

## Finanzierungswege neben dem klassischen Equity

# Wandeldarlehen: Fluch oder Segen für Start-ups und Investoren?

Wandeldarlehen genießen in Teilen der Venture Capital-Szene einen zweifelhaften Ruf. Vielfach wird gewarnt, dass Wandeldarlehen die Finanzierungsfähigkeit eines Start-ups belasten können. So hat erst kürzlich der einflussreiche Venture Capitalist und Blogger Brad Feld vor dem Einsatz von Wandeldarlehen gewarnt: Im Zusammenhang mit mehrdeutigen Vertragsklauseln stellt er fest, dass die Venture Capital-Szene erst jetzt beginnen würde, „die Komplexität, Nebeneffekte und unintendierten Konsequenzen des massiven Einsatzes von Wandeldarlehen wahrzunehmen“. Wie sind diese Warnungen einzuordnen? Wann passen Wandeldarlehen in die Finanzierung eines Start-ups?

**B**eim Wandeldarlehen gibt der Darlehensgeber der Gesellschaft ein fest verzinstes Darlehen. Unter den im Vertrag definierten Voraussetzungen wird der Darlehensbetrag gewandelt, und der Darlehensgeber erwirbt statt einem Rückzahlungsanspruch Anteile an der Gesellschaft. Bei Venture Capital-Finanzierungen ist es üblich, ein Wandeldarlehen mit einer vergleichsweise langen Laufzeit (drei bis sieben Jahre) auszugestalten und die Zinsen endfällig zu stellen, um den Cashflow der Gesellschaft nicht mit Zinszahlungen zu belasten. Beispiel: Ein Start-up befindet sich in der Seed-Phase und benötigt Kapital. Ein mit den Gründern vertrauter Business Angel ist bereit, Kapital über ein Wandeldarlehen zur Verfügung zu stellen. Die Bewertung des Start-ups ist in dieser frühen Unternehmensphase schwierig. Deshalb vereinbaren die Parteien, dass die Bewertung zunächst offengelassen wird und der Business Angel sein Wandeldarlehen im Rahmen der nächsten Finanzierungsrunde zu den gleichen Konditionen wie der investierende Investor, aber mit einem Abschlag auf die Pre-Money-Bewertung von 20%, investieren darf (Wandlungsoption). Wird das Darlehen gewandelt, so hat bei der Gesellschaft eine Kapitalerhöhung stattzufinden. Die neu geschaffenen Anteile übernimmt der Darlehensgeber, und das Darlehen selbst wird in die freie Kapitalrücklage „umgebucht“. Häufig wird vereinbart, dass auch die Zinsansprüche bei der Wandlung berücksichtigt werden, d.h. der Darlehensgeber kann verlangen, für Darlehen plus bisher angefallene (und zukünftige) Zinsen Anteile zu erwerben.

### Worauf ist zu achten?

#### • Vertragsparteien

Bei der Ausgestaltung des Wandeldarlehens ist grundsätzlich darauf zu achten, dass sämtliche Gesellschafter in Bezug auf das Wandlungsrecht verpflichtet werden, denn die Wandlung kann nur wirksam umgesetzt werden, wenn eine Kapitalerhöhung beschlossen wird und die Parteien des bestehenden oder zukünftigen Beteiligungsvertrages mitwirken. Praxis-hinweis: Dies kann entweder dadurch geschehen, dass sämt-

liche Gesellschafter Vertragsparteien werden oder durch die Schaffung genehmigten Kapitals, welches von der Gesellschaft nach festgelegten Kriterien ausgeschöpft werden kann. Durch die Kombination von genehmigtem Kapital und Wandeldarlehen kann das Management Finanzierungsrunden schnell zum Abschluss bringen.

#### • Form

Es ist weitgehend anerkannt, dass die Verpflichtung, neue Geschäftsanteile zu schaffen, keiner notariellen Form bedarf, selbst wenn diese Verpflichtung dazu führt, dass eine Satzungsänderung durchgeführt werden muss. Anders ist die Situation allerdings, wenn sich der Darlehensgeber verpflichtet, zu bestimmten Konditionen Anteile zu übernehmen (Wandlungsverpflichtung). Für diesen Fall bedarf es der notariellen Form, denn die Verpflichtung zur Übernahme von Geschäftsanteilen ist beurkundungspflichtig.

