzen auf die Halter der Optionen aus dem Seed-Pool untersucht werden. Dafür muss zunächst ein Verständnis für die Wandlungspunkte in diesem Beispiel hergestellt werden.

Abb. 2 zeigt, wie Wandlungspunkte durch Folgefinanzierungen beeinflusst werden. Folglich verschieben sich die Wandlungspunkte umso weiter zu höheren Bewertungen, umso mehr Finanzierungsrunden geschlossen werden und desto höher die Multiples aus vereinbarten Liquidationspräferenzen sind.

In den aufgeführten Szenarien stehen dabei S für Seed, A für Series A und B für Series B. Die Zahlen beziehen sich auf die Multiples der Liquidationspräferenzen. S1 ist also eine anrechenbare LP mit einem Multiple von eins und S2 mit einem von zwei. A1-2 ist damit eine Series A mit einem Multiple von zwei, der eine Seed Runde mit einem Multiple von 1 vorausgegangen ist. Bei der Series B ist die Benennung dieselbe. B2-1-2 bedeutet also eine Series B mit einem Multiple von zwei, der eine Series A mit einem Multiple von 1 und eine Series Seed mit einem Multiple von zwei vorausgegangen ist.

Die Berechnung der Wandlungspunkte am Beispiel B1-2-1 stellt sich wie folgt dar:

Beispiel B1-2-1:

Schritt 1) Anteilsquote ermitteln:

Investor A: Series Seed = $6.250/61.513 = 10,16\%$; Series A = 0% ; Series B = 0%

Investor B: Series A = $13.706/61.513 = 22,28\%$; Series Seed = 0% ; Series B = 0%

Investor C: Series C = $14.912/61.513 = 24,24\%$; Series Seed = 0% ; Series A = 0%

Schritt 2) Unabhängige Wandlungspunkte ermitteln:

$$WPU_{Inv_i, AK_j} = \frac{LP_{Vorzugsbetrag_{Inv_i, AK_j}}}{FullyDilutedAnteilsquote_{Inv_i, AK_j}}$$

$$WPU_{Inv_C, AK_{SeB}} = \frac{8 \text{ Mio. €}}{24,24\%} = 33 \text{ Mio. €};$$

$$WPU_{Inv_B, AK_{SeA}} = \frac{2 \times 5 \text{ Mio. €}}{22,28\%} = 44,89 \text{ Mio. €};$$

$$WPU_{Inv_A, AK_{SeSeed}} = \frac{1 \text{ Mio. €}}{10,16\%} = 9,84 \text{ Mio. €}.$$

Schritt 3) Wandlungspunkte ermitteln:

a) Höchster Wandlungspunkt:

$$\begin{aligned} \text{MAX}_{WPU} &= \text{Max} (WPU_{Inv_C, AK_{SeB}}; WPU_{Inv_B, AK_{SeA}}; WPU_{Inv_A, AK_{SeSeed}}) \\ &= WPU_{Inv_B, AK_{SeA}} = 44,89 \text{ Mio. €}. \end{aligned}$$

b) Darunter liegende WPU absteigend sortieren:

$$WPU_{Inv_C, AK_{SeB}} = 33 \text{ Mio. €}$$

$$WPU_{Inv_A, AK_{SeSeed}} = 9,84 \text{ Mio. €}$$

c) Wandlungspunkte der verbleibenden Investoren ermitteln:

$$WP_{Inv_i, AK_j} = \frac{LP_{Inv_i, AK_j}}{\left(\frac{FDAQ_{Inv_i, AK_j}}{(1 - K_{AQ})} \right)} + K_{LP};$$

$$WP_{Inv_C, AK_{SeB}} = \left(\frac{24,24\%}{(1 - 22,28\%)} \right) + 10 \text{ Mio. €} = 35,65 \text{ Mio. €}.$$

$$\begin{aligned} WP_{Inv_A, AK_{SeSeed}} &= \left(\frac{1 \text{ Mio. €}}{\left(\frac{10,16\%}{(1 - 22,28\% - 24,24\%)} \right)} \right) + 10 \text{ Mio. €} + 8 \text{ Mio. €} \\ &= 23,26 \text{ Mio. €} \end{aligned}$$

