

Konvertierung von Wandelkrediten

Die unterschiedlichen Konvertierungsmethoden

Keyvan Rastegar

Wandelkredite sind beliebte Venture-Capital-Instrumente, um wachsende Unternehmen in der Frühphase zu finanzieren. Dieser Aufsatz bespricht häufige Fragen zur Berechnung ihrer Konvertierung.

1. Wandelkredite allgemein

Wandelkredite funktionieren grundsätzlich so: Der Investor (**Wandelkreditgeber**) gewährt ein **Darlehen** an ein Unternehmen (**Wandelkreditnehmer**). Dieses Darlehen wird später **in Anteile gewandelt**, und zwar dann, wenn eine „qualifizierte Investition“ in das Unternehmen erfolgt, also eine nennenswerte, größere Investition (zB Serie A).

Die Logik dahinter ist, dass zu diesem Zeitpunkt eine verlässlichere und weniger spekulative Unternehmensbewertung vorliegt als im Zeitpunkt der Wandelkreditfinanzierung.¹ Der Wandelkredit ist so gesehen eine „Brücke“ in die Zukunft, in der mehr Informationen über das Unternehmen vorhanden sein werden.

Entscheidend ist, dass der frühere Wandelkreditgeber für sein höheres Risiko belohnt wird, indem sein Wandelkredit zu begünstigten Konditionen im Vergleich zum qualifizierten Investor in Anteile konvertiert.

Als **begünstigte Konditionen** kommen für den Wandelkreditgeber ein Abschlag (**Discount**)² oder ein Deckel (**Cap**)³ auf die Unternehmensbewertung – dem eine Untergrenze (**Floor**) der Gründer entgegenstehen kann, was zu einem Bewertungskorridor führt – bei Konvertierung infrage.⁴

2. Die Berechnung

Dieser Aufsatz soll Investoren und Unternehmen für folgende Fragen sensibilisieren:

- Wie wird die Konvertierung des Wandelkredits üblicherweise oder fairerweise berechnet?
- Wie ist das Verhältnis zwischen Wandelkreditgeber, qualifiziertem Investor und Gründern?

2.1. Die Grundformel

Die Grundformel dabei lautet:

$$\frac{\text{Obligo}}{\text{Bewertung} * (1 - \text{Diskont})} = \text{Anteile des Wandelkreditgebers}$$

Wobei gilt:

- **Anteil** = der Anteil des Wandelkreditgebers am Unternehmen nach erfolgreicher Wandlung;
- **Obligo** = das gesamte zu wandelnde Obligo des Wandelkredits, typischerweise Stamm plus (allfällige) Zinsen im Wandlungszeitpunkt;

- **Bewertung** = die für die Wandlungsberechnung als maßgeblich vereinbarte Unternehmensbewertung;
- **Diskont** = der vereinbarte Abschlag von der Unternehmensbewertung, oft zwischen 10 und 30 %.

Beim Obligo wird verhandelt, ob **Zinsen** gewinnabhängig sind, sie mitkonvertieren oder in bar bedient werden können (dann sollte der Vorteil des Investors im Diskont bzw Cap eingepreist sein). In der Praxis ist die Gestaltung des zu konvertierenden Obligos wenig kontroversiell und konsensfähig.

Die maßgebliche **Unternehmensbewertung** hingegen stellt einen der Verhandlungsschwerpunkte dar. So ist verhandelbar, ob die Unternehmensbewertung unmittelbar vor (**pre-money**) oder nach (**post-money**) der qualifizierten Investition herangezogen wird. Zudem besteht auch die fragwürdige Praxis, weder noch zu spezifizieren.⁵

Im Fall der Post-money-Methode gilt es zwei Fragen zu beachten:

1. Welche Beträge werden der Pre-money-Bewertung hinzugezählt, um die Post-money-Bewertung zu errechnen? Nur die qualifizierte Investition? Auch das Obligo?
2. Auf welchen Teil kommt der Diskont zur Anwendung?

Beispiel

Ein Unternehmen vereinbart eine qualifizierte Investition von 500.000 € bei einer Pre-money-Bewertung von 1.000.000 €. Ein Wandelkredit von 100.000 € (ohne Diskont) soll bei qualifizierter Investition in Anteile konvertieren.

Der Wandelkredit kann also zu einer Bewertung von 1.000.000 € (pre-money), 1.500.000 € (post qualifizierte Investition) oder 1.600.000 € (sog „Euros-invested-Methode“) konvertieren.

Die Bandbreite ist beträchtlich: 100.000/1.000.000 € wären 10 %, 100.000/1.500.000 € wären ca 6,66 % und 100.000/1.600.000 € wären 6,25 %.