#### • Nachrang

Bei wachstumsfinanzierten Gesellschaften ist in der Regel davon auszugehen, dass dem gewährten Darlehen noch keine entsprechenden bilanziellen Werte gegenüberstehen. Deshalb ist darauf zu achten, dass der Darlehensgeber gegenüber sonstigen Gläubigern (nicht gegenüber den Gesellschaftern) nachrangig behandelt wird. Wird kein Nachrang vereinbart, so kann die Überschuldung drohen und somit die Pflicht, Insolvenzantrag zu stellen.

### Vor- und Nachteile von Wandeldarlehen

#### ... aus Sicht des Darlehensgebers

Der Darlehensgeber sollte sich bei Abschluss eines Wandeldarlehens bewusst sein, dass ein Darlehen nicht die Mitwirkungsrechte bietet wie eine echte Beteiligung. Für den Darlehensgeber droht damit die Gefahr, dass er im Rahmen der anstehenden Finanzierungsrunde seine nur schuldrechtlich vereinbarten Sonderrechte wegverhandelt bekommt.

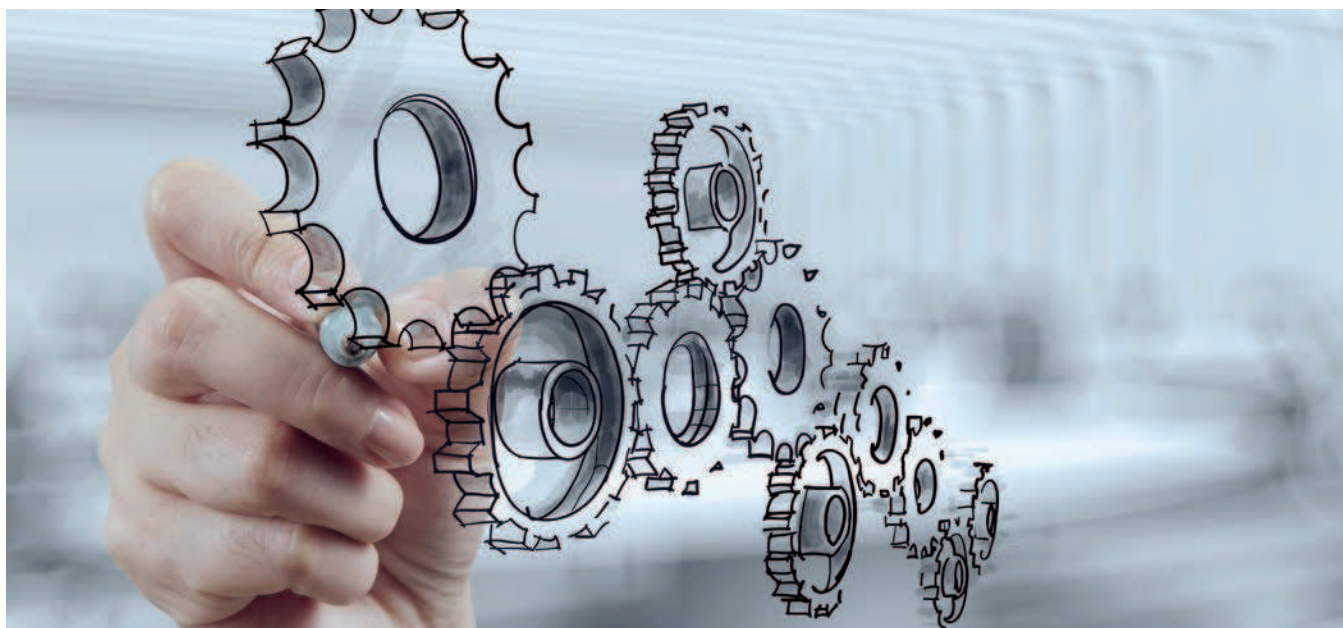


Foto: © Fotolia/everythingpossible

Bei richtiger Festlegung der Rahmenbedingungen können Wandelanleihen sinnvoll bei der Finanzierung von Start-ups eingesetzt werden.