V. Erkenntnisse zu Wandlungspunkten

- Existieren nur SLPs mit Multiples von 1, so ist ausschließlich die Anteilsquote beim Exit im Verhältnis zum Vorzugsbetrag ausschlaggebend für die Reihenfolge der Wandlungspunkte.
- Hat der neue Investor allerdings einen niedrigeren Multiple oder eine besonders hohe Anteilsquote, so dreht sich die Reihenfolge um. Der neue Investor wandelt also möglicherweise früher als die vorherigen Anteilsklassen, wie in Beispiel B1-2-1 und B2-2-1 in der Grafik rot markiert. Das heißt je schneller der Rückfluss, bedingt durch eine hohe Anteilsquote und je niedriger der Multiple, desto früher wandelt ein Investor. Letztendlich ist aber auch hier wieder das Verhältnis von Anteilsquote zu Liquidationspräferenz ausschlaggebend. Steigende Multiples erhöhen allgemein die Wandlungspunkte aller und verschieben die Wandlung des Begünstigten immer weiter nach hinten.³⁵
- Sind Multiples von > 1 gegeben, resultiert immer ein Wandlungspunkt, der höher ist als die Post-Money-Bewertung der entsprechenden Finanzierungsrunde. Gleichzeitig steigt die Wahrscheinlichkeit stark an, dass der Wandlungspunkt auch über der Post-Money-Bewertung der nächsten Runde liegt.
- Damit ein neuer Investor einen unabhängigen Wandlungspunkt bei bereits bestehenden Multiples von > 1 in der Finanzierungshistorie erhält, muss dieser ebenfalls ein Multiple von > 1 wählen. Insofern verhalten sich Investoren in Folgerunden teilweise analog zu den Investoren der vorhergehenden Runden.³⁶

VI. Erkenntnisse aus der Berücksichtigung anrechenbarer Liquidationspräferenzen

Die Erkenntnisse aus der Ermittlung der Wandlungspunkte haben auch Auswirkungen auf die Liquidationspräferenz an sich und damit auch implizit auf die Erlöspartizipation der Gründer. Diese erhalten umso später den Anteil am Exit, der ihrem Anteil am Unternehmen entspricht, desto höher die Wandlungspunkte der Investoren liegen. Deswegen gilt es folgende Wirkungen zu beachten:

- Die Seniorität einer Anteilsklasse sagt nicht zwangsläufig etwas über den Break-Even-Punkt zur Wandlung bei einer SLP aus. Vielmehr besteht eine Abhängigkeit von Anteilsquote und SLP-Multiples. Die Bewertung der letzten Finanzierungsrunde entspricht damit nicht automatisch dem Wandlungspunkt der letzten Anteilsklasse.
- Senioritäten der SLP vermitteln Investoren mit einer neuen Anteilsklasse eine Unabhängigkeit der Break-Even-Punkte von den bisherigen Finanzierungsereignissen, was nicht korrekt sein muss.
- Für bisherige Investoren führen weitere Finanzierungsrunden durch die entstehende Verwässerung dazu, dass die eigenen Wandlungspunkte nach hinten verschoben werden. Dieser Effekt wird durch Finanzierungsrunden mit Liquidationspräferenzen mit Wandlungsrechten verstärkt.

35 Auch wenn z.B., falls die Post-Money-Bewertung der Serie A von 17 Mio. € auf 10 Mio. € zu einer Flat-Round (der Anteilspreis entspricht dem der Seed-Finanzierung i.H.v. 160 €) wird und die Höhe des Investments gleichbleibt, wandelt nun die Serie A als letztes und die Serie Seed als zweites.

36 Investoren passen sich teilweise aneinander an: Denn ebenso für Drag Along Klauseln ist es wichtig, den letzten Wandlungspunkt zu kennen. Ab diesem Zeitpunkt wird bei ausschließlich anrechenbaren Liquidationspräferenzen der Exit-Erlös entsprechend der Anteilsquote verteilt und jeder erhält einen Anteil am Exit-Erlös entsprechend seiner Anteilsquote.

Während im Fallbeispiel die Anteilseigner der Seed Runde zwischen 5 Mio. € und 10 Mio. € Unternehmenswert nach der Seed-Runde wandeln würden, steigert sich dieser Wert nach der Series A auf bis zu 20 Mio. € und nach der Series B auf bis zu 36 Mio. € für die Seed-Anteilseigner.³⁷

- Nach hinten verschobene Wandlungspunkte führen auch dazu, dass der Investor immer höhere Exit-Erlöse benötigt, um mehr als seinen vereinbarten LP-Betrag zu erhalten.

VII. Mitarbeiteroptionen im Zusammenhang mit Liquidationspräferenzen und Ausübungspreis

Bei Mitarbeiteroptionen und Gründeranteilen ist ein Verständnis um die Komplexität und Struktur der Auszahlungen im Exit-Fall für die Ermittlung der Wertigkeit notwendig. Mitarbeiter erwarten, dass ihre Optionen bei Anteilspreisen, die bei einem Exit über dem Ausübungspreis und entsprechenden Unternehmenswert liegen, im Geld sind. Aber bei genauerer Betrachtung müssen sie feststellen, dass dies erst bei Anteilspreisen von einem Vielfachen des Ausübungspreises der Fall sein kann. Anhand des obigen Cases aus Abb. 1 wird diese Erwartung in Abb. 3 der Realität für den Fall **B1-2-1** gegenübergestellt: also ein Mitarbeiterbeteiligungsprogramm in der Series Seed mit einem Ausübungspreis von 1 € oder zum Rundenpreis von 160 € aufgesetzt, zur Vereinfachung vollständig verteilt und vollständig gevested.³⁸ Es folgt eine Series A mit einer simplen, anrechenbaren Liquidationspräferenz und einem Multiple von 2 und eine Series B analog mit einem Multiple von 1.