Ebenso kann die Anteilsberechnung der qualifizierten Finanzierung frei vereinbart werden: Der qualifizierte Investor kann demnach 500.000/1.000.000 € (50 %), 500.000/1.500.000 € (ca 33,3 %) oder 500.000/1.600.000 € (31,25 %) erhalten.

So wird deutlich, welcher Verhandlungsspielraum existiert: von Investoren 60 % und Gründer 40 % (der qualifizierte Investor erhält 50 % und der Wandelkreditinhaber 10 %) bis zu Investoren 37,5 % und Gründer 62,5 %.

Anhand von Beispielen sollen in der Folge drei Berechnungsmethoden genauer unter die Lupe genommen werden, dabei wird vom obigen Beispiel, allerdings mit einem Diskont von 20 %, ausgegangen.



Dr. Keyvan Rastegar, LL.M. (Harvard) ist Gründer des Wiener Büros von RPCK Rastegar Panchal, einer Rechtsanwaltskanzlei in Wien und New York.

2.2. Die „Prozentsatz“-Methode

Diese Variante ist für den qualifizierten Investor am vorteilhaftesten, weil durch den Wandelkreditgeber nur die Gründer verwässert werden.⁶ Die Betrachtung aus der Perspektive des qualifizierten Investors ist folgende: Er möchte für seine 500.000 € einen Anteil bekommen, als gäbe es keinen Wandelkredit. Also $500.000/1.500.000$ €, sein Investment dividiert durch einen „engen“ **Post-money-Begriff**, durch den der Pre-money-Bewertung nur sein eigenes Investment hinzugezählt wird.

Für die **Berechnung des Anteils des Wandelkreditgebers** wird diese enge Post-money-Bewertung reduziert um den Diskont herangezogen:

$$\frac{\text{Obligo}}{\text{enge Post-money-Bewertung} * (1 - \text{Diskont})} = \text{Anteile des Wandelkreditgebers}$$

Dies ergibt Anteile vor und nach der qualifizierten Investition, wie unten in Tab 1 ersichtlich.

2.3. Die Euros-invested-Methode (oder Dollars-invested-Methode)

Dieser faire Kompromiss, wonach alle Anteilsinhaber sich gegenseitig verwässern, zählt der Pre-money-Bewertung alle Investitionen „gleichberechtigt“ hinzu, also

- die Pre-money-Bewertung 1.000.000 € plus
- die qualifizierte Investition (500.000 €) plus
- den Wandelkredit (100.000 €).

Der qualifizierte Investor erhält also 500.000 € (sein Investment)/1.600.000 € (alle Euros investiert), sohin 31,25 %.

Für die **Berechnung des Wandelkreditinhabers** wird diese (gesamte) Post-money-Bewertung diskontiert:

$$\frac{\text{Obligo}}{(\text{Pre-money-Bewertung} + \text{qualifizierte Investition} + \text{Obligo}) * (1 - \text{Diskont})} = \text{Anteile des Wandelkreditgebers}$$

Dies ergibt Anteile vor und nach der qualifizierten Investition, wie unten in Tab 2 ersichtlich.

Anteilsinhaber	Anteile vor der qualifizierten Investition	Anteile nach der qualifizierten Investition
Gründer	100 %	58,34 %
Wandelkreditgeber	0 %	8,33 %
Qualifizierter Investor	0 %	33,33 %
Gesamt	100 %	100 %

Tab 1: Prozentsatz-Methode

Anteilsinhaber	Anteile vor der qualifizierten Investition	Anteile nach der qualifizierten Investition
Gründer	100 %	60,94 %
Wandelkreditgeber	0 %	7,81 %
Qualifizierter Investor	0 %	31,25 %
Gesamt	100 %	100 %

Tab 2: Euros-invested-Methode

2.4. Die „teildiskontierte“ Methode

Bei dieser Methode wird die Post-money-Bewertung wie bei der Euros-invested-Methode gebildet, der **Diskont** jedoch **nur auf die qualifizierte Investition** und die **Pre-money-Bewertung**, nicht aber auf das zu wandelnde Obligo angewendet:

$$\frac{\text{Obligo}}{\text{Obligo} + (1 - \text{Diskont}) * (\text{qualifizierte Investition} + \text{Pre-money-Bewertung})} = \text{Anteile des Wandelkreditgebers}$$

Spruch: Im Post-money-Nenner wird die qualifizierte Investition diskontiert, ebenso die Pre-money-Bewertung, nicht aber das Wandelkreditobligo. Für den qualifizierten Investor wird umgekehrt das Wandelkreditobligo durch den Diskont erhöht.