Deshalb sollte der Darlehensgeber darauf achten, dass er selbst in die Lage versetzt wird, das Wandeldarlehen zu festgelegten Konditionen in Equity umzuwandeln. Hat der Darlehensgeber die Möglichkeit, die Wandlung selbst auszulösen, stellen sich Vor- und Nachteile für ihn grob wie folgt dar:

Vorteil	Nachteil
+ Rückzahlung des eingesetzten Kapitals möglich	- Keine Gesellschafterstellung und keine damit einhergehenden Mitwirkungsrechte
+ Feste Verzinsung	- Rechtsposition weniger stark als offene Beteiligung
+ Bewertung kann ggf. offengelassen werden	- Vertragsklauseln müssen mit Beteiligungsvertrag synchronisiert werden (kann komplex werden!)
+ Flexible Ausgestaltung	
+ Geringerer Transaktionsaufwand	

#### ... aus Sicht des Start-ups

Aus Sicht des Start-ups haben Wandeldarlehen den Nachteil, dass sie an der Gesellschaft „kleben“ und sie gegebenenfalls nicht die Möglichkeit hat, die Wandlung selbst auszulösen. Dies kann die Finanzierungsattraktivität des Start-ups deutlich einschränken. Deshalb ist darauf zu achten, dass das Start-up die Möglichkeit hat, die Wandlung selbst auszulösen, d.h., im Wandeldarlehen wird aufgenommen, dass zu bestimmten Konditionen eine Wandlungsverpflichtung besteht (sodass in diesem Fall die notarielle Form zu beachten ist). Vor- und Nachteile von Wandeldarlehen für Start-ups:

Vorteil	Nachteil
+ Flexible Ausgestaltung	- Darlehensgeber geht weniger starke Bindung ein als Gesellschafter
+ Geringerer Transaktionsaufwand	- Rückzahlungsansprüche und Zinsen belasten ggf. die Liquidität der Gesellschaft
+ Bewertung kann ggf. offengelassen werden	- Vertragsklauseln müssen mit Beteiligungsvertrag synchronisiert werden (kann komplex werden!)
	- Finanzierungsfähigkeit des Start-ups ggf. eingeschränkt

#### Fazit

Sind die eingangs erwähnten Warnungen von Brad Feld und anderen Venture Capital-Bloggern angesichts der dargestellten Komplexität berechtigt? Insbesondere in einer frühen Unternehmensphase bei kleineren Finanzierungsbeträgen sind Wandeldarlehen in der Regel für Investor und Start-up sinnvoll: Der Transaktionsaufwand ist geringer, es gibt Möglichkeiten, den Investor für sein frühes Investment zu belohnen, und die anzusetzende Bewertung kann je nach Ausgestaltung offengelassen werden. Auch bei Bridge-Finanzierungen ist es häufig sinnvoll, Wandeldarlehen abzuschließen. Allerdings funktionieren Wandeldarlehen nur, wenn sie klar und unmissverständlich formuliert sind. Der Wandlungsmechanismus ist genau zu definieren, und die Durchführung der Wandlung – mit Kapitalerhöhung und Synchronisation mit einer gegebenenfalls dann bestehenden Beteiligungsvereinbarung – ist bereits beim Abschluss zu bedenken. Gelingt dies, sind Wandeldarlehen ein sinnvolles Instrument zur Finanzierung eines Start-ups.

#### Björn Weidehaas (li.)

ist Rechtsanwalt und Partner der Lutz Abel Rechtsanwalts GmbH in München.

#### Dr. Lorenz Jellinghaus

ist Rechtsanwalt und Partner am Hamburger Standort. Beide sind spezialisiert auf Venture Capital und beraten Mandanten im Handels- und Gesellschaftsrecht sowie Weidehaas zusätzlich im Insolvenzrecht.