Die Abb. 3 veranschaulicht, wie der Ausübungspreis der Mitarbeiteroptionen und die Liquidationspräferenzen zu deutlichen Verschiebungen in der Exit-Teilhabe wirken, besonders wenn man dies aus der Perspektive und Erwartung eines Mitarbeiters betrachtet. Dieser hat keine detaillierten Informationen zu den Vertragsgestaltungen. Das bedeutet, der Mitarbeiter erwartet bei 1 € Ausübungspreis eine nahezu direkte Teilhabe am Exit und bei 160 € Ausübungspreis eine Verschiebung nur um eben diesen Betrag. Anders gesagt, der Mitarbeiter würde immer mit einer vollen Teilhabe seiner Anteilsquote am Exit rechnen. Durch die Liquidationspräferenzen ist dies aber nicht der Fall. Im dargestellten Beispiel erhalten die Mitarbeiter erst bei einem Anteilspreis von 309 € (1 € Ausübungspreis)³⁹ bzw. 378 € (160 € Ausübungspreis)⁴⁰ eine Auszahlung vom Exit.

Diese Auszahlung entspricht allerdings bei weitem noch nicht der Erwartung der Mitarbeiter. Erst bei einem Unternehmensverkauf von 730 € pro Anteil schließt sich diese Lücke, sodass Erwartung und Realität sich angleichen, da alle Investoren zugunsten ihrer

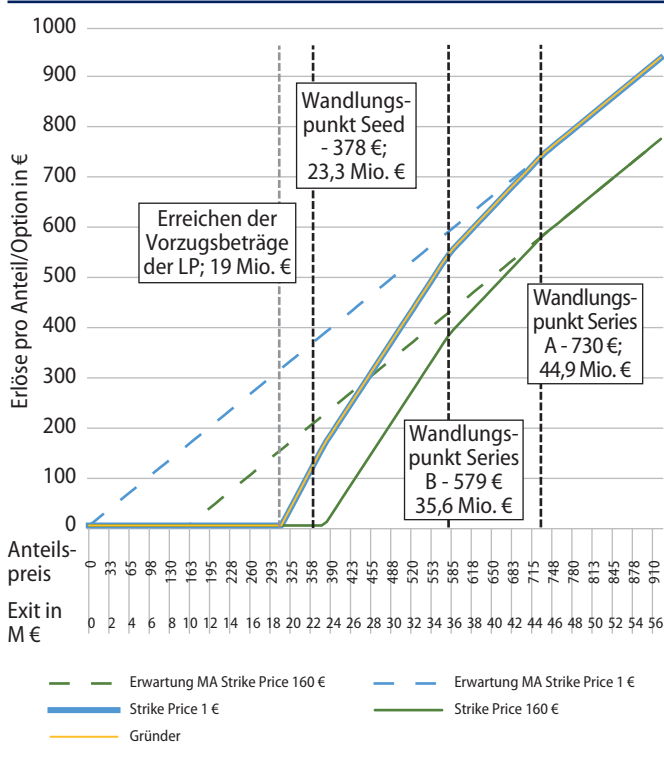
37 Vgl. die Fälle S mit den Fällen B für die Seed-Investoren in Abb. 2.

38 Bei vollständigem Vesting sind die Ansprüche unverfallbar. Hierzu wird in der Regel ein Wartezeitraum mit Stufen über meistens vier Jahre definiert, ggf. ergänzt mit weiteren besonderen Regelungen. Siehe für die Anwendung in der Praxis für Gründer im Detail bei: Honold/PwC/Ventury Analytics, a.a.O. (Fn. 12), S.46-47.

39 Erst wenn alle LP-Ansprüche (19 Mio. €) bedient wurden, können Gründer oder Mitarbeiter in einer Pro-rata-Verteilung partizipieren, davor fließen 100% der Exit-Erlöse an Gesellschafter mit einer LP. Das bedeutet: 19 Mio. € Vorzugsbetrag / 61.513 Anteile und Optionen = 309 €.