Es ergeben sich Anteile vor und nach der qualifizierten Investition, wie in Tab 3 ersichtlich.

Dieses Verfahren ist für die **Gründer besonders vorteilhaft**, weil zum größten Teil der qualifizierte Investor durch die Wandelkredite verwässert wird.⁷

3. Zusammenfassung

Im Ergebnis wird deutlich, dass **Details in den Bewertungsformeln große Wertverschiebungen** bedeuten können. Die Verhandlung sollte auch hier im Einzelfall mit dem Verständnis für die gewünschte Berechnung beginnen.

Für einen leichteren Überblick finden Sie unten in Tab 4 alle Ergebnisse noch einmal im Vergleich dargestellt.

Anmerkungen

¹ Damodaran, Valuing Young, Start-up and Growth Companies (2009), <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (abgefragt am 26. 9. 2016). Zu den Bewertungsschwierigkeiten bei Startups siehe Achleitner, Start-up-Unternehmen: Bewertung mit der Venture-Capital-Methode, Betriebs-Berater 2001, 927.

² Wilmer Cutler Pickering Hale and Dorr LLP, 2016 Venture Capital Report (2016) 22, http://www.wilmerhale.com/uploadedFiles/Shared_Content/Editorial/Publications/Documents/2016-WilmerHale-VC-Report.pdf (abgefragt am 26. 9. 2016), wonach bei einer Betrachtung von 100 Deals am US-Markt 2015 89 % aller Wandelkredite einen Diskont und 74 % einen Diskont von 20 % oder weniger hatten.

Im Ergebnis wird deutlich, dass Details in den Bewertungsformeln große Wertverschiebungen bedeuten können.

Anteilsinhaber	Anteile vor der qualifizierten Investition	Anteile nach der qualifizierten Investition
Gründer	100 %	61,54 %
Wandelkreditgeber	0 %	7,69 %
Qualifizierter Investor	0 %	30,77 %
Gesamt	100 %	100 %

Tab 3: Teildiskontierte Methode

Anteilsinhaber	Anteile vor der Qualifizierten Investition	Anteile nach der qualifizierten Investition		
		Prozentsatz-Methode (investorenfreundlich)	Euros-invested-Methode (Kompromiss)	Teildiskontierte Methode (gründerfreundlich)
Gründer	100 %	58,34 %	60,94 %	61,54 %
Wandelkreditgeber	0 %	8,33 %	7,81 %	7,69 %
Qualifizierter Investor	0 %	33,33 %	31,25 %	30,77 %
Gesamt	100 %	100 %	100 %	100 %

Tab 4: Ergebnisse aller Methoden im Vergleich

- ³ Wilmer Cutler Pickering Hale and Dorr LLP, 2016 Venture Capital Report, 22, wonach 2013 67 %, 2014 74 % und 2015 55 % aller Wandelkredite einen *Valuation Cap* hatten.
- ⁴ Walker, Everything You Ever Wanted To Know About Convertible Note Seed Financings (But Were Afraid To Ask), <https://techcrunch.com/2012/04/07/convertible-note-seed-financings/> (abgefragt am 26. 9. 2016).
- ⁵ Silicon Legal Strategy, Seed Financing Report 2015 (2015) 5, <http://www.siliconlegal.com/wp-content/uploads/2015/11/Silicon-Legal-Seed-Financing-Report-2015-Report.pdf> (abgefragt am 26. 9. 2016), die auf der Basis von 163 *Seed Rounds* meinen: „Convertible notes are often silent as to whether or not they convert on a pre-money or post-money basis [...]“.
- ⁶ Laut Fenwick & West LLP (Hrsg), Silicon Valley Venture Capital Survey Second Quarter 2016 (2016), wurde nur ein Prozent aller Early-stage-Investitionen ohne Investorenverwässerungsschutz abgeschlossen, <https://www.fenwick.com/FenwickDocuments/Silicon-Valley-Venture-Capital-Survey-Second-Quarter-2016.pdf> (abgefragt am 26. 9. 2016).
- ⁷ Diese Methode wird in der Literatur mancherorts als „gängig“ oder sogar „die üblichste“ Methode bezeichnet. Cooley bezeichnet sie als „Pre-money-Methode“, was manchmal etwas verwirrend sein kann, weil diese Methode im Ergebnis eine (nur) teildiskontierte Post-money-Methode ist, <https://www.cooleygo.com/calculating-share-price-outstanding-convertible-notes/> (abgefragt am 26. 9. 2016).