

## Was ist Verwässerungsschutz und warum braucht man den?

Was ist Verwässerungsschutz? Investoren wollen sich absichern, dass sie nicht aufs falsche Pferd gesetzt haben und spätere Investoren einen besseren Deal bekommen.

Verwässerungsschutz Klauseln sind ein Ausfluss des „Ich auch“-Prinzips, nach der kein Investor schlechter stehen will als die anderen. Also aufpassen, wie früh man sich darauf einlässt.

Wird der Wert eines Unternehmens in einer nachfolgenden Finanzierungsrunde niedriger angesetzt, will der frühere Investor zumindest nicht den Schaden tragen. Das wäre nämlich der Fall, wenn ein neuer Investor weniger zahlt für seine Beteiligung und der alte dadurch Anteile verliert.

Es gibt verschiedene mathematische Berechnungen, diese Verwässerung zu verhindern. Die simpelste und auch investorenfreundlichste ist „full ratchet“: ist der neue Anteilspreis niedriger als bei der vorherigen Runde, wird der alte Preis auf diesen Wert rückwirkend herabgesetzt. Das Besondere hierbei: egal wie hoch das neue Investment ist wird das alte Investment komplett angepasst.

Dieser starke Schutz bedarf einer Nachjustierung und das geschieht im „weighted average“ über eine Gewichtung des alten zum neuen Investment. Der Preis wird also nur insoweit rückwirkend angepasst wie die Investments zueinander im Verhältnis stehen. Nuancen gibt es hier, was als Basis des Investments gilt, also ob neben Cashzuzahlungen auch die Wandlung von Darlehen oder von Mitarbeiteroptionen hier reinzählt (je nachdem „narrow based“ oder „broad based“). Beliebte sind für solche Klauseln auch Ausnahmen, die sogenannten „Carve-outs“, die eben genau das Maß bestimmen und bestimmte Anteile ausnehmen.

Verwässerungsschutz für ein gutes Investment kann sich auf zwei Arten auszahlen: entweder der Frühinvestor hat das Geld und vermehrt seinen Anteil durch die Ausübung der Rechte oder er macht sie zu Geld! Es gibt außer der mangelnden Knete nämlich genügend Gründe, seine Rechte selbst für ein gutes Investment nicht auszuüben, sagt [Mark Suster](#). Manche Frühinvestoren wollen sich die Margen-Statistik nicht versauen, andere ihr Risiko streuen. Es

winken also Geschäfte mit Optionsrechten – und damit ein ganz neuer Sekundärmarkt.

Aufpassen sollte man, wenn ein Verwässerungsschutz nicht an neue Finanzierungsrunden geknüpft wird, sondern das Erreichen von Meilensteinen. Hier wird der Preis geschickt über eine unplanbare Entwicklung des Unternehmens angepasst. Nur wenn Meilensteine als sicher gelten, sollte zähneknirschend dem zugestimmt werden.

Hier ein Beispiel eines gewichteten Vorkaufsrechts:

*Beabsichtigt ein Gesellschafter (der „**Veräußerer**“), seine Geschäftsanteile ganz oder teilweise an einen oder mehrere Dritte (der „**Dritterwerber**“) zu veräußern, so hat er die zum Verkauf stehenden Geschäftsanteile (die „**zum Verkauf stehenden Geschäftsanteile**“) zunächst den Mitgesellschaftern durch eingeschriebenen Brief zum Ankauf zu den gleichen Bedingungen anzubieten (das „**Ankaufsrecht**“). Dabei sind der Kaufpreis und die sonstigen Bedingungen für die Veräußerung anzugeben (die „**Mitgeteilten Konditionen**“). Das Ankaufsrecht steht den Mitgesellschaftern in dem Verhältnis zu, in welchem die Nennbeträge der von ihnen gehaltenen Geschäftsanteile zueinander stehen. Sofern ein unteilbarer Spitzenbetrag entsteht und die Gesellschafter sich nicht über die Verteilung einigen, entscheidet das Los. Das Ankaufsrecht kann von jedem Mitgesellschafter nur vollständig (und nicht teilweise) durch Mitteilung in Textform gemäß § 126b BGB gegenüber dem Veräußerer ausgeübt werden. Übt ein Mitgesellschafter sein Ankaufsrecht nicht innerhalb von vier (4) Wochen nach dem Angebot aus (die „**Ausübungsfrist I**“), so hat der Veräußerer den übrigen Gesellschaftern hierüber und über die Anzahl der übrigen Geschäftsanteile Mitteilung in Textform gemäß § 126b BGB zu machen. Die übrigen Gesellschafter können dann innerhalb einer weiteren Frist von zwei (2) Wochen ab Zugang dieser Mitteilung (die „**Ausübungsfrist II**“) in Textform gemäß § 126b BGB gegenüber dem Veräußerer erklären, ob und wie viele der übrigen Geschäftsanteile sie zusätzlich erwerben wollen. Wollen die übrigen Gesellschafter danach in Summe mehr als die übrigen Geschäftsanteile erwerben, so sind die übrigen Gesellschafter im Verhältnis ihrer Stammkapitalbeteiligungen zum zusätzlichen Erwerb der übrigen Geschäftsanteile berechtigt. Sofern ein unteilbarer Spitzenbetrag entsteht und die Gesellschafter sich nicht über die Verteilung einigen, entscheidet das Los.*

*Wird nicht spätestens bis zum Ablauf der Ausübungsfrist II für alle zum Verkauf stehenden Geschäftsanteile das Ankaufsrecht vollständig ausgeübt, ist der Veräußerer berechtigt, die zum Verkauf stehenden Geschäftsanteile innerhalb einer Frist von 6 (in Worten: sechs) Monaten zu den angegebenen Bedingungen an den Dritterwerber zu veräußern. Werden Ankaufsrechte für alle zum Verkauf stehenden Geschäftsanteile fristgerecht ausgeübt, sind der Veräußerer und diejenigen Gesellschafter, die ihr Ankaufsrecht vertragsgemäß ausgeübt haben, verpflichtet, unverzüglich entsprechende notarielle Kauf- und Abtretungsverträge zu den Mitgeteilten Konditionen abzuschließen. Die Gesellschafter sind verpflichtet, Veräußerungen im Einklang mit diesem 2.2 die Zustimmung zu erteilen.*

Das war der Teil der Term Sheet Rendite-Klauseln. [Hier](#) geht es zu den Kontrollklauseln.

---

## **Fragen?**

Dann schreiben Sie uns an [hi@streifflaw.de](mailto:hi@streifflaw.de) oder rufen Sie an unter 030 8597 6915

--	--