40 Um die aktuelle Anteilsquote für die verschiedenen Exit-Teilnehmer zu ermitteln, müssen die Wandlungspunkte beachtet werden. Da bis zu einem Exit von ca. 23,26 Mio. € (1. Wandlungspunkt) kein Investor auf seine LP verzichten wird, teilt sich der verbleibende Erlös unter den Gründern und Mitarbeitern auf. Das VSOP-Programm entspricht 1.645 Optionen und die Gründer halten 25.000 Anteile – im Verhältnis also VSOP 6,17% und Gründer 93,83% (25.000 / 26.645). Nun muss also ein Anteilspreis bzw. eine Bewertung gefunden werden, die einer Auszahlung an die Mitarbeiter von 160 € je Option entspricht und geprüft werden, ob diese unterhalb oder gleich dem ersten Wandlungspunkt liegt, falls nicht muss die Anteilsquote angepasst werden. Exit = (160 € × 1.645) / (6,17%) + 19.000.000 € = 23.263.200,00 € oder (23.263.200 € / (61.513 Anteile) = 378 €.

Abb. 3: Auszahlungsübersicht der Gründer und Mitarbeiter mit und ohne Berücksichtigung von Liquidationspräferenzen B-1-2-1



Pro-rata-Teilhabe auf ihre Vorzugsbeträge verzichten und keine Liquidationspräferenzen mehr bestehen. Während also der Unternehmenswert in den Augen der Mitarbeiter jede Runde weiter gesteigert wurde, erhöht sich zugleich der Anteilspreis, ab dem eine Auszahlung für den Mitarbeiter erfolgt. Zudem resultiert aus jeder Finanzierungsrunde eine Verwässerung der Mitarbeiterbeteiligungsprogramme.

Zur genaueren Analyse sind die relevanten Werte in Tab. 1 aufbereitet und zusätzlich um – die im Markt auch vertretene – nicht anrechenbare, Participating Liquidationspräferenz (PLP)⁴¹ ergänzt.

Bei 61.513 Anteilen (Gesamtzahl aller Anteile und Mitarbeiterbeteiligungen – in allen Beispielen) und einem Ausübungspreis von 1 €, geht der Mitarbeiter davon aus, dass dieser auch nach 61.513 € Exit bereits partizipiert. Bei einem Exit von bspw. 100.000 € würde er mit einem Erlös von 0,63 € pro Option rechnen.

$$(100.000 \text{ €} / 61.513) - 1 \text{ €} = 0,63 \text{ €}$$

Das entspricht einem Wert pro Anteil von 1,63 € (100.000 € / 61.513). Tatsächlich erhält der Mitarbeiter aber erst eine Beteiligung ab einer Bewertung pro Anteil von 309 €. Bei einem Wert pro Anteil von z.B. 350 € würde der Mitarbeiter also einen Erlös von 349 € erwarten, erhält aber tatsächlich nur 93,94 €⁴² je Option.

41 Hier gehen wir von participating, also nicht anrechenbaren Liquidationspräferenzen (PLP) ohne CAP aus. Bei einem Cap oder anderen Regelungen zum Wegfallen der Präferenz müssen die Wandlungspunkte analog zur SLP berücksichtigt werden.

42 Ein Anteilspreis von 350 € entspricht einem Exit von 21.529.550 € (350 € × 61.513 Anteile und Optionen). Bei diesem Exit wandelt noch kein Investor, da der niedrigste Wandlungspunkt bei 23,26 Mio. € liegt. Bei insgesamt 19 Mio. € ausstehenden Liquidationspräferenzen, verbleiben also noch 2.529.550 € (21.529.550 € – 19 Mio. €) für die Gründer und Mitarbeiter. Die Gründer halten 25.000 Anteile und das Mitarbeiterbeteiligungsprogramm umfasst 1.645 Optionen. Damit werden Resterlöse im Verhältnis 93,83% für die Gründer und 6,17% für die Mitarbeiter verteilt. Somit verbleiben bei den Mitarbeitern 156.168,50 € oder 94,94 € pro Option. Abzüglich eines Ausübungspreises von 1 € noch 93,94 € pro Option.

Ein Mitarbeiter, dessen Optionen einen Ausübungspreis von 160 € haben, geht auch davon aus, dass bei einem Anteilswert von 160 € und damit bei einer Unternehmensbewertung von 9,8 Mio. € (160 € mal 61.513 Anteile) die Optionen ins Geld kommen: hier liegt der Unternehmenswert bei 44,9 Mio. €, also einem Anteilspreis von 378 €. Das bedeutet, dass der Mitarbeiter zusammen mit dem Unternehmen den Unternehmenswert zwar bis zur Series B gesteigert hat, zugleich aber die vorberechtigten Liquidationspräferenzen auch gestiegen sind. Der Anteilspreis, ab dem der Mitarbeiter ins Geld kommt, steigt. Die in der Seed Runde (160 € Rundenpreis) ausgegebene Option müsste jetzt deutlich niedriger bepreist werden, damit dieser zu wirklich 160 € Anteilswert ausbezahlt wird. Diese Erwartungslücke wird, nur für die SLP, erst bei einem Anteilspreis von ca. 730 € pro Anteil bzw. bei einer Post-Money-Bewertung von ca. 44,8 Mio. € geschlossen: Der Mitarbeiter erhält also erst bei einer ca. 730-fachen (1 € Ausübungspreis) bzw. 4,56-fachen (160 € Ausübungspreis) Unternehmensbewertung den Erlös, den er auch erwartet hätte.

Für die PLP tritt dies nie ein, denn es bleiben die Liquidationspräferenzen immer bestehen. PLPs wirken wie eine Bewertungsveränderung, die mit einem vorab zu bedienenden Kredit im Exit-Fall verglichen werden kann. Entsprechend ergeben sich auch höhere Anteilspreise, ab dem die Optionen ins Geld kommen. Diese liegen bei ca. 310 € und 469 €⁴³ pro Anteil, bei einem Ausübungspreis von 1 € und 160 € je Option. Abschließend veranschaulicht Abb. 4 die Schlechterstellung durch die Abweichungen der Realität zur Erwartung.

Bei anrechenbaren Liquidationspräferenzen sind die Wandlungspunkte maßgeblich für die Wertigkeit der Mitarbeiterbeteiligung. Solange der letzte Wandlungspunkt der Anteilsklassen auf Höhe der letzten Post-Money-Bewertung liegt, erhalten die Mitarbeiter eine Auszahlung in Höhe ihrer Erwartung. Liegt der Exit unter dem Wandlungspunkt oder gibt es eine anrechenbare Liquidationspräferenz, deren Wandlungspunkt hinter der letzten Post-Money-Bewertung liegt, wie im Beispiel B1-2-1, so erhalten die Mitarbeiter möglicherweise eine Zahlung, welche aber nicht deren Erwartungen entspricht. Der letzte Wandlungspunkt ist entscheidend dafür, ab wann der Mitarbeiter erwartungsgerecht ausbezahlt wird. Erst danach gibt es keine Bevorzugung einzelner Investoren mehr und jeder Mitarbeiter und Gründer wird gleichermaßen (mit der Anteilsquote) ausbezahlt.

Auf diesen Wandlungspunkt der SLP haben zwei Aspekte Auswirkungen:

- Weitere Vorzugsbeträge: Kommen weitere Anteilsklassen mit weiteren Vorzugsbeträgen hinzu, verschiebt sich der Wandlungspunkt der vorherigen Anteilsklassen weiter nach hinten, die Erwartung des Mitarbeiters wird noch später erfüllt.
- Verwässerung durch weitere Finanzierungsrunden: Werden weitere Anteile ausgegeben, verwässern die Anteilsquoten der alten Gesellschafter. Der Wandlungspunkt ist abhängig von der Höhe des Vorzugsbetrags und der Anteilsquote.⁴⁴ Bei einem Vorzugsbetrag von 1 Mio. € und einer Beteiligung von 20% wandelt der Investor frühestens bei einer Exit-Bewer-

43 Möchte man wissen, wie hoch der Exit sein muss, ab dem ein Mitarbeiter ins Geld kommt, ergibt sich: Exit > (Ausübungspreis × ΣAnteile Fully Diluted) + ΣLiquidationspräferenzen; 1 € Ausübungspreis: Exit > (1 € × 61.513) + 19 Mio. € = Exit > 19.061.513 € oder 19.061.513 € / 61.513 ≈ 310 €; 160 € Ausübungspreis: Exit > (1 € × 61.513) + 19 Mio. € = Exit > 28.842.080 € oder 28.842.080 € / 61.513 ≈ 469 €.

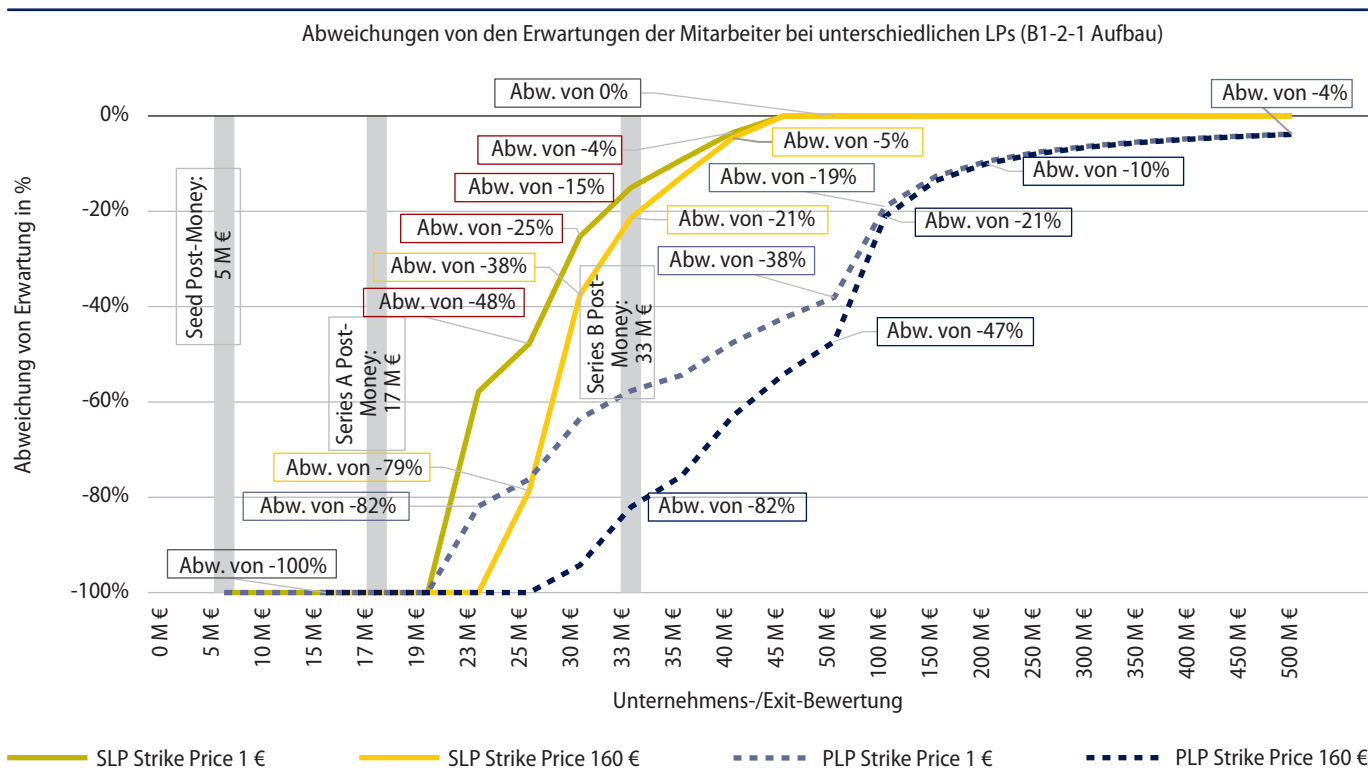
44 Damit ist es auch möglich, dass sogar Anteilsklassen ohne Liquidationspräferenzen sich auf die Wandlungspunkte auswirken.

Tab. 1: Gegenüberstellung von Erwartungen und tatsächlichen Auszahlungen an Mitarbeiter, abhängig von Ausübungspreis und gewählter Liquidationspräferenz, basierend auf Fall B1-2-1

Ausübungspreis	Option kommt ins Geld				Angleichen an Erwartung		
	Erwartung		Realität		Letzte Post-Money	Exit-Höhe	Anteilspreis
SLP – Anrechenbare Liquidationspräferenz							
1 €	61.513 €	1 €	19.026.650 € ^{a)}	309 €	33.000.000 €	44.880.344 €	730 €
160 €	9.842.080 €	160 €	23.263.200 €	378 €			
PLP – Nicht anrechenbare Liquidationspräferenz ohne Cap							
1 €	61.513 €	1 €	19.061.513 €	310 €	33.000.000 €	Nie	Bei 33 M € noch 58% (1 €) bzw. 82% (160 €) weniger als die Erwartung. Bei 400 M € Exit noch ca. 4% Abweichung.
160 €	9.842.080 €	160 €	28.842.080 €	469 €			

^{a)} Wäre kein Ausübungspreis vorhanden, kämen die SLP und PLP gleichzeitig ins Geld. Bei der PLP dauert es allerdings länger, bis 1 € / 160 € Anteilspreis für einen Stammanteil erreicht ist. Bei der SLP erhalten die Gründer und Mitarbeiter 100% des nach Abzug der LPs verbleibenden Exits, bei der PLP, trotz Abzugs der Vorzugsbeiträge, nur ihre tatsächlichen Anteilsquoten.

Abb. 4: Erwartungen und Realität der Mitarbeiter bei simplen, anrechenbaren und nicht anrechenbaren Liquidationspräferenzen. Skalierung ist zur verbesserten Darstellung der entscheidenden Hürden individualisiert



tung i.H.v. 5 Mio. €. Verwässert der Anteilseigner nun auf 10% wandelt der Investor bei 10 Mio. €.

Besonders problematisch ist das für die **Mitarbeiterbeteiligungen der Mitarbeiter der ersten Stunde**, denn für diese sind die Effekte der Liquidationspräferenzen am stärksten.

Bei einer nicht anrechenbaren Liquidationspräferenz (PLP) führt dies automatisch zu einer stärkeren Verschiebung dieser Erfüllung. Da es keine Wandlungspunkte und damit keine Gleichstellung der Gesellschafter ab einem gewissen Exit-Zeitpunkt gibt, kann auch die Erwartung des Mitarbeiters nie hundertprozentig erfüllt werden und sich nur bei sehr hohen Exits annähern. Entsprechend kann auch die Senkung eines Ausübungspreises die Effekte der Liquidationspräferenzen nicht einfach vollständig ausgleichen.

VIII. Fazit

Mitarbeiterbeteiligungen – oft als (virtuelle) Optionsprogramme gestaltet – gewinnen in der deutschen Start-up-Landschaft immer mehr an Bedeutung. Die Wertigkeit und das Risiko sind entscheidend für deren Nutzung. Deshalb ist es wichtig, sich mit den Effekten der typischen VC-Finanzierung auf ebendiese zu beschäftigen. Dazu gehört auch zu beleuchten, dass die Cashflow-Rechte der Investoren nicht nur auf die Gründeranteile, sondern auch auf die Mitarbeiterbeteiligung wesentlich wirken können, auch zum Nachteil. Mitarbeiter verhandeln allerdings nicht die Deals und haben häufig wenig Einsicht in die tatsächlichen Beteiligungsstrukturen des Unternehmens. Hervorzuheben sind neben den Verwässerungseffekten, die unumgänglich bei Finanzierungsrunden sind, die

Liquidationspräferenzen sowohl für die aktuelle, aber auch für alle künftigen Finanzierungsrunden bis zum Exit.

Im ersten Teil dieses Aufsatzes wurde gezeigt, wie sich die verschiedenen Klauseln auswirken. Insbesondere die Eigenschaften der häufig verwendeten, anrechenbaren Liquidationspräferenzen (SLP), mit ihren Wandlungspunkten, sind wichtige Informationen, die die Gründer und das Management benötigen, um Mitarbeitern transparent den Wert ihrer Mitarbeiterbeteiligung aufzuzeigen. Fasst man die wichtigsten Erkenntnisse der SLP zusammen, so sind es folgende:

- a) Mitarbeiterbeteiligungen können aufgrund der SLP auch bei Anteilspreisen oberhalb des Ausübungspreises nicht ins Geld kommen, wenn die Liquidationspräferenzen den Gesamterlös beim Exit so weit beanspruchen, dass der Ausübungspreis des MAB nicht bedient werden kann.
- b) Wandlungspunkte sind entscheidende Unternehmensbewertungen für alle Gesellschafter, insbesondere für Gründer und Mitarbeiter.
 - Nur anrechenbare Liquidationspräferenzen mit einem Multiple von 1 in allen Finanzierungsrunden führen bei Ausschluss von Bewertungsrückgängen, sog. Down-Rounds, immer dazu, dass die letzten Wandlungspunkte auf Höhe der höchsten bzw. letzten Post-Money-Bewertung liegen.
 - Multiples auf Liquidationspräferenzen können zu Wandlungspunkten über der höchsten Post-Money-Bewertung führen.
 - Neue Finanzierungsrunden schaffen ggf. neue und höhere Wandlungspunkte durch hinzukommende Liquidationspräferenzen. Bestehende Wandlungspunkte werden durch die Verwässerung der neuen Finanzierungsrunden immer beeinflusst. Dabei ist es egal, ob weitere Liquidationspräferenzen hinzukommen oder nicht. Weitere Liquidationspräferenzen führen jedoch zu stärkeren Verschiebungen bisheriger Wandlungspunkte.
 - Ist der letzte Wandlungspunkt erreicht, so partizipieren Gründer und Mitarbeiter unter Berücksichtigung ihres Ausübungspreises mit ihrer vollen Anteilsquote und die Zahlungen an die Mitarbeiter entsprechen deren Erwartungen.

Werden in den Verhandlungen nicht nur SLPs, sondern auch PLPs vereinbart, verstärkt sich der Effekt und es existiert unabhängig von der Bewertung immer eine Lücke zwischen Erwartung und Realität.⁴⁵ Mitarbeiterbeteiligungen kommen wie Gründeranteile durch die Liquidationspräferenz erst bei höheren Preisen ins Geld, aber müssen zusätzlich den Ausübungspreis vorab berücksichtigen.⁴⁶

Im Vergleich zwischen Mitarbeiter- und Gründerbeteiligung werden beide Gruppen durch die Liquidationspräferenzen belastet: Beide Gruppen kommen nur verzögert um den Präferenzbetrag ins Geld. Gründer sind sich jedoch bewusst, dass Sonderrechte ihre Erlöse im Exit-Fall beeinflussen, die Mitarbeiter jedoch oft nicht oder nur begrenzt. Es klafft zwischen den beiden Parteien somit eine Lücke bei der Erwartungshaltung. Die Kenntnis der Wirkungen der Liquidationspräferenzen ist für Mitarbeiterbeteiligungen essenziell, dies ist unabhängig von der Höhe des Ausübungspreises.

Besonders bei durchaus häufigen niedrigeren Bewertungen von weniger als dem doppelten oder dreifachen des Investments⁴⁷ haben Mitarbeiterbeteiligungen eine geringere Wertigkeit, ohne dass die Mitarbeiter oder viele Gründer dies erahnen. Bei der Kommunikation des Ausübungspreises muss darauf geachtet werden, dass auch jedem Mitarbeiter klar ist, dass es sich hier um den Wert eines Stammanteils im Exit-Fall und nicht der Wert einer Anteilsquote handelt. Mitarbeitern wird in der Kommunikation oft vermittelt, dass höhere Ausübungspreise, die z.B. dem Anteilswert der letzten Runde entsprechen, gerechtfertigt sind, da sie nur an der Wertentwicklung in der Zukunft partizipieren. Allerdings nehmen sie nur an der Wertentwicklung nach möglicher Bedienung der Sonderrechte der Investoren teil.

Möchte man wissen, wie sehr die Wertigkeit von Mitarbeiterbeteiligungen von neuen Finanzierungsrunden beeinflusst werden, ist eine Exit-Simulation in Form einer Wasserfallrechnung unumgänglich. Wichtig wären dabei die Kenntnis des Mitarbeiters bezüglich der Bewertung des höchsten Wandlungspunktes, da ab diesem die Erwartung von der Realität gedeckt ist.

Problematisch könnte sein, dass Mitarbeiteroptionen oftmals als Gehaltsbestandteil gesehen werden und sie Erwartungen damit verknüpfen. Sind sehr investorenfreundliche Sonderrechte in die Verträge geflossen oder fließen diese in späteren Finanzierungsrunden ein, können selbst hohe Exits oder Wertsteigerungen nicht die Erwartungen der Mitarbeiter im Exit-Fall erfüllen. Sie verzichten damit zugunsten der Investoren auf einen Teil ihres eingeplanten Gehaltes. Sie wiegen sich bis zum Exit sogar noch in Sicherheit, da ihre Anteilsquote einen hohen Wert hat, den die Mittelzuflüsse aus der Mitarbeiterbeteiligung unter Umständen aber nicht bestätigen können.

In den USA haben Mitarbeiter und Gründer eine wesentlich genauere Herangehensweise als in Deutschland. Mit einer sog. 409A-Valuation wird die Bewertung des Unternehmens durch einen Dritten festgestellt und der Wert eines Stammanteils (Fair Market Value) bestimmt. Hier werden auch ökonomisch relevante Vertragsbestandteile, wie bspw. Liquidationspräferenzen, berücksichtigt. Der Fokus liegt dabei auf einer steuerfreien Ausgabe von Mitarbeiteroptionen, solange der Ausübungspreis mindestens dem Fair Market Value eines Stammanteils entspricht.⁴⁸

Abschließend lässt sich festhalten, dass die Rahmenbedingungen von Mitarbeiterbeteiligungen in Start-ups nicht vergleichbar mit denen in Großunternehmen sind. Nur bei Herstellung eines tieferen Verständnisses der Realität zur Erwartungshaltung können Mitarbeiterbeteiligungen ein nachhaltiger und entscheidender Erfolgsfaktor der Start-ups sein. Investoren und Unternehmensleitung müssen sich bei der Ausgestaltung der Finanzierungsrunden der Wirkung auf die Mitarbeiterbeteiligung bewusst sein und die Wertigkeit sowie deren Veränderung im der Mitarbeiterbeteiligung bis zum Exit nachverfolgen. Die besonderen und umfassenden Risiken erfordern, dass keine Besteuerung ohne Einkünfte erfolgt. Zudem sollte die Bereitschaft, Gehaltsbestandteile durch Mitarbeiterbeteiligungen ersetzen zu lassen, als Investment und unternehmerische Beteiligung betrachtet sowie entsprechend des Risikos geringer besteuert werden.

⁴⁵ Sofern Caps vorhanden sind, müssen analog zur SLP Wandlungspunkte dazu bestimmt werden.

⁴⁶ Erst bei Anteils-/Exit-Preisen in Höhe der Summe der PLP plus (Ausübungspreis-1) mal Anzahl ausstehender Anteil sind die Mitarbeiterbeteiligungen im Geld.

⁴⁷ Eine Statistik zeigt, dass z.B. nur bei jedem zwanzigsten Investment ein Return von mehr als dem 3-fachen des Investments erreicht wird, siehe <https://fmos.link/18424> (Abruf: 08.11.2022).

⁴⁸ Siehe Internal Revenue Service, Internal Revenue Bulletin 2007-19, https://www.irs.gov/irb/2007-19_IRB (Abruf: 08.11.2022). Dies wurde bereits auch vom Bundesverband Deutsche Startups e.V. als mögliche Vereinfachung bei Mitarbeiteroptionen in Betracht gezogen